

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μ.Β.Α.)**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΟΥ
ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

ΚΑΛΑΪΤΣΙΔΟΥ Κ. ΕΥΘΥΜΙΑ

**ΠΤΥΧΙΟ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ (ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ)**

Πειραιάς, 2008

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Προσέγγιση των στρατηγικών απόδοσης κερδών που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις μέσα από παρουσίαση των θεωρητικών και εμπειρικών μελετών που υπάρχουν πάνω στην μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών.

ΚΑΛΑΪΤΣΙΔΟΥ Κ. ΕΥΘΥΜΙΑ

Πτυχίο Διεθνών και Ευρωπαϊκών Οικονομικών και Πολιτικών Σπουδών (Οικονομική Κατεύθυνση)

Υποβληθείσα Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στην Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων (M.B.A.)

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιά

Πειραιάς, 2008

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

ΚΑΛΑΪΤΣΙΔΟΥ Κ. ΕΥΘΥΜΙΑ

Σημαντικοί όροι: μερισματική πολιτική, πολιτική επαναγοράς μετοχών, πελατειακές ομάδες, αντιπροσωπευτικό κόστος, ασύμμετρη πληροφόρηση, ατελείς κεφαλαιακές αγορές, τέλει κεφαλαιακές αγορές, σηματοδότηση στην αγορά, αποδοτικές αγορές, πληροφοριακό περιεχόμενο μερισμάτων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο ανταγωνιστικό περιβάλλον των σύγχρονων οικονομιών και του τρόπου με τον οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις, μια επιχείρηση διακρίνεται όταν διαθέτει καλύτερη αντίληψη για την αγορά, για τις τάσεις που επικρατούν και για τις επιθυμίες των επενδυτών. Στον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων, αλλά και στις επιθυμίες των επενδυτών εντάσσονται και οι στρατηγικές απόδοσης των κερδών των επιχειρήσεων.

Η ουσία των στρατηγικών απόδοσης των κερδών έγκειται στον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κέρδη τους, πως αποφασίζουν να τα διανείμουν, με ποιο τρόπο και για ποιο λόγο. Οι δύο επικρατέστερες στρατηγικές διαχείρισης των κερδών είναι η μερισματική πολιτική και η πολιτική επαναγοράς μετοχών.

Στην εργασία αυτή γίνεται προσέγγιση αρχικά της μερισματικής πολιτικής και μετά της πολιτικής επαναγοράς μετοχών μέσα από την θεωρία και τις εμπειρικές μελέτες που υπάρχουν. Παρουσιάζονται οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις δύο πολιτικές όπως είναι η φορολογία, η αντίληψη των επενδυτών για την επιχείρηση, η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ στελεχών επιχειρήσεων και εξωτερικών μετόχων καθώς και ο παράγοντας του αντιπροσωπευτικού κόστους. Στο τέλος γίνεται μελέτη περίπτωσης μιας επιχείρησης ως προς τις δύο αυτές πολιτικές.

Ευχαριστίες

Έχοντας πια τελειώσει την διπλωματική μου εργασία θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Χρήστο Αγιακλόγλου, για την καθοδήγηση που μου προσέφερε, για την υποστήριξη και τη βοήθειά του και γενικότερα για την άριστη συνεργασία μαζί του κατά τη διάρκεια της διπλωματικής εργασίας. Ευχαριστώ επίσης την οικογένειά μου και τους φίλους μου για την υποστήριξη και την κατανόησή τους όλο αυτό το διάστημα.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1: περίληψη έρευνας για φορολογία και μερίσματα	50
Πίνακας 2.2: περίληψη επιλεγμένων υποδειγμάτων για την πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα	61
Πίνακας 2.3: περίληψη μελετών για τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης των μερισμάτων	62
Πίνακας 2.4: περίληψη έρευνας για τη θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους και τα μερίσματα	68
Πίνακας 3.1: περίληψη των βασικών αποτελεσμάτων και ερμηνειών από τις μελέτες περιπτώσεων για την επαναγορά μετοχών	93
Πίνακας 4.1: χρηματιστηριακά στοιχεία μετοχής της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. για τα χρόνια 2005-2007	108
Πίνακας 4.2: ετήσια μερίσματα (2000-2008)	109
Πίνακας 4.3: πίνακας μερισματικής πολιτικής (ποσά σε χιλιάδες €)	110
Πίνακας 4.4: χρονικές στιγμές ανακοίνωσης μερισμάτων	111

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 4.1: Πορεία Μετοχής και Όγκος Συναλλαγών (2000-2008)	107
Διάγραμμα 4.2: Συγκριτικό Διάγραμμα Πορείας Μετοχής και Γενικού Δείκτη	108
Διάγραμμα 4.3: Ετήσια Σύγκριση Κερδών (2003-07)	110
Διάγραμμα 4.4: Ετήσια Σύγκριση Μερισμάτων (2003-07)	110
Διάγραμμα 4.5: Εξέλιξη Μερισμάτων σε Αναλογία με τα Κέρδη	111
Διάγραμμα 4.6: Πορεία Μετοχής 25/05/2004-03/08/2004	112
Διάγραμμα 4.7: Πορεία Μετοχής 25/04/2005-17/06/2005	113
Διάγραμμα 4.8: Πορεία Μετοχής 18/04/2006-29/05/2006	114
Διάγραμμα 4.9: Πορεία Μετοχής 23/03/2007-08/05/2007	115
Διάγραμμα 4.10: Πορεία Μετοχής 08/04/2008-09/05/2008	116

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες	I
Κατάσταση Πινάκων	II
Κατάσταση Διαγραμμάτων	III

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Επιχείρηση	2
1.3 Επιχειρηματικό και οικονομικό κέρδος	4
1.4 Χρηματοοικονομικοί στόχοι και λειτουργίες	5
Μεγιστοποίηση κέρδους και δημιουργία αξίας	6
Ένας κανονιστικός στόχος	7
1.5 Χρηματοοικονομικές λειτουργίες	8
Επενδυτικές αποφάσεις	8
Χρηματοδοτικές αποφάσεις	9
Αποφάσεις απόδοσης κερδών	9
1.6 Πολιτικές μερισμάτων	10
Σταθερό ποσό ανά μετοχή	10
Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών	11
Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν Έκτακτο	11
Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων	11
1.7 Διαδικασία πληρωμής μερισμάτων	12
1.8 Αποδοτικές χρηματοοικονομικές αγορές	13
Στάδια αποδοτικότητας	14
1.9 Κόστος κεφαλαίου	15
Κόστος πηγών χρηματοδότησης	16
1.10 Κίνδυνος	17
1.11 Κεφαλαιακή διάρθρωση	19
1.12 Ατελείς κεφαλαιακές αγορές	20
Συναλλακτικά κόστη	21

Επιφυλάξεις για τις επιπτώσεις του συναλλακτικού κόστους	22
Κόστη από την έκδοση νέων ασφαλειών	22
Μη λογική συμπεριφορά των επενδυτών	23
1.13 Ανακεφαλαίωση	23
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1 Εισαγωγή	26
2.2 Ιστορική αναδρομή της μερισματικής πολιτικής	27
2.3 Η πρόταση μη σχετικότητας των Miller- Modigliani	29
2.4 Φόροι	33
2.4.1 Στατικά υποδείγματα	35
2.4.2 Ο ρόλος του κινδύνου	37
Το πείραμα των Black και Scholes	39
Το πείραμα των Litzenberger και Ramaswamy	39
Σύγκριση των δοκιμών Black και Scholes-Litzenberger και Ramaswamy	40
Η κριτική των Miller και Scholes	41
2.4.3 Δυναμικά υποδείγματα	42
Δυναμικές στρατηγικές αποφυγής φόρων	42
Δυναμικές στρατηγικές κατά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος	43
2.4.4 Μερίσματα και φόροι – συμπεράσματα	48
2.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση και μερισματική πολιτική	52
2.5.1 Πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης	52
2.5.2 Εμπειρικά δεδομένα	56
2.5.3 Μερισματική πολιτική και θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους	64
2.5.4 Εμπειρικά αποτελέσματα και η υπόθεση ελεύθερων ταμιακών ροών	66
2.6 Ανακεφαλαίωση	70
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

3.1 Εισαγωγή	76
3.2 Επαναγορές μετοχών	77
3.3 Κίνητρα για επαναγορά μετοχών και υποδείγματα μερισματικής πολιτικής που εφαρμόζονται και στις επαναγορές	78
Υπόθεση πλεονάζοντος κεφαλαίου: Επαναγορές και πολιτική διανομής	79

Υπόθεση υποτίμησης: Επαναγορές και επενδυτική πολιτική	80
Υπόθεση άριστης αναλογίας μόχλευσης: Επαναγορές και πολιτική κεφαλαιακής διάρθρωσης	80
Υπόθεση πρόληψης εξαγοράς: Επαναγορές και εταιρικός έλεγχος	81
3.4 Μελέτες σχετικά με την επιλογή επαναγοράς μετοχών ή διανομής μερίσματος	82
3.5 Μέτρηση επαναγορών και εμπειρικές μελέτες για τις επαναγορές μετοχών	85
3.5.1 Μέτρηση επαναγορών	85
3.5.2 Εμπειρικές μελέτες για τις επαναγορές μετοχών	87
Αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης	88
Επαναγορές μετοχών ως μηχανισμός πληροφόρησης στην αγορά	89
Ζητήματα εταιρικού ελέγχου	91
3.5.3 Ερμηνείες επαναγορών μετοχών	91
3.5.4 Εμπειρικά δεδομένα για τα μερίσματα σε σύγκριση με τις επαναγορές μετοχών	94
3.6 Ανακεφαλαίωση	100
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	100
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.	
4.1 Εισαγωγή	104
4.2 Εταιρικό προφίλ	105
4.3 Η πορεία της μετοχής	107
4.4 Μερισματική πολιτική	109
Ανακοινώσεις μερισμάτων	111
25/06/2004	112
24/05/2005	113
16/05/2006	114
24/04/2007	115
08/05/2008	116
4.5 Επαναγορές μετοχών	117
4.6 Ανακεφαλαίωση	118
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	118
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	119

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

1.1 Εισαγωγή

Στην οικονομική επιστήμη γίνεται λόγος για τη μεγιστοποίηση των κερδών των επιχειρήσεων μέσα από ένα σύστημα αγοράς που καθορίζεται από ένα μηχανισμό τιμών για τα αγαθά και τις υπηρεσίες που προσφέρουν. Στην Χρηματοοικονομική επιστήμη αντίθετα γίνεται λόγος για τη μεγιστοποίηση της αξίας των επιχειρήσεων, όπως επίσης και των αποδόσεων των κερδών τους στους μετόχους τους. Σε τέτοιου είδους αναλύσεις κεντρικό ρόλο έχουν οι στρατηγικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις σχετικά με την επένδυση των κερδών τους και τους τρόπους που αυτές οι επενδύσεις θα έχουν την καλύτερη δυνατή απόδοση.

Αναμφισβήτητα, η επιτυχία ενός τέτοιου στόχου, στον οποίο στηρίζεται η βιωσιμότητα της επιχείρησης, εξαρτάται από διάφορους παράγοντες που επικεντρώνονται στη γενική οικονομική κατάσταση που επικρατεί τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, στην ευρύτερη οικονομική συμπεριφορά της αγοράς του προϊόντος καθώς και του τρόπου εξέλιξής της, όπως επίσης και από την εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς. Στις συναλλαγές που γίνονται συμμετέχουν πολλοί αγοραστές και πωλητές και ο καθένας απαιτεί να έχει την καλύτερη δυνατή πληροφόρηση, όπως και επαρκείς γνώσεις για τις στρατηγικές της επιχείρησης και τις αναμενόμενες αποδόσεις από τις προτάσεις για επενδύσεις. Κατά συνέπεια, τόσο η επιχείρηση όσο και οι μέτοχοί της ενδιαφέρονται για τις εξελίξεις των επενδυτικών δραστηριοτήτων της, οι οποίες σε γενικές γραμμές θα καθορίσουν και την βιωσιμότητά της στο χώρο που δραστηριοποιείται.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η θεωρία της επιχείρησης, ο σκοπός της, κυρίως από την χρηματοοικονομική του πλευρά, οι αποφάσεις που δημιουργούν αξία για την επιχείρηση και η διαφορά μεταξύ οικονομικού και επιχειρηματικού κέρδους. Επίσης, θα

αναλυθούν οι αποδοτικές αγορές και τα στάδια της αποδοτικότητας. Κατόπιν, θα αναπτυχθούν η λειτουργία του κέρδους, του κόστους κεφαλαίου και του κόστους των πηγών χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, γίνεται ανάλυση του κινδύνου και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, ενώ στο τέλος του κεφαλαίου γίνεται μια αναφορά στις ατελείς κεφαλαιακές αγορές για να βοηθήσει στην κατανόηση των επόμενων κεφαλαίων.

1.2 Επιχείρηση

Επιχείρηση είναι μια οργάνωση που συνδυάζει και οργανώνει πόρους για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών προς πώληση. Οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι ατομικές ή να είναι στην κατοχή πολλών μετόχων και κατά κανόνα παράγουν το μεγαλύτερο ποσοστό αγαθών και υπηρεσιών που καταναλώνονται από την κοινωνία. Είναι νομικά πρόσωπα και κύριος στόχος τους και οδηγός στη λήψη αποφάσεων είναι η επίτευξη του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία μια επιχείρηση για να επιτύχει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος, θα πρέπει να πουλάει όσο το δυνατόν μεγαλύτερες ποσότητες του προϊόντος της στη μεγαλύτερη δυνατή τιμή και να παράγει τις ποσότητες αυτές με το χαμηλότερο δυνατό κόστος. Οι τιμές, στις οποίες η επιχείρηση πωλεί τα προϊόντα της καθορίζονται στην αγορά από τις δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης.

Η λειτουργία των επιχειρήσεων σχετίζεται με την αγορά πόρων εργασίας, κεφαλαίου και πρώτων υλών και την μετατροπή τους σε αγαθά και υπηρεσίες προς πώληση. Μέσα στα όρια που θέτει η τεχνολογία της παραγωγής, οι αποφάσεις της επιχείρησης σχετικά με την ποσότητα των χρησιμοποιούμενων συντελεστών και την ποσότητα του παραγόμενου προϊόντος εξαρτώνται από τον παράγοντα χρόνο. Στη βραχυχρόνια περίοδο ορισμένοι συντελεστές είναι σταθεροί, δηλαδή η επιχείρηση δεν μπορεί να μεταβάλλει την ποσότητά τους. Αντίθετα, στη μακροχρόνια περίοδο η ποσότητα όλων των συντελεστών που χρησιμοποιεί η επιχείρηση μπορεί να μεταβληθεί, που σημαίνει ότι στη μακροχρόνια περίοδο όλοι οι συντελεστές είναι μεταβλητοί.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, κύριος σκοπός μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των κερδών της. Τα κέρδη ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ των εσόδων από την πώληση των προϊόντων της επιχείρησης και του κόστους παραγωγής. Συχνά

όμως παρατηρείται ότι οι επιχειρήσεις θυσιάζουν τα βραχυχρόνια κέρδη για να έχουν αυξανόμενα μελλοντικά ή μακροχρόνια κέρδη. Παραδείγματα αυτής της σκέψης είναι τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη, για νέο κεφαλαιακό εξοπλισμό καθώς και για διαφήμιση και προωθητικές δραστηριότητες. Εφόσον και τα βραχυχρόνια και τα μακροχρόνια κέρδη είναι εξίσου σημαντικά, σύμφωνα με τη θεωρία της επιχείρησης, αντικειμενικός σκοπός της είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου ή της αξίας της εταιρείας.

Στην προσπάθεια μεγιστοποίησης της αξίας της, η εταιρεία αντιμετωπίζει πολλούς περιορισμούς. Ορισμένοι προέρχονται από την έλλειψη βασικών πόρων. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση μπορεί να μην έχει τη δυνατότητα να προσλάβει βραχυχρόνια τόσο εξειδικευμένο προσωπικό, όσο χρειάζεται. Παρομοίως, μπορεί να υπάρχει έλλειψη σε πρώτες ύλες. Επίσης, είναι δυνατό να υπάρχουν περιορισμοί λόγω έλλειψης εργοστασιακού χώρου και αποθηκών και στην ποσότητα των κεφαλαίων που είναι διαθέσιμα για ένα σχέδιο ή για κάποιον σκοπό. Ίδιους περιορισμούς αντιμετωπίζουν και δημόσιες υπηρεσίες καθώς και μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί. Εκτός από τους περιορισμούς σε πόρους υπάρχουν και νομικοί περιορισμοί. Αυτοί παίρνουν τη μορφή νόμων ελαχίστων μισθωμάτων, προτύπων υγείας και ασφάλειας, προτύπων εκπομπής αερίων και αποβολής λυμάτων, καθώς και νόμοι και κανονισμοί που εμποδίζουν τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν άδικες επιχειρηματικές πρακτικές. Γενικά, οι περιορισμοί αυτοί επιβάλλονται στις επιχειρήσεις από την κοινωνία, ώστε οι επιχειρήσεις να τροποποιήσουν την συμπεριφορά τους και να συνάδει περισσότερο με του ευρύτερο κοινωνικό συμφέρον.

Οι περιορισμοί, που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις, είναι τόσο σημαντικοί και τις επηρεάζουν τόσο πολύ, ώστε να μιλάμε για *αριστοποίηση υπό περιορισμούς*. Αυτό σημαίνει ότι πρωταρχικός σκοπός της εταιρείας είναι να μεγιστοποιήσει την αξία της με δεδομένους τους περιορισμούς που αντιμετωπίζει. Η ύπαρξη των περιορισμών θέτει όρια στο εύρος των πιθανοτήτων ή της ελευθερίας δράσης των εταιρειών και περιορίζει την αξία της εταιρείας σε ένα επίπεδο χαμηλότερο από ότι θα ήταν αν οι περιορισμοί δεν υπήρχαν.

1.3 Επιχειρηματικό και οικονομικό κέρδος

Για το ευρύτερο κοινό αλλά και για την επιχειρηματική κοινότητα, το κέρδος ή το επιχειρηματικό κέρδος αναφέρεται στα έσοδα της επιχείρησης μειωμένα κατά το φανερό ή το λογιστικό κόστος της επιχείρησης. Φανερό κόστος είναι τα πραγματικά έξοδα της επιχείρησης για την αγορά ή την πρόσληψη των πόρων που απαιτούνται για την παραγωγή. Τα έξοδα αυτά περιλαμβάνουν τους μισθούς για εργατικό δυναμικό, το επιτόκιο για δανεισμό κεφαλαίου, το ενοίκιο γης και κτιρίων και τα έξοδα πρώτων υλών. Παρόλα αυτά για τους οικονομολόγους, το οικονομικό κέρδος ισούται με τα έσοδα της επιχείρησης μειωμένα κατά τα φανερά (explicit) και αφανή (implicit) κόστη. Τα αφανή κόστη αναφέρονται στην αξία των στοιχείων που κατέχονται από την εταιρεία και χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας.

Συγκεκριμένα, στα αφανή κόστη περιλαμβάνεται ο μισθός του επιχειρηματία αν δούλευε σε κάποια άλλη επιχείρηση σε παρόμοια θέση (π.χ. στη διοίκηση κάποιας άλλης εταιρείας) και οι αποδόσεις που θα είχε η επιχείρηση αν επένδυε το κεφάλαιό της και νοίκιαζε τη γη της και στοιχεία της κατοχής της σε άλλες επιχειρήσεις. Τα στοιχεία που κατέχονται από την επιχείρηση και χρησιμοποιούνται για την δική της παραγωγική διαδικασία δεν είναι ελεύθερα για την επιχείρηση, παρά το γεγονός ότι η επιχείρηση μπορεί να τα χρησιμοποιεί χωρίς πραγματικά ή φανερά έξοδα. Τα αφανή κόστη είναι αυτά που θα μπορούσαν να κερδίσουν αυτά τα στοιχεία στην καλύτερη εναλλακτική τους χρήση εκτός επιχείρησης. Αναλόγως, οι οικονομολόγοι χρησιμοποιούν και τα φανερά και τα αφανή κόστη στους ορισμούς του κόστους. Αυτό σημαίνει ότι περιλαμβάνουν μια κανονική απόδοση από πόρους που κατέχουν σαν μέρος του κόστους, έτσι ώστε το οικονομικό κέρδος να ισούται με τα έσοδα μειωμένα κατά τα φανερά και αφανή κόστη. Ενώ το επιχειρηματικό κέρδος μπορεί να είναι χρήσιμο για λογιστικούς και φορολογικούς σκοπούς, η έννοια του οικονομικού κέρδους είναι αυτή που πρέπει να χρησιμοποιείται ώστε να λαμβάνονται σωστές επενδυτικές αποφάσεις.

Το κέρδος στις ελεύθερες οικονομίες αποτελεί βασική λειτουργία. Τα υψηλά κέρδη δείχνουν ότι οι καταναλωτές επιθυμούν μεγαλύτερη ποσότητα από την παραγωγή ενός κλάδου. Τα υψηλά κέρδη παρέχουν κίνητρο στις επιχειρήσεις του κλάδου να επεκτείνουν την παραγωγή τους και στις επιχειρήσεις εκτός κλάδου, μακροχρόνια, να εισέλθουν σε αυτόν. Για μια επιχείρηση με αποτελεσματικότητα πάνω από τον μέσο όρο, τα κέρδη αντιπροσωπεύουν την ανταπόδοση για μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Από την άλλη πλευρά, χαμηλότερα κέρδη ή ζημίες σηματοδοτούν ότι οι καταναλωτές θέλουν

λιγότερη ποσότητα από την υπηρεσία ή ότι οι μέθοδοι παραγωγής δεν είναι αποτελεσματικές. Έτσι, τα κέρδη παρέχουν κίνητρο στις επιχειρήσεις να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους ή να παράγουν μικρότερη ποσότητα και για ορισμένες επιχειρήσεις να αφήσουν τον κλάδο για κάποιον πιο επικερδή. Τα κέρδη επομένως, παρέχουν βασική πληροφόρηση για την αναδιανομή των κοινωνικών πόρων ώστε να αντανακλούν τις αλλαγές στις προτιμήσεις των καταναλωτών και στη ζήτηση, διαχρονικά.

Το σύστημα κερδών, όπως διαμορφώνεται από τις επιχειρήσεις με συνεχή και διαρκώς αυξανόμενη παραγωγή, δεν είναι τέλειο και μπορεί να δημιουργεί προβλήματα. Για τον λόγο αυτό οι κυβερνήσεις σε ελεύθερες οικονομίες συχνά παρεμβαίνουν στη λειτουργία του για να το φέρουν πιο κοντά σε ευρύτερους κοινωνικούς στόχους. Έτσι, οι κυβερνήσεις ρυθμίζουν τις τιμές των δημόσιων αγαθών, περνούν νομοθεσίες για ελάχιστους μισθούς, επιτρεπόμενα όρια ρύπων κ.ά.. Μέσω κρατικής παρέμβασης, το σύστημα των κερδών, αν και δεν είναι τέλειο, γίνεται η πιο αποτελεσματική μορφή κατανομής των διαθέσιμων πόρων.

1.4 Χρηματοοικονομικοί στόχοι και λειτουργίες

Μέχρι στιγμής παρουσιάστηκε η επιχείρηση, οι στόχοι και οι λειτουργίες της, από την οικονομική οπτική της περισσότερο. Βέβαια, για να υπάρξει μια ολοκληρωμένη άποψη πρέπει να εξεταστεί η επιχείρηση και από την οπτική της χρηματοοικονομικής. Αυτό είναι αναγκαίο γιατί οι αποφάσεις της διοίκησης μιας επιχείρησης λαμβάνονται βάσει και των δύο επιστημών.

Αντικειμενικός στόχος μιας επιχείρησης πρέπει να είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους της. Την αξία αντιπροσωπεύει η τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης στην αγορά, η οποία με τη σειρά της, είναι ένα τμήμα των επενδυτικών, χρηματοδοτικών και μερισματικών αποφάσεων. Η ιδέα συνοψίζεται στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων και στην επένδυση σε νέα προϊόντα και υπηρεσίες, των οποίων οι αναμενόμενες αποδόσεις υπερβαίνουν το κόστος τους. Στη συνέχεια αυτά τα όργανα (περιουσιακά στοιχεία και νέα προϊόντα) χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση σχεδίων, τα οποία εμπερικλείουν πλεονεκτήματα, φορολογικά ή άλλα, και για την ανάληψη μιας μερισματικής πολιτικής που να έχει νόημα για τους μετόχους.

Αξία δημιουργείται όταν η διοίκηση της επιχείρησης κάνει για τους μετόχους κάτι που αυτοί δεν μπορούν να κάνουν μόνοι τους. Αυτό συμβαίνει γιατί είναι πολύ πιθανόν η επιχείρηση να είναι σε μια κλειστή, εξειδικευμένων προϊόντων, αγορά (niche), σε έναν ελκυστικό κλάδο και αυτό της επιτρέπει να έχει πλεονάζουσες αποδόσεις, μεγαλύτερες από αυτές που απαιτούνται από τις χρηματοοικονομικές αγορές για τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Ο χρηματοοικονομικός μάνατζερ έχει τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί ατέλειες των χρηματοοικονομικών αγορών και να αποκτήσει κεφάλαιο με ευνοϊκούς όρους. Αν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι υψηλής αποδοτικότητας, όπως είναι σε πολλές χώρες, θα ήταν αναμενόμενο οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να ανοίγουν μεγαλύτερο δρόμο για την δημιουργία αξίας από ότι οι μέτοχοι μεμονωμένα. Οι περισσότεροι μέτοχοι δεν είναι ικανοί να αναπτύξουν προϊόντα από μόνοι τους, επομένως η δημιουργία αξίας είναι πιθανή όταν γίνεται από τους μάνατζερ. Κάτι τέτοιο δεν ισχύει με τη διαφοροποίηση, όπου οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν τις ασφάλειες που κρατούν. Επομένως, η διαφοροποίηση από μια εταιρεία δεν είναι πιθανόν να δημιουργήσει μεγάλη, αν δημιουργήσει, αξία.

Μεγιστοποίηση κέρδους και δημιουργία αξίας

Συχνά, η μεγιστοποίηση των κερδών θεωρείται ως ο κατάλληλος στόχος για την επιχείρηση, αλλά δεν είναι τόσο περιεκτικός όσο η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Είναι γεγονός ότι τα συνολικά κέρδη δεν είναι τόσο σημαντικά όσο τα κέρδη ανά μετοχή. Όμως ακόμη και η μεγιστοποίηση των κερδών ανά μετοχή δεν είναι πλήρως αντιπροσωπευτική, καθώς δεν υπολογίζεται ο χρονισμός ή η διάρκεια των αναμενόμενων αποδόσεων. Επιπλέον, τα κέρδη ανά μετοχή βασίζονται σε λογιστικά κέρδη. Αν και αυτά είναι σημαντικά, πολλοί πιστεύουν ότι οι λειτουργικές ταμιακές ροές έχουν μεγαλύτερη σημασία.

Στα μειονεκτήματα του στόχου της μεγιστοποίησης των κερδών ανά μετοχή εντάσσεται το γεγονός ότι δεν λαμβάνεται υπ' όψιν ο κίνδυνος ή η αβεβαιότητα του μελλοντικού ρεύματος κερδών. Μερικά σχέδια επενδύσεων είναι πολύ πιο επικίνδυνα από άλλα. Σε περίπτωση που ένα τέτοιο σχέδιο αναληφθεί από την επιχείρηση, το μελλοντικό ρεύμα κερδών ανά μετοχή θα είναι πολύ πιο αβέβαιο από ότι θα ήταν αν το επενδυτικό σχέδιο δεν περιελάμβανε κίνδυνο. Επιπλέον, αν μια εταιρεία θα είναι περισσότερο ή λιγότερο

υποκείμενη σε κίνδυνο, εξαρτάται από το ποσό χρέους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια στην κεφαλαιακή της δομή. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι ένας ακόμη παράγοντας αβεβαιότητας στη σκέψη των επενδυτών, όταν κρίνουν την εταιρεία στην αγορά. Τέλος, ο στόχος των κερδών ανά μετοχή δεν λαμβάνει καθόλου υπ' όψιν του αν η εταιρεία πληρώνει ή όχι μέρισμα. Για τους λόγους αυτούς ο στόχος της μεγιστοποίησης των κερδών ανά μετοχή συνήθως δεν είναι ίδιος με την μεγιστοποίηση της αγοραίας τιμής ανά μετοχή. Η αγοραία τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης αντιπροσωπεύει την αξία, που οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν ότι έχει η επιχείρηση.

Ένας κανονιστικός στόχος

Καθώς η αρχή της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων αποτελεί έναν λογικό οδηγό για την διοίκηση μιας επιχείρησης και για την αποτελεσματική κατανομή πόρων στην κοινωνία, χρησιμοποιείται ως ο αντικειμενικός στόχος για τον τρόπο με τον οποίο θα έπρεπε να λαμβάνονται οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Σκοπός των κεφαλαιακών αγορών είναι η αποτελεσματική κατανομή των αποταμιεύσεων σε μια οικονομία, από τους βασικούς αποταμιευτές μέχρι τους βασικούς χρήστες κεφαλαίων, που επενδύουν σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία. Αν οι αποταμιεύσεις πρόκειται να δικτυωθούν με τις πιο υποσχόμενες επενδυτικές ευκαιρίες, ένα λογικό οικονομικό κριτήριο θα πρέπει να διέπει τη ροή τους. Η κατανομή των αποταμιεύσεων σε μια οικονομία γίνεται βάσει των αναμενόμενων αποδόσεων και του κινδύνου. Η αγοραία αξία της μετοχής μιας εταιρείας, ενσωματώνοντας και τους δύο αυτούς παράγοντες, αντανakλά τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης. Αν οι αποφάσεις παίρνονται με γνώμονα την επιρροή που θα έχουν στην αγοραία αξία της τιμής της μετοχής, η επιχείρηση θα χρησιμοποιήσει κεφάλαιο μόνο όταν οι επενδυτικές της ευκαιρίες θα δικαιολογούν τη χρήση αυτού σε όλη την οικονομία. Κάθε άλλος στόχος μπορεί να συντελέσει σε μη άριστη κατανομή κεφαλαίων και επομένως να οδηγήσει σε όχι άριστο σχηματισμό κεφαλαίου και μεγέθυνση της οικονομίας.

1.5 Χρηματοοικονομικές λειτουργίες

Οι χρηματοοικονομικές λειτουργίες περιλαμβάνουν τρεις βασικές αποφάσεις, που μια εταιρεία πρέπει να λάβει: την επενδυτική απόφαση, την χρηματοοικονομική και την απόφαση απόδοσης κερδών. Καθεμία πρέπει να εξετάζεται βάσει του αντικειμενικού σκοπού της επιχείρησης για μεγιστοποίηση της αξίας. Ένας άριστος συνδυασμός και των τριών αποφάσεων μπορεί να δημιουργήσει αξία.

Επενδυτικές αποφάσεις

Οι επενδυτικές αποφάσεις είναι οι πιο σημαντικές από τις τρεις αποφάσεις όταν πρόκειται για την δημιουργία αξίας. Κεφαλαιακή επένδυση είναι η κατανομή κεφαλαίου σε επενδυτικές προτάσεις, των οποίων τα οφέλη θα πραγματοποιηθούν μελλοντικά. Επειδή τα μελλοντικά οφέλη δεν είναι γνωστά με βεβαιότητα, οι επενδυτικές προτάσεις εμπεριέχουν κίνδυνο. Συνεπώς, πρέπει να αξιολογούνται σε σχέση με την αναμενόμενη τους απόδοση και τον κίνδυνο, καθώς αυτοί είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την αξιολόγηση της εταιρείας στην αγορά. Μια άλλη απόφαση που περιλαμβάνεται στην επενδυτική είναι η απόφαση για ανακατανομή κεφαλαίου, όταν ένα περιουσιακό στοιχείο δεν δικαιολογεί πλέον οικονομικά το κεφάλαιο που είναι δεσμευμένο σε αυτό. Η επενδυτική απόφαση, κατόπιν, καθορίζει το συνολικό ποσό των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται από την επιχείρηση, την σύνθεσή τους και τον συνδυασμό του επιχειρηματικού κινδύνου για την επιχείρηση, όπως τον αντιλαμβάνονται οι προμηθευτές κεφαλαίου. Στο θεωρητικό κομμάτι, απαραίτητη για την επενδυτική απόφαση είναι η χρήση ενός κριτηρίου αποδοχής ή καλύτερα ενός ποσοστού απόδοσης.

Εκτός από τις νέες επενδύσεις, μια επιχείρηση πρέπει να διαχειριστεί αποτελεσματικά και τα υπάρχοντα σε αυτήν περιουσιακά στοιχεία. Τα επίπεδα λειτουργικής υπευθυνότητας των χρηματοοικονομικών διοικήσεων, για τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, ποικίλουν. Ασχολούνται περισσότερο με την διοίκηση των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων παρά με των σταθερών. Ο καθορισμός ενός κατάλληλου επιπέδου ρευστότητας αποτελεί μέρος των αρμοδιοτήτων της διοίκησης και πρέπει να γίνεται με γνώμονα την γενικότερη αξιολόγηση της εταιρείας. Αν και η λειτουργική υπευθυνότητα, που έχουν οι χρηματοοικονομικές διοικήσεις για τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία και τα αποθεματικά είναι από μικρή έως ανύπαρκτη, έχουν

βασικό ρόλο στην κατανομή του κεφαλαίου σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία εφόσον αρμοδιότητά τους είναι η επένδυση του κεφαλαίου.

Χρηματοδοτικές αποφάσεις

Οι χρηματοδοτικές αποφάσεις είναι η δεύτερη βασική απόφαση για τις επιχειρήσεις. Ο χρηματοοικονομικός μάνατζερ ασχολείται με τον καθορισμό της καλύτερης δυνατής χρηματοδοτικής σύνθεσης ή της κεφαλαιακής δομής. Αν μια εταιρεία μπορεί να αλλάξει την συνολική της αξιολόγηση μεταβάλλοντας την κεφαλαιακή της δομή, τότε δημιουργείται μια άριστη χρηματοδοτική σύνθεση, στην οποία η αγοραία τιμή ανά μετοχή μεγιστοποιείται.

Αποφάσεις απόδοσης κερδών

Η τρίτη σημαντική απόφαση μιας επιχείρησης είναι οι αποφάσεις απόδοσης κερδών και αφορά στο ποσό των ρευστών που διανέμονται στους μετόχους. Οι μέθοδοι διανομής είναι δύο, τα μερίσματα σε ρευστό και η επαναγορά μετοχών. Η μερισματική πολιτική περιλαμβάνει το ποσοστό των κερδών που πηγαίνει στους μετόχους με την μορφή ρευστών μερισμάτων, την σταθερότητα των απόλυτων μερισμάτων γύρω από μια τάση, τα μερίσματα σε μετοχές και την διάσπαση μετοχών (stock splits). Η επαναγορά μετοχών επιτρέπει τη διανομή μεγάλου ποσού ρευστών χωρίς φορολογικές συνέπειες για αυτούς που επιλέγουν να συνεχίσουν να έχουν τις μετοχές τους. Το μερισματικό ποσοστό απόδοσης και ο αριθμός των μετοχών που επαναγοράζονται, καθορίζουν το ποσό των κερδών που διατηρείται από σε μια επιχείρηση και πρέπει να αξιολογηθεί υπό το φως του αντικειμενικού στόχου της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Η αξία, αν υπάρχει, για τους επενδυτές από αυτές τις πράξεις, πρέπει να αντισταθμιστεί με το κόστος ευκαιρίας των διακρατούμενων κερδών ως μέσο χρηματοδότησης μέσω ιδίων κεφαλαίων. Και τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών αποτελούν σημαντική χρηματοοικονομική σηματοδότηση στην αγορά, η οποία διαρκώς προσπαθεί να προσδιορίσει την μελλοντική κερδοφορία και τον κίνδυνο μιας επιχείρησης με μετοχές που διαπραγματεύονται ανοιχτά στην αγορά.

1.6 Πολιτικές μερισμάτων

Στο σημείο αυτό παρουσιάζεται η διαδικασία ανακοίνωσης μερισμάτων. Έτσι, στα επόμενα κεφάλαια θα υπάρχει μια πιο εμπειριστατωμένη άποψη σχετικά τις ενέργειες της διοίκησης μιας επιχείρησης. Οι πολιτικές μερισμάτων που συνήθως ακολουθούνται στην πράξη είναι το σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, το χαμηλό τακτικό μέρισμα συν το έκτακτο και η υπολειμματική πολιτική, οι οποίες αναλύονται στη συνέχεια.

Σταθερό ποσό ανά μετοχή

Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή διατηρεί τα μερίσματα αμετάβλητα για μία μεγάλη χρονική περίοδο. Στις ΗΠΑ, στο παρελθόν, πολλές εταιρείες καθόριζαν ένα ορισμένο ετήσιο μέρισμα ανά μετοχή και στη συνέχεια διατηρούσαν το μέρισμα αυτό για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Οι εταιρείες αποφάσιζαν αύξηση του ετήσιου μερίσματος μόνο αν ήταν βέβαιο ότι τα μελλοντικά κέρδη θα ήταν αρκετά υψηλά για να επιτρέψουν την καταβολή του νέου μερίσματος. Συνέπεια αυτής της πολιτικής ήταν ο κανόνας «ποτέ μη μειώνετε τα μερίσματα».

Πρόσφατα ορισμένες εταιρείες μετακινήθηκαν σε μία πολιτική μερισμάτων, η οποία προβλέπει αύξηση των ετήσιων μερισμάτων κατά ένα σταθερό ποσοστό. Η εταιρεία υιοθετεί ένα ποσοστό αύξησης των μερισμάτων και προσπαθεί να αυξάνει τα μερίσματα κατά το ποσοστό αυτό κάθε χρόνο. Οπωσδήποτε, η πολιτική αυτή προϋποθέτει αύξηση των κερδών με ένα σταθερό ρυθμό, αλλά όπου η εφαρμογή της είναι δυνατή παρέχει ένα προβλέψιμο εισόδημα.

Παρόλο που μέχρι τώρα δεν έχει υπάρξει μια εμπειριστατωμένη άποψη, υπάρχουν τρεις λόγοι, οι οποίοι συνηγορούν ότι η πολιτική μερισμάτων συνεπάγεται υψηλότερες τιμές για τις μετοχές. Πρώτον, οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα γιατί έχουν μικρότερο κίνδυνο (μεγαλύτερη πιθανότητα να εισπραχθούν) σε σύγκριση με τα κυμαινόμενα μερίσματα. Μια εταιρεία που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων, έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που έχει μια εταιρεία που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία που διανέμει σταθερό μέρισμα έχει μικρότερη απαιτούμενη απόδοση από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Δεύτερον, τα μερίσματα αποτελούν τη μοναδική πηγή εισοδήματος για πολλούς επενδυτές. Οι επενδυτές αυτοί προτιμούν να

πληρώσουν ένα πρόσθετο ποσό για μια μετοχή με εξασφαλισμένο ένα ελάχιστο μέρισμα, παρά για μια μετοχή με μέρισμα με διακυμάνσεις. Τρίτον, οι εταιρείες έχουν συμφέρον να υπαχθούν στους καταλόγους νομίμων επενδύσεων (legal lists). Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ οι κατάλογοι νόμιμων επενδύσεων περιέχουν χρεόγραφα, στα οποία επιτρέπεται να επενδύσουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες 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 μιας πολιτικής σταθερών μερισμάτων.

Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών

Πολύ λίγες εταιρείες ακολουθούν πολιτική διανομής σταθερού ποσοστού των κερδών. Η εφαρμογή της πολιτικής αυτής καταλήγει αναγκαστικά σε κυμαινόμενο χρηματικό ποσό μερισμάτων, επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Η πολιτική αυτή δεν είναι πιθανόν να καταλήξει σε μεγιστοποίηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών της εταιρείας.

Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν Έκτακτο

Η πολιτική αυτή αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των δύο προηγούμενων πολιτικών. Προσφέρει ευελιξία στην εταιρεία, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της εταιρείας είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως είναι η καλύτερη.

Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων

Το σημείο εκκίνησης της πολιτικής αυτής είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση των κερδών στην εταιρεία αντί της διανομής των κερδών, αν η αποδοτικότητα των επανεπενδυόμενων κερδών είναι μεγαλύτερη από εκείνη που οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν σε άλλες επενδύσεις, με τον ίδιο κίνδυνο.

1.7 Διαδικασία πληρωμής μερισμάτων

Στις ΗΠΑ τα μερίσματα καταβάλλονται συνήθως ανά τρίμηνο. Η διαδικασία πληρωμής μερισμάτων περιλαμβάνει τα ακόλουθα τέσσερα βήματα:

Ημερομηνία αναγγελίας

Την ημερομηνία της αναγγελίας (declaration date), το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας συνεδριάζει και αναγγέλλει τη διανομή τακτικού μερίσματος, εκδίδοντας σχετική ανακοίνωση. Για παράδειγμα, «στις 15 Νοεμβρίου, το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας Α συνεδρίασε και αποφάσισε την καταβολή τακτικού, τριμηνιαίου μερίσματος €0,5 ανά μετοχή, πληρωτέο στους μετόχους που θα είναι καταχωρημένοι στα μητρώα της εταιρείας στις 10 Δεκεμβρίου. Η πληρωμή θα γίνει στις 4 Ιανουαρίου».

Ημερομηνία καταχώρησης

Στο τέλος των εργασιών (10 Δεκεμβρίου σύμφωνα με το παράδειγμα), η εταιρεία κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών και καταρτίζει κατάλογο μετόχων. Η μέρα τέλους των εργασιών καλείται ημερομηνία καταχώρησης. Αν η εταιρεία ενημερωθεί για την πώληση και μεταβίβαση ορισμένων μετοχών πριν από τη λήξη των εργασιών, τότε ο νέος κάτοχος θα εισπράξει το μέρισμα. Αν όμως η ενημέρωση γίνει αργότερα τότε μόνο οι παλιοί μέτοχοι θα εισπράξουν το μέρισμα.

Ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος

Η αγορά έχει θεσπίσει ένα συμβατικό κανόνα που αναφέρει ότι το δικαίωμα για το μέρισμα παραμένει στη μετοχή μέχρι τέσσερις εργάσιμες μέρες πριν από την ημερομηνία καταχώρησης. Την τέταρτη ημέρα πριν από την παραπάνω ημερομηνία, το δικαίωμα για το μέρισμα αποκόπτεται από τις μετοχές. Η ημερομηνία κατά την οποία το δικαίωμα για το μέρισμα αποκόπτεται από τις μετοχές, ονομάζεται ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος.

Ημερομηνία πληρωμής

Την ημέρα που αναφέρει στην ανακοίνωσή της η εταιρεία ότι θα γίνει η πληρωμή (4 Ιανουαρίου στο παράδειγμα), ταχυδρομούνται κανονικά οι επιταγές των μερισμάτων στους καταχωρημένους μετόχους.

1.8 Αποδοτικές χρηματοοικονομικές αγορές

Η έννοια της αποδοτικότητας είναι μεγάλης σημασίας στην χρηματοοικονομική επιστήμη. Ο όρος αποδοτικότητα αρχικά χρησιμοποιείται για να περιγράψει μια αγορά, στην οποία η σχετική πληροφόρηση φαίνεται στην τιμή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Στην υπόθεση των αποδοτικών αγορών γίνεται ο ισχυρισμός ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι «πληροφοριακά αποδοτικές» ή ότι οι τιμές των εμπορευόμενων περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές και ομολογίες, αντανακλούν όλη τη γνωστή πληροφόρηση και επομένως δεν είναι στρεβλωμένες, με την έννοια ότι αντανακλούν τις συνολικές πεποιθήσεις όλων των επενδυτών σε σχέση με τις μελλοντικές προοπτικές. Με άλλα λόγια, αποδοτικότητα στην αγορά σημαίνει ότι η αγοραία τιμή μιας ασφάλειας αντιπροσωπεύει την ομοφωνία της αγοράς σχετικά με την εκτίμηση της αξίας αυτής της ασφάλειας. Αν η αγορά είναι αποδοτική, χρησιμοποιεί όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση για τον καθορισμό μιας τιμής. Οι επενδυτές, που επιλέγουν να αγοράσουν μια ασφάλεια, το κάνουν επειδή βάσει της πληροφόρησης που έχουν πιστεύουν ότι η ασφάλεια αυτή αξίζει τουλάχιστον όσο είναι η τρέχουσα αγοραία της τιμή. Αυτοί που δεν αγοράζουν τη μετοχή, ερμηνεύουν την πληροφόρηση τους ως χαμηλότερης αξιοπιστίας.¹

Αποδοτική χρηματοοικονομική αγορά υφίσταται όταν οι τιμές των ασφαλειών αντανακλούν όλη τη διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση για την οικονομία, τις χρηματοοικονομικές αγορές και την συγκεκριμένη επιχείρηση που εμπλέκεται. Η συνέπεια είναι ότι οι τιμές των ατομικών ασφαλειών στην αγορά, προσαρμόζονται πολύ γρήγορα στη νέα πληροφόρηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι τιμές των ασφαλειών να κυμαίνονται τυχαία γύρω από τις «εσωτερικές» τους τιμές (intrinsic values). Καινούρια πληροφόρηση, μπορεί να συντελέσει σε αλλαγή της εσωτερικής τιμής μιας ασφάλειας,

¹ Η υπόθεση αποδοτικών αγορών δηλώνει ότι δεν είναι δυνατό να ξεπερνά κανείς διαρκώς την απόδοση της αγοράς χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία η αγορά ήδη ξέρει, παρά μόνο τυχαία. Η πληροφόρηση στην υπόθεση αποδοτικών αγορών ορίζεται ως κάτι, το οποίο μπορεί να επηρεάσει τις τιμές, δεν είναι γνωστό στο παρόν και τυχαία εμφανίζεται στο μέλλον.

αλλά οι επακόλουθες αλλαγές της τιμής της ασφάλειας θα ακολουθήσουν τον κανόνα του τυχαίου περιπάτου (οι αλλαγές της τιμής δεν θα γίνουν δηλαδή βάσει κάποιου συγκεκριμένου σχεδίου). Η ιστορία στην αγορά μετοχών δεν είναι επαναλαμβανόμενη ή χρήσιμη. Αυτό σημαίνει ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι παρελθούσες τιμές των ασφαλειών για την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών, με τέτοιο τρόπο ώστε κατά μέσο όρο να υπάρξει κέρδος. Επιπλέον, στενή παρατήρηση και μεγάλη προσοχή σε νέες κυκλοφορίες μετοχών δεν ωφελεί σε τίποτα, καθώς τη στιγμή που είναι δυνατό να δράσει κανείς, οι προσαρμογές στις τιμές των ασφαλειών θα έχουν ήδη γίνει, σύμφωνα με την έννοια της αποδοτικής αγοράς.

Στάδια αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα της αγοράς σημαίνει ότι το μη προεξοφλημένο μέρος της απόδοσης μιας ασφάλειας δεν μπορεί να προβλεφθεί και μετά από έναν επαρκή αριθμό παρατηρήσεων, συστηματικά δεν διαφέρει από το μηδέν. Το μη προεξοφλημένο μέρος είναι απλά η πραγματική απόδοση μειωμένη κατά την αναμενόμενη απόδοση, βάσει στοιχειώδους ανάλυσης (π.χ. την «εσωτερική» της αξία). Ιδωμένο διαφορετικά, είναι το στοιχείο της έκπληξης. Χρησιμοποιώντας τους ορισμούς του Fama, *αδύναμος τύπος αποδοτικότητας της αγοράς* σημαίνει ότι η μη προεξοφλημένη απόδοση δεν συσχετίζεται με προηγούμενες μη προεξοφλημένες αποδόσεις. Η γνώση του παρελθόντος δεν βοηθά στο να κερδίσει κανείς μελλοντικές αποδόσεις. *Ημι-ισχυρός τύπος αποδοτικότητας της αγοράς* σημαίνει ότι δε συσχετίζεται με καμία δημοσίως διαθέσιμη πληροφόρηση. Τέλος, στον *ισχυρό τύπο αποδοτικότητας της αγοράς* η μη προεξοφλημένη απόδοση δεν συσχετίζεται με καμία πληροφόρηση, είτε αυτή είναι δημοσίως διαθέσιμη είτε προέρχεται από μέσα από την επιχείρηση.

Σε ισοροπία, τα στοιχεία δείχνουν ότι η αγορά μετοχών είναι αποδοτική σε λογικά επίπεδα. Οι τιμές των ασφαλειών φαίνεται να αντανakλούν καλά τη διαθέσιμη πληροφόρηση και οι τιμές στην αγορά προσαρμόζονται γρήγορα σε νέα πληροφόρηση. Οι συμμετέχοντες στην αγορά είναι έτοιμοι να αδράξουν κάθε επαναλαμβανόμενο σχέδιο τιμών. Κάνοντας κάτι τέτοιο, οδηγούν τις τιμές της αγοράς σχετικά με την «εσωτερική» αξία μιας ασφάλειας σε έναν τυχαίο περίπατο. Ο μόνος τρόπος που κάποιος μπορεί να έχει σίγουρο κέρδος είναι μέσω πληροφόρησης εκ των έσω. Αν οι τιμές των ασφαλειών εμπερικλείουν όλη τη δυνατή δημόσια πληροφόρηση,

αποτελούν σοβαρή ένδειξη σχετικά με το μέλλον. Σε αποδοτικές αγορές αυτή είναι η καλύτερη περίπτωση στην οποία μπορεί κάποιος να ελπίζει.

Η υπόθεση ότι οι αγορές μετοχών είναι αποδοτικές θα είναι αληθής μόνο αν ένας επαρκώς μεγάλος αριθμός επενδυτών, δυσπιστήσουν σε αυτή την αποδοτικότητα και συμπεριφερθούν αναλόγως. Με άλλα λόγια, η θεωρία απαιτεί να υπάρχει επαρκώς μεγάλος αριθμός συμμετεχόντων στην αγορά, οι οποίοι στην προσπάθειά τους να έχουν κέρδος, λαμβάνουν και αναλύουν γρήγορα όλη την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στο κοινό και αφορά στις επιχειρήσεις που τους ενδιαφέρουν. Αν αυτή η εύλογη προσπάθεια, που είναι αφιερωμένη στη συγκέντρωση στοιχείων και την αξιολόγηση σταματήσει, οι χρηματοοικονομικές αγορές θα γίνουν λιγότερο αποδοτικές.

1.9 Κόστος κεφαλαίου

Η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου είναι ιδιαίτερα σημαντική για δύο τουλάχιστον λόγους. Πρώτον, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μιας επιχείρησης απαιτεί την ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου της. Για να ελαχιστοποιηθεί όμως το κόστος κεφαλαίου της θα πρέπει να είναι δυνατή η εκτίμησή του. Δεύτερον, για την αξιολόγηση των διάφορων επενδυτικών προγραμμάτων μιας επιχείρησης, θα πρέπει προηγουμένως να έχει εκτιμηθεί το κόστος κεφαλαίου της.

Τα κεφάλαια μιας επιχείρησης αντιπροσωπεύουν τα χρηματικά ποσά, τα οποία χρησιμοποιεί η επιχείρηση αυτή για να χρηματοδοτήσει τα ενεργητικά της στοιχεία, καθώς επίσης και τις διάφορες δραστηριότητές της. Τα ενεργητικά στοιχεία πρέπει να χρηματοδοτηθούν από κάποιες πηγές, οι οποίες εμφανίζονται στο παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης. Άρα, τα κεφάλαια μιας επιχείρησης αντιπροσωπεύουν το σύνολο του παθητικού της και περιλαμβάνουν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (δηλαδή τα ξένα κεφάλαια), καθώς επίσης και ίδια κεφάλαια (δηλαδή το μετοχικό κεφάλαιο και τα διάφορα αποθεματικά). Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αναφέρεται στο κόστος που έχουν οι πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Ο ορισμός λέει ότι το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν όλοι οι επενδυτές της επιχείρησης (μέτοχοι και δανειστές). Το

κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων είναι η απόδοση της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης η οποία είναι διαθέσιμη. Με άλλα λόγια, το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων είναι η υψηλότερη απόδοση, την οποία μπορεί να επιτύχει κάποιος επενδυτής, αν δεν επενδύσει τα χρήματά του σε κάποιο συγκεκριμένο πρόγραμμα. Επομένως, η απόδοση την οποία θα πρέπει να έχει ένα επενδυτικό πρόγραμμα της επιχείρησης, θα πρέπει να είναι ίση με την απόδοση την οποία προσφέρουν άλλα προγράμματα, τα οποία ενέχουν τον ίδιο κίνδυνο. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές θα είναι ικανοποιημένοι, καθώς θα απολαμβάνουν την απόδοση την οποία απαιτούν από τις επενδύσεις τους. Δηλαδή, το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση την οποία πρέπει να αποκομίζει η επιχείρηση από τις επενδύσεις της, έτσι ώστε οι επενδυτές της να κερδίζουν την απαιτούμενη από αυτούς απόδοση. Εάν μια επιχείρηση αποδεχτεί ένα επενδυτικό πρόγραμμα με εσωτερικό βαθμό απόδοσης, ο οποίος υπερβαίνει το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση του συγκεκριμένου προγράμματος, το πλεόνασμα, το οποίο απομένει μετά την αποπληρωμή των κεφαλαίων αυτών, το καρπώνονται οι μέτοχοι της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, η αποδοχή ενός προγράμματος, του οποίου ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου, αυξάνει τη χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης και επομένως και τον πλούτο των μετόχων της. Αντιθέτως, εάν μια επιχείρηση αποδεχτεί ένα επενδυτικό πρόγραμμα, το οποίο προσφέρει απόδοση ίση με το κόστος κεφαλαίου της, τότε θα πρέπει να αναμένεται η τιμή της μετοχής της επιχείρησης να παραμένει αμετάβλητη. Επομένως, το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση μιας επένδυσης, η οποία αφήνει την τιμή της μετοχής της επιχείρησης αμετάβλητη. Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αποτελεί την ελάχιστη απόδοση, την οποία θα πρέπει να έχουν τα επενδυτικά προγράμματα για να γίνουν αποδεκτά.

Κόστος πηγών χρηματοδότησης

Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός πηγών χρηματοδότησης, τις οποίες χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να χρηματοδοτήσουν τα διάφορα επενδυτικά τους προγράμματα. Οι πιο συνηθισμένες πηγές χρηματοδότησης είναι τα δανειακά κεφάλαια (χρέος) και οι κοινές μετοχές. Ο υπολογισμός του κόστους της κάθε πηγής χρηματοδότησης βασίζεται στην εξής λογική: η κάθε επιχείρηση εκδίδει διάφορα αξιόγραφα (ομολογίες, κοινές μετοχές, κλπ.), τα οποία πουλά στους επενδυτές, με σκοπό να αντλήσει κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της. Οι επενδυτές απαιτούν να

έχουν μια συγκεκριμένη απόδοση από την καθεμία από αυτές τις επενδύσεις για να την αποδεχτούν. Η απόδοση αυτή διαφέρει αναλόγως του είδους της επένδυσης (π.χ. ομολογίες, κοινές μετοχές κλπ.). Η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν την κάθε επένδυση, αποτελεί το κόστος της συγκεκριμένης επένδυσης για την επιχείρηση. Κατά συνέπεια, το κόστος της καθεμίας από αυτές τις επενδύσεις (οι οποίες αποτελούν πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης) θα πρέπει να ισούται με την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για καθεμία από αυτές για να τις αποδεχτούν. Η επιχείρηση δεν μπορεί να προσφέρει μικρότερες αποδόσεις από αυτές που απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν τα αξιόγραφα της, διότι τότε δεν θα μπορέσει να τα διαθέσει. Βέβαια, η επιχείρηση δεν πρόκειται να προσφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές που απαιτούν οι επενδυτές, καθώς αυτή η ενέργεια θα αποτελούσε μη ορθολογική συμπεριφορά (θα αυξανόταν το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης). Άρα, ο αντικειμενικός σκοπός του καθορισμού του κόστους της κάθε πηγής χρηματοδότησης, είναι να βρεθεί η απόδοση την οποία απαιτούν οι επενδυτές για καθένα από αυτά τα αξιόγραφα.

1.10 Κίνδυνος

Ένα επενδυτικό πρόγραμμα θεωρείται ότι είναι απαλλαγμένο από κίνδυνο όταν οι πρόσθετες ταμειακές ροές, οι οποίες θα προκύψουν από την αποδοχή του, είναι βέβαιες. Για παράδειγμα, οι επενδυτές θεωρούν ότι τα έντοκα γραμμάτια είναι μια επένδυση χωρίς κίνδυνο, γιατί οι αποδόσεις τους είναι βέβαιες και εγγυημένες. Στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου όμως, δεν υπάρχουν επενδυτικά προγράμματα χωρίς κίνδυνο. Οι μελλοντικές πρόσθετες ταμειακές τους ροές μπορούν να αυξηθούν ή να μειωθούν, καθώς εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες (μεταβολή μεριδίου αγοράς, μεταβολή κόστους πωλήσεων, κλπ.). Γι' αυτό τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων είναι υποχρεωμένα να επιλέγουν επενδυτικά προγράμματα κάτω από συνθήκες κινδύνου.

Ο κίνδυνος θα μπορούσε να ορισθεί ως η πιθανότητα το πραγματικό αποτέλεσμα από μια επένδυση να διαφέρει από το αναμενόμενο. Γενικά, όσο περισσότερα είναι τα πιθανά αποτελέσματα από μια επένδυση, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος ο οποίος ενέχεται σε αυτήν. Εάν δεν υπάρχει διασπορά των δυνατικών αποτελεσμάτων γύρω από το αναμενόμενο, δεν υπάρχει και κίνδυνος. Επομένως, με μεγαλύτερη σαφήνεια, κίνδυνος είναι η μεταβλητότητα των δυνατικών αποτελεσμάτων γύρω από

την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο. Ένα από τα πιο δημοφιλή μέτρα της διασποράς των δυνητικών αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους είναι η τυπική απόκλιση ή μέση απόκλιση τετραγώνου. Κατά συνέπεια, η τυπική απόκλιση είναι ένα μέτρο του συνολικού κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου, ενός επενδυτικού προγράμματος ή ενός χαρτοφυλακίου.

Όταν μια επιχείρηση ή ένας επενδυτής κάνει μια επένδυση αναμένει να αποκομίσει κάποια απόδοση. Η απόδοση αυτή είναι πιθανόν να πραγματοποιηθεί, όπως είναι πιθανόν να πραγματοποιηθεί και κάποια άλλη. Και αυτό, φυσικά, ισχύει εφόσον δεν μπορεί να προβλεφθεί το μέλλον. Για να αντεπεξέλθουν στην αβεβαιότητα αυτή, οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές θα πρέπει να προσδιορίσουν ένα σύνολο πιθανών αποδόσεων, το οποίο μπορεί να λάβουν από την κάθε επένδυσή τους. Στη συνέχεια, για κάθε δυνητική απόδοση οι επιχειρήσεις ή οι επενδυτές θα πρέπει να καθορίσουν και μια πιθανότητα να πραγματοποιηθεί αυτή η δυνητική απόδοση. Το αποτέλεσμα όλων αυτών των δυνητικών αποδόσεων μιας επένδυσης, μαζί με τις πιθανότητες που αντιστοιχούν στις αποδόσεις αυτές, αποτελεί μια κατανομή πιθανοτήτων των αποδόσεων της επένδυσης. Οι κατανομές αυτές είναι συνήθως υποκειμενικές, καθώς τις περισσότερες φορές βασίζονται σε εκτιμήσεις των επενδυτών.

Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις του τρόπου με τον οποίο ενσωματώνεται ο κίνδυνος στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου. Η πρώτη προσέγγιση είναι η παραδοσιακή και εξετάζει κάθε επενδυτικό πρόγραμμα ξεχωριστά και το αξιολογεί με βάση τον δικό του κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοσή του. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται μεμονωμένος κίνδυνος του επενδυτικού προγράμματος και υποθέτει ότι το εξεταζόμενο επενδυτικό πρόγραμμα είναι το μόνο περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης και ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης δεν κατέχουν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Ο μεμονωμένος κίνδυνος ενός επενδυτικού προγράμματος μετράται από την μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων του προγράμματος αυτού.

Η δεύτερη προσέγγιση βασίζεται στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου και εξετάζει την επίδραση που έχει το επενδυτικό πρόγραμμα είτε στην επιχείρηση που σχεδιάζει να το πραγματοποιήσει είτε στους μετόχους της επιχείρησης αυτής. Πρώτα εξετάζεται η επίδραση που θα έχει το πρόγραμμα στην επιχείρηση, όταν το πρόγραμμα αυτό προστεθεί στο χαρτοφυλάκιό της. Η προσέγγιση αυτή εξετάζει το κίνδυνο και την απόδοση, την οποία έχει το συνολικό χαρτοφυλάκιο επενδυτικών προγραμμάτων μιας επιχείρησης και αξιολογεί το κάθε πρόγραμμα με βάση την επίδραση την οποία θα έχει στον συνολικό κίνδυνο και στη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου της επιχείρησης.

Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται εταιρικός κίνδυνος του επενδυτικού προγράμματος και μετράται από την επίδραση που θα έχει ένα επενδυτικό πρόγραμμα στην αβεβαιότητα των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης, όταν προστεθεί στα άλλα επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης αυτής. Στην περίπτωση αυτή, όμως, δεν λαμβάνεται υπ' όψιν η δυνατότητα διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων που κατέχουν οι μέτοχοι της επιχείρησης. Εάν το επενδυτικό πρόγραμμα εξετασθεί από την πλευρά των μετόχων της επιχείρησης, αυτό που τους ενδιαφέρει είναι η επίδραση που θα έχει το πρόγραμμα στον κίνδυνο των διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων τους. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται αγοραίος κίνδυνος ή κίνδυνος αγοράς του επενδυτικού προγράμματος και μετράται από την επίδραση που θα έχει ένα επενδυτικό πρόγραμμα στον συντελεστή βήτα της επιχείρησης, όταν προστεθεί στα άλλα επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης αυτής.

1.11 Κεφαλαιακή διάρθρωση

Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης ασχολείται με το εάν μια επιχείρηση μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της (ή εναλλακτικά το συνολικό κόστος των κεφαλαίων της), με το να μεταβάλλει τη σύνθεση των πηγών χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί. Τα περισσότερα στελέχη των επιχειρήσεων θεωρούν ότι η αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια έχει σημαντική επίδραση στο συνολικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης και επομένως επηρεάζει την τρέχουσα συνολική της αξία. Οι τόκοι των δανείων μιας επιχείρησης εκπίπτουν του φορολογητέου εισοδήματός της και επομένως το αποτελεσματικό κόστος δανεισμού μιας κερδοφόρας επιχείρησης είναι αρκετά χαμηλό. Άρα, η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Η χρησιμοποίηση όμως δανειακών κεφαλαίων φέρνει αντίθετα αποτελέσματα όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να πραγματοποιηθούν ζημιές και, εάν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της, μπορεί να πτωχεύσει. Κατά συνέπεια, αποφάσεις σχετικές με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που θα πρέπει να χρησιμοποιεί μια επιχείρηση, θα πρέπει να εξισορροπούν τις μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις με τον πρόσθετο κίνδυνο αθέτησης των δανειακών της υποχρεώσεων. Από την άλλη πλευρά, ορισμένοι μελετητές θεωρούν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν επηρεάζει το

συνολικό κόστος κεφαλαίου της και επομένως δεν έχει κάποια επίδραση στην τρέχουσα αξία της επιχείρησης.

Η χρηματοοικονομική διάρθρωση είναι ο συνδυασμός των ξένων (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της (του ενεργητικού της). Από την άλλη πλευρά, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ο συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Κατά συνέπεια, ισχύει η ακόλουθη σχέση: *χρηματοοικονομική διάρθρωση - βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις = κεφαλαιακή διάρθρωση*. Σκοπός της διοίκησης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η εύρεση ενός συνδυασμού των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (π.χ. μακροπρόθεσμα δάνεια, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές), ο οποίος να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης ή εναλλακτικά να ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου της. Ο συνδυασμός αυτός ονομάζεται άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Αξίζει, πάντως, να σημειωθεί ότι η ύπαρξη μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αμφιλεγόμενη.

1.12 Ατελείς κεφαλαιακές αγορές

Σημαντικό ρόλο στις αναλύσεις των υποδειγμάτων σχετικά με τις αποδόσεις των κερδών παίζει η υπόθεση που γίνεται σχετικά με τις αγορές και αν αυτές είναι τέλειες ή ατελείς. Και ενώ οι τέλειες κεφαλαιακές αγορές δεν δημιουργούν προβλήματα στις αναλύσεις, στις ατελείς κεφαλαιακές αγορές η ύπαρξη φορολογίας, κόστους αντιπροσώπευσης, συναλλακτικού κόστους και ασύμμετρης πληροφόρησης τις επηρεάζουν. Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται οι παράγοντες που θεωρείται ότι κάνουν την μερισματική πολιτική σχετική (αντικρούοντας έτσι την πρόταση των Miller-Modigliani). Αυτοί είναι: τα συναλλακτικά κόστη, τα κόστη έκδοσης νέων ασφαλειών και η μη λογική συμπεριφορά των επενδυτών. Οι τριβές αυτές συνήθως δεν λαμβάνουν μεγάλη προσοχή στην χρηματοοικονομική, θεωρητική και εμπειρική, βιβλιογραφία. Πρόσθετα θεωρούνται ως οι σχετικά πιο αδύναμες από τις ατέλειες, ενώ οι πιο ισχυρές είναι οι φόροι, τα κόστη αντιπροσώπευσης και η ασύμμετρη πληροφόρηση.

Συναλλακτικά κόστη

Προφανώς, το συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι και οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι αδιάφοροι όσον αφορά στην επιλογή της μερισματικής πολιτικής είναι σωστό μόνο αν οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν τις ταμιακές ροές που επιθυμούν και τις ιδιοκτησιακές θέσεις, χωρίς κόστη. Παρόλα αυτά, στην πράξη οι συναλλαγές αυτές εμπριέχουν έξοδα στην μορφή μεσιτικών αμοιβών, διαφορές μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης μετοχών κ.ά.. Από τη στιγμή που για τους μετόχους είναι δαπανηρό να πωλούν τις μετοχές για να επιτύχουν τις επιθυμητές ταμιακές ροές, ενώ το να λαμβάνουν μερίσματα δεν είναι, τότε η πληρωμή μερισμάτων από τις επιχειρήσεις μπορεί να είναι ένας αποδοτικός τρόπος για τη διανομή κεφαλαίων στους μετόχους. Αν αυτό ισχύει, τότε μια σχεδιασμένη μερισματική πολιτική, ευαίσθητη στις ανάγκες κατανάλωσης των μετόχων της επιχείρησης, μπορεί να αξιολογηθεί στην αγορά και να συντελέσει στην υψηλότερη τιμή των μετοχών. Η τιμή θα είναι υψηλότερη από την τιμή που θα είχαν οι μετοχές αν η επιχείρηση ακολουθούσε υπολειμματική μερισματική πολιτική.

Μεγάλος αριθμός διάφορων επενδυτών που σχηματίζουν δυνητικές πελατειακές ομάδες για «μερισματική κατανάλωση» μπορεί να υπάρχει στην αγορά. Κάθε πελατειακή ομάδα μπορεί να έχει ένα μοναδικό σύνολο προτιμήσεων για ταμιακές ροές. Από την μια πλευρά, επενδυτές με υψηλό εισόδημα μπορεί να προτιμούν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις, οι οποίες πληρώνουν ένα ελάχιστο ή υπολειμματικό μέρισμα, ώστε να αποφύγουν την φασαρία και τα συναλλακτικά κόστη, που σχετίζονται με την επανεπένδυση των μερισματικών εισπράξεων και τα οποία δεν έχουν άμεση χρήση. Από την άλλη πλευρά, επενδυτές που έχουν συνταξιοδοτηθεί, μπορεί να προτιμούν μια υψηλή και σταθερή ροή εισοδήματος, ως μέσο χρηματοδότησης των καθημερινών τους αναγκών κατανάλωσης και επομένως, να προτιμούν εταιρείες με υψηλά ποσοστά μερισματικής απόδοσης. Για αυτούς τους επενδυτές, οι μεγάλες μερισματικές εισπράξεις τους εξυπηρετούν καθώς αποφεύγουν τα συναλλακτικά κόστη και τις διαδικασίες, που σχετίζονται με τη δημιουργία ταμιακών ροών από τη συνήθη ρευστοποίηση των μετοχών. Επιπλέον, αυτοί οι επενδυτές προτιμούν μια σταθερή μερισματική πολιτική σε σχέση με μια μη σχεδιασμένη μερισματική πολιτική, που ενέχει αστάθεια.

Επιφυλάξεις για τις επιπτώσεις του συναλλακτικού κόστους

Αν και μια σχεδιασμένη μερισματική πολιτική μπορεί να εξοικονομήσει κόστη, τα οποία υφίστανται οι μέτοχοι, αυτή η εξοικονόμηση δεν σημαίνει απαραίτητως ότι μια τέτοια πολιτική βελτιώνει την αξία της μετοχής. Σε μια αγορά, που με εξαίρεση τα συναλλακτικά κόστη είναι τέλεια, ο ανταγωνισμός ανάμεσα στις εταιρείες να πληρώσουν μέρισμα σε συγκεκριμένη πελατειακή ομάδα, που προτιμά τα μερίσματα και επιθυμεί τη μείωση του συναλλακτικού κόστους, μπορεί να οδηγήσει την αξία αυτής της υπηρεσίας στο μηδέν, εφόσον το οριακό κόστος παροχής αυτής της υπηρεσίας είναι μηδενικό. Όταν υπάρχει ταύτιση μεταξύ των μερισματικών πολιτικών των εταιρειών και των αναγκών των επενδυτών σε ρευστό, οι εταιρείες δεν μπορούν να επωφεληθούν ατομικά προσαρμόζοντας την μερισματική τους πολιτική στις ανάγκες συγκεκριμένων πελατειακών ομάδων. Μια πελατειακή ομάδα είναι εξίσου καλή με κάποια άλλη αν, σε ισορροπία, εξυπηρετούνται όλες οι πελατειακές ομάδες. Σε μια τέτοιου είδους τέλεια ταυτόσημη κατάσταση, η συγκεκριμένη μερισματική πολιτική που υιοθετείται από μια εταιρεία δεν επηρεάζει την αξία των μετοχών. Επίσης, πολύ σημαντικό είναι το γεγονός ότι άλλες ατέλειες, όπως η φορολογία, τα κόστη αντιπροσώπευσης και οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μπορεί να υπάρχουν και να υπερισχύουν των επιδράσεων του συναλλακτικού κόστους στα μερίσματα.

Κόστη από την έκδοση νέων ασφαλειών

Ενώ τα συναλλακτικά κόστη, που υφίστανται οι επενδυτές που επιθυμούν μερίσματα για να δημιουργήσουν τις απαραίτητες για αυτούς ταμιακές ροές δικαιολογούν τις υψηλές και σταθερές μερισματικές πληρωμές, για άλλα συναλλακτικά κόστη υπάρχει ο ισχυρισμός ότι η μείωση των μερισματικών πληρωμών είναι άριστη. Συγκεκριμένα, στις επιχειρήσεις δημιουργούνται μεγάλα κόστη από την έκδοση νέων ασφαλειών. Ο Smith (1977) εκτιμά ότι τα συνολικά κόστη από την έκδοση νέων ασφαλειών, που γίνονται από τις τράπεζες εκ μέρους των επιχειρήσεων για την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των τελευταίων, είναι κατά μέσο όρο 6,17% της έκδοσης και ουσιωδώς υψηλότερα για μικρότερες εγγραφές. Η έκδοση ασφαλειών μπορεί να συνεπάγεται και πρόσθετα κόστη. Αν η πληροφόρηση της διοίκησης δείχνει ότι η αγορά υποτιμά την εταιρεία, η πώληση των υποτιμημένων ασφαλειών θα κοστίσει στους υπάρχοντες μετόχους τη διαφορά μεταξύ της εσωτερικής (πραγματικής) αξίας των ασφαλειών και την τιμή πώλησης, που λαμβάνει η εταιρεία. Δοθέντος ότι οι εταιρείες που εκδίδουν ασφάλειες

υφίστανται κόστη, οι εταιρείες που χρηματοδοτούν τις ανάγκες σε ρευστό αποφεύγοντας ή μειώνοντας τις πληρωμές μερισμάτων, δεν υφίστανται τέτοιου είδους έξοδα. Επομένως, για τις εταιρείες που χρειάζονται κεφάλαια (π.χ. για την χρηματοδότηση ελκυστικών επενδυτικών ευκαιριών) η υιοθέτηση μιας υπολειμματικής πολιτικής μπορεί να είναι άριστη.

Μη λογική συμπεριφορά των επενδυτών

Ορισμένοι ισχυρίζονται ότι οι επενδυτές προτιμούν μια σχεδιασμένη μερισματική πολιτική, ώστε να υπάρχει πειθαρχία στις επενδυτικές και καταναλωτικές τους αποφάσεις. Το σημείο εκκίνησης για αυτόν τον ισχυρισμό είναι η αντίληψη ότι οι επενδυτές ατομικά είναι πιο διορατικοί στον σχεδιασμό τους και μυωπικοί στις πράξεις τους. Αντιστοίχως, οι επενδυτές τυποποιούν λογικά μακροπρόθεσμα επενδυτικά προγράμματα, αλλά έχουν πρόβλημα στην εφαρμογή τους βραχυχρόνια. Για αυτούς τους επενδυτές κεφαλαιακά κέρδη και μερίσματα δεν αποτελούν τέλεια υποκατάστατα ακόμη και αν η παρούσα αξία του τελικού ποσού που λαμβάνουν είναι ισοδύναμη. Η χρηματοδότηση των καθημερινών εξόδων από μια σταθερή μερισματική ροή, μπορεί ψυχολογικά να είναι πιο αποτελεσματικό από το να ακολουθούν σχέδια που έχουν δημιουργήσει οι ίδιοι. Ο ισχυρισμός είναι ότι η μορφή της ταμιακής ροής που λαμβάνουν οι ιδιώτες επενδυτές είναι πιο σημαντική από την ουσία της. Αυτή η προτίμηση για πειθαρχία δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, μέσω υιοθέτησης κάποια μερισματικής πολιτικής.

1.13 Ανακεφαλαίωση

Από τον ορισμό της, επιχείρηση είναι μια οργάνωση που συνδυάζει και οργανώνει πόρους για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών προς πώληση. Όπως φαίνεται, από την ανάλυση που έγινε στο κεφάλαιο, κύριος στόχος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της και κατά συνέπεια η αύξηση του πλούτου των μετόχων, που επιτυγχάνεται με την αύξηση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης. Η διοίκηση της επιχείρησης καλείται να πάρει αποφάσεις, οι οποίες θα δημιουργήσουν αξία για την επιχείρηση. Οι αποφάσεις αυτές είναι επενδυτικές, χρηματοοικονομικές και αποφάσεις απόδοσης των κερδών. Οι τελευταίες αναφέρονται στην απόφαση της επιχείρησης για

διανομή μερίσματος ή επαναγορά μετοχών που είναι και το θέμα της εργασίας. Τα είδη μερισματικής πολιτικής είναι το σταθερό ποσό ανά μετοχή, όπου η επιχείρηση διατηρεί τα μερίσματα αμετάβλητα για μία μεγάλη χρονική περίοδο. Το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, το χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο και η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων.

Όταν γίνεται αναφορά σε αποδοτικές αγορές, εννοείται ότι η αγοραία τιμή μιας ασφάλειας αντιπροσωπεύει την ομοφωνία της αγοράς σχετικά με την εκτίμηση της αξίας αυτής της ασφάλειας. Αν η αγορά είναι αποδοτική, χρησιμοποιεί όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση για τον καθορισμό μιας τιμής. Σύμφωνα με τους ορισμούς του Fama οι τύποι αποδοτικότητας της αγοράς είναι: ο αδύναμος τύπος, ο ημι-ισχυρός τύπος και ο ισχυρός τύπος αποδοτικότητας της αγοράς. Σε ισορροπία, η αγορά μετοχών είναι αποδοτική σε λογικά πλαίσια. Εκτός όμως από τις αποδοτικές αγορές, καθοριστικό ρόλο για την μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων και την εκτίμηση των επενδυτικών προγραμμάτων μιας επιχείρησης παίζει ο καθορισμός του κόστους κεφαλαίου. Το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αποτελεί την απόδοση μιας επένδυσης, η οποία αφήνει την τιμή της μετοχής της επιχείρησης αμετάβλητη. Αποτελεί δηλαδή, την ελάχιστη απόδοση, την οποία θα πρέπει να έχουν τα επενδυτικά προγράμματα για να γίνουν αποδεκτά. Το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης επηρεάζεται και από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, δηλαδή την αναλογία μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων. Η κεφαλαιακή διάρθρωση δείχνει τον βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρησιμοποιεί μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης, όπως μακροπρόθεσμα δάνεια, κοινές μετοχές, κλπ. Σκοπός της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι η εξεύρεση μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, που να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης.

Όλες οι αποφάσεις, που λαμβάνουν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, θεωρούν δεδομένο τον κίνδυνο που ενέχει η πλειοψηφία των επενδυτικών προγραμμάτων. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μελλοντικές αποδόσεις δεν είναι βέβαιες και εγγυημένες. Ο κίνδυνος μπορεί να εξετάζεται είτε μεμονωμένα για κάθε επενδυτικό σχέδιο, είτε συνολικά μέσω των επιπτώσεων που θα έχει στην επιχείρηση και στους μετόχους της. Στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάστηκαν οι ατελείς κεφαλαιακές αγορές όπως διαμορφώνονται από τις τρεις μικρές τριβές, που είναι τα συναλλακτικά κόστη, τα κόστη έκδοσης νέων ασφαλειών και η μη λογική συμπεριφορά των επενδυτών.

Επιλεγμένη Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Αρτίκης, Γ., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων.», *Interbooks* (2002).

Βασιλείου, Δ. και Ν. Ηρειώτης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική.», *Rosili* (2008).

Καραθανάσης Γ., «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», 3^η έκδοση, *Εκδόσεις Ευγ. Μπένου* (1999).

Ξενόγλωσση

Bodie Z., R. Merton, and D. Ceeton, “Financial Economics. “, 2nd edition, *Prentice Hall* (2007).

Brealey R., S. C. Myers, and F. Allen, “Corporate Finance.”, 8th edition, *McGraw-Hill* (2006).

Dimson, E., and M. Mussavian, “A Brief History of Market Efficiency.”, *European Financial Management 4 no. 1* (1998): 91-193.

Fama, E., “Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance.”, *Journal of Financial Economics 49* (1998): 283-306.

Lease, R., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, and O. Sarig, “Dividend Policy: Its Impact on Firm Value.”, *Harvard Business School Press* (1999).

Salvatore, D., “Managerial Economics in a Global Economy.”, 5th edition, *Thomson South-Western* (2004).

Smith, C., Jr., “Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings.”, *Journal of Financial Economics 5 no. 3* (1977): 273-307.

Van Horne, J., “Financial Management and Policy.”, 12th edition, *Prentice Hall* (2002).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1 Εισαγωγή

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι διοικήσεις ασχολούνται κυρίως με δύο αποφάσεις. Η μία αφορά σε επενδυτικές αποφάσεις και η άλλη σε χρηματοοικονομικές. Οι επενδυτικές αποφάσεις αυξάνουν το ενεργητικό της επιχείρησης και οι χρηματοοικονομικές το παθητικό. Στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις περιλαμβάνεται επίσης και μια δευτερεύουσα απόφαση σχετικά με την μερισματική πολιτική. Αυτή επηρεάζει το ποσοστό ιδίων κεφαλαίων που παρακρατούνται από την επιχείρηση και κατά συνέπεια και την χρηματοοικονομική της δομή. Οι μάνατζερς επιλέγουν πολύ προσεκτικά την μερισματική πολιτική που θα εφαρμόσει η επιχείρηση, καθώς πιστεύουν ότι επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και κατ'επέκταση και τον πλούτο των μετόχων. Κατά τη διάρκεια της διαδικασίας μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, αυτό που απασχολεί την διοίκηση της επιχείρησης είναι ο τρόπος με τον οποίο οι αποφάσεις τους επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, καθώς η τιμή των μετοχών είναι παράγοντας προσδιοριστικός του πλούτου των μετόχων.

Στο κεφάλαιο, γίνεται προσπάθεια να ερμηνευτεί το πως οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής επηρεάζουν την τιμή των μετοχών της επιχείρησης. Μερισματική πολιτική, θεωρητικά, είναι η απόφαση που παίρνει η επιχείρηση μεταξύ του να διανείμει κέρδη ή να τα παρακρατήσει και να προβεί σε επανεπενδύσεις. Η μερισματική πολιτική περιλαμβάνει αποφάσεις, όπως ποιο θα είναι το ύψος του μερίσματος, αν θα είναι σταθερό ή θα μεταβάλλεται, πόσο συχνά θα καταβάλλεται, αν θα είναι σε μετρητά και αν θα πρέπει η επιχείρηση να ανακοινώσει την μερισματική της πολιτική ή όχι. Οι αποφάσεις αυτές λαμβάνονται βάσει της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, το δίλημμα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής είναι αν η επιχείρηση θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της από ίδια κεφάλαια ή υψηλό μέρισμα και χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά.

Ουσιαστικά, η μερισματική πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις της επιχείρησης όσον αφορά την κατανομή κερδών μεταξύ μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους και αποθεματικών που θα παραμείνουν στην εταιρεία.

Στη συνέχεια του κεφαλαίου, γίνεται ιστορική αναδρομή στην οποία φαίνεται με ποιον τρόπο ξεκίνησε η διαδικασία διανομής μερίσματος, πως εξελίχθηκε και πως έφτασε στη σημερινή της μορφή. Έπειτα, μέσα από υποδείγματα γίνεται παρουσίαση των παραγόντων που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική. Αρχικά, παρουσιάζεται η διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής με συμμετρική πληροφόρηση. Αυτή περιλαμβάνει το υπόδειγμα των Miller-Modigliani, και την εξέταση της επίδρασης της φορολογίας μέσα από στατικά και δυναμικά υποδείγματα. Μετά αρχίζει η εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική όταν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση. Περιλαμβάνονται η θεωρία σχετικά με την πληροφόρηση που μπορεί να φέρουν τα μερίσματα για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά (signaling theory), η θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους (agency cost theory) και τέλος η υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ροών.

2.2 Ιστορική αναδρομή της μερισματικής πολιτικής

Κρίνεται σκόπιμο πριν της εις βάθος εξέτασης της μερισματικής πολιτικής να γίνει μια ιστορική αναδρομή που να δείχνει την εξέλιξη της από τις αρχές του 16^{ου} αιώνα μέχρι σήμερα. Οι Frankfurter και Wood (1997) έχουν κάνει την έρευνα για την ιστορία της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, στις αρχές του 16^{ου} αιώνα οι καπετάνιοι των πλοίων που ταξίδευαν, από τη Μεγάλη Βρετανία και την Ολλανδία, άρχισαν να πωλούν σε επενδυτές δικαιώματα από τα χρηματικά οφέλη που θα προέκυπταν από τα ταξίδια. Στο τέλος κάθε ταξιδιού τα κέρδη από την πώληση του εμπορεύματος και των ναυτιλιακών δικαιωμάτων, αν υπήρχαν, διαιρούνταν μεταξύ των συμμετεχόντων, αναλογικά με την συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Στην ουσία, οι διανομές αυτές, ήταν πληρωμές που αποτελούσαν αποτελεσματική ρευστοποίηση των ταξιδιών ή αλλιώς ρευστοποιητικά μερίσματα. Με αυτόν τον τρόπο οι κάτοχοι δικαιωμάτων απέφευγαν πολύπλοκες διαδικασίες, όπως λογιστική στη βάση του δεδουλευμένου. Επιπλέον, η ρευστοποίηση των ταξιδιών συντελούσε στην ελαχιστοποίηση του να κρατούνται βιβλία με ψευδή στοιχεία. Στο τέλος του αιώνα, τα δικαιώματα από τα κέρδη των ταξιδιών άρχισαν να διαπραγματεύονται στην ανοικτή αγορά και αργότερα αντικαταστάθηκαν από την κατοχή μετοχών.

Από την ιστορική αναδρομή παρατηρείται ότι ακόμα και πριν από την ανάπτυξη της σύγχρονης θεωρίας για την κεφαλαιακή αγορά, όπου η επίδραση της διαφοροποίησης στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου μετράται στατιστικά, οι επενδυτές αυτών των ταξιδιών αγόραζαν συχνά μερίδια από περισσότερους καπετάνιους για να διαφοροποιήσουν τον έμφυτο κίνδυνο εκείνων των επιχειρήσεων/ταξιδιών. Επίσης, όπως και στις σύγχρονες επιχειρήσεις, οι επενδυτές παρείχαν το κεφάλαιο, ενώ οι καπετάνιοι την εξειδικευμένη γνώση, π.χ. ναυσιπλοΐα και διοικητικές δεξιότητες.

Με το πέρασμα του χρόνου, όμως, οι ιδιοκτήτες άρχισαν να συνειδητοποιούν ότι η ρευστοποίηση όλων των περιουσιακών στοιχείων στο τέλος κάθε ταξιδιού ήταν αναποτελεσματική, καθώς τα κόστη εκκίνησης και ρευστοποίησης για νέα ταξίδια ήταν σημαντικά. Η επιτυχία της εταιρείας και η επακόλουθη εμπιστοσύνη των μετόχων στη διοίκηση της εταιρείας οδήγησε στην πεποίθηση, μεταξύ των μετόχων, ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης απέναντί τους μπορούσαν να εκπληρωθούν αποκλειστικά μέσω της πληρωμής μεγάλων μερισμάτων. Έτσι άρχισαν να πληρώνονται μερίσματα στο ύψος του 20%, αποκλειστικά από τα κέρδη.

Το γεγονός ότι πλέον οι επιχειρήσεις γίνονταν αντιληπτές ως «συνεχούς ευθύνης» και δεν είχαν συγκεκριμένο χρόνο ζωής, δηλαδή μέχρι το τέλος ενός ταξιδιού, αποτέλεσε αφετηρία για τον καθορισμό της πρώτης νομοθεσίας σχετικά με την πληρωμή μερισμάτων. Οι εταιρείες ναύλωσης των πλοίων έβαλαν περιορισμούς για να γίνεται η πληρωμή μερισμάτων μόνο από τα κέρδη. Το 1700 το βρετανικό κοινοβούλιο, πέρασε δύο κανονισμούς για τη ρύθμιση των μερισματικών πληρωμών, τον κανόνα των κερδών και τον κανόνα της εξασθένησης-μείωσης κεφαλαίων. Ο πρώτος κανόνας σκοπό είχε την προστασία των πιστωτών από de facto ρευστοποιήσεις της εταιρείας προς όφελος των μετόχων. Ο κανόνας μείωσης κεφαλαίων περιόριζε τις μεταφορές από παρακρατηθέντα κέρδη σε μερίσματα και υιοθετήθηκε για να εξασφαλιστεί η συνεχής ύπαρξη της εταιρείας. Η επιτυχία της δομής της ιδιοκτησίας μετοχών εξαπλώθηκε σε πολλές νέες βιομηχανίες αργότερα στον 17^ο αιώνα. Οι βιομηχανίες ήταν εξόρυξης, τραπεζικές, λιανικού εμπορίου και δημόσιες επιχειρήσεις.

Στις ΗΠΑ το πρώτο νομοθέτημα για τα μερίσματα θεσπίστηκε στην Νέα Υόρκη το 1825. Αυτός ο νόμος καθιστούσε παράνομο να πληρώνονται τα μερίσματα εκτός των κερδών. Το 1830 στην Μασαχουσέτη θεσπίστηκε ένας κανόνας αφερεγγυότητας, ο οποίος απαγόρευε τα μερίσματα αν η επιχείρηση ήταν αφερέγγυα ή /και αν η πληρωμή μερισμάτων θα δημιουργούσε αφερεγγυότητα. Μετά τον αμερικανικό εμφύλιο, η

γενικότερη έλλειψη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, συνέβαλλε στο να αρχίσουν οι επενδυτές να αναλύουν το ιστορικό των μερισμάτων κάθε εταιρείας για να ελέγξουν έτσι την αξία της επιχείρησης. Οι αυξήσεις των πληρωμών σε μερίσματα αντικατοπτρίζονταν στις τιμές των μετοχών που ανέβαιναν. Μετά το 1920, οι αμερικανικές εταιρείες άρχισαν να εξομαλύνουν τα μερίσματα που διένειμαν. Αυτό σημαίνει ότι κρατούσαν σταθερό το ποσό των μερισμάτων σε κάθε περίοδο χωρίς να υπάρχουν αυξομειώσεις.

Μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο η μερισματική πολιτική είναι σχεδόν η ίδια με τα ποσοστά απόδοσης να παραμένουν περίπου στο ίδιο επίπεδο. Το 1960, το ποσοστό απόδοσης των επιχειρήσεων ελαφρώς υπερέβη το 60 τοις εκατό. Οι επιχειρήσεις συνέχισαν να εξομαλύνουν τα μερίσματα και αυτή η πρακτική εφαρμόζεται μέχρι σήμερα.

Οι Frankfurter και Wood (1997) τελειώνοντας την έρευνά τους σχετικά με την εξέλιξη των μερισμάτων αναφέρουν: «Συμπεραίνουμε, βασισμένοι σε αυτή την έρευνα, ότι οι μέθοδοι πληρωμής μερισμάτων (ή όπως συχνά αναφέρεται, η μερισματική πολιτική) είναι ένα πολιτισμικό φαινόμενο, που επηρεάζεται από τα έθιμα, τις αξίες, τη νομοθεσία, την κοινή γνώμη, τον τρόπο αντίληψης και την υστερία, τις γενικές οικονομικές συνθήκες και αρκετούς άλλους παράγοντες, που εναλλάσσονται διαρκώς, επηρεάζοντας με διαφορετικό τρόπο κάθε εταιρεία. Συνεπώς, δεν μπορεί να δημιουργηθεί ένα ενιαίο μαθηματικό υπόδειγμα, που να ταιριάζει σε κάθε εταιρεία οποιαδήποτε στιγμή».

2.3 Η πρόταση μη σχετικότητας των Miller- Modigliani

Οι Miller και Modigliani (M&M) (1961) έδειξαν ότι σε τέλειες και ολοκληρωμένες αγορές, η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας δεν επηρεάζει την αξία της (Dividend Irrelevance Proposition). Η βασική πρόταση του ισχυρισμού τους, είναι ότι η αξία της επιχείρησης καθορίζεται επιλέγοντας άριστες επενδύσεις. Η καθαρή απόδοση είναι η διαφορά μεταξύ κερδών και επενδύσεων και είναι απλώς ένας υπολειμματικός όρος. Επειδή η καθαρή απόδοση περιλαμβάνει μερίσματα και εκδόσεις/επαναγορές μετοχών, μια εταιρεία μπορεί να προσαρμόσει τα μερίσματά της σε οποιοδήποτε επίπεδο, με μια αντισταθμιστική αλλαγή στις προνομιούχες μετοχές. Με άλλα λόγια, η διαχείριση πληρωμών μερισμάτων, που ξεπερνούν το υπολειμματικό μέρισμα δεν μπορούν να

αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων. Όλες οι μερισματικές πολιτικές είναι ισοδύναμες. Καμία συγκεκριμένη μερισματική πολιτική δεν μπορεί να αυξήσει τον πλούτο των μετόχων σε σχέση με κάποια εναλλακτική μερισματική πολιτική. Από την πλευρά των επενδυτών, η πρόταση μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής ισχύει, γιατί οποιοδήποτε επιθυμητή ροή πληρωμών μπορεί να αντισταθμιστεί με τις κατάλληλες αγορές και πωλήσεις ιδίων κεφαλαίων. Έτσι, οι επενδυτές δεν πληρώνουν ασφάλιστρο για κάποια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική.

Τα παρακάτω θα βοηθήσουν περισσότερο στη διασαφήνιση του ισχυρισμού. Γίνεται η υπόθεση ότι υπάρχουν τέλει και ολοκληρωμένες κεφαλαιακές αγορές (χωρίς φόρους). Η αξία της εταιρείας στο χρόνο t είναι $V_t =$ παρούσα αξία αποδόσεων.² Για μεγαλύτερη ευκολία στην παρουσίαση, αρχικά θεωρούμε δύο περιόδους, t και $t+1$. Στην περίοδο t η εταιρεία έχει κέρδη στο ταμείο E_t (από προηγούμενη περίοδο) και καλείται να αποφασίσει σχετικά με το επίπεδο της επένδυσης (I_t), το επίπεδο των μερισμάτων (D_t) και το ποσό των μετοχών που θα εκδοθούν (ΔS_t).³

Το επίπεδο των κερδών στην περίοδο $t+1$, που συμβολίζεται $E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1})$, εξαρτάται από το επίπεδο της επένδυσης I_t και από μια τυχαία μεταβλητή Θ_{t+1} . Από τη στιγμή που η καταληκτική ημερομηνία είναι η $t+1$, όλα τα κέρδη πληρώνονται σε αυτή την περίοδο. Οι αγορές είναι ολοκληρωμένες, επομένως $p_t(\Theta_{t+1}) =$ η τιμή της κατανάλωσης την περίοδο t , σε κατάσταση Θ_{t+1} .

Τότε έχουμε:

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d \Theta_{t+1}$$

Η ταυτότητα των πηγών και των χρήσεων των πόρων δείχνει ότι στην τρέχουσα περίοδο t :

$$E_t + \Delta S_t = I_t + D_t$$

Χρησιμοποιώντας αυτό το συμπέρασμα και κάνοντας αντικατάσταση στις τρέχουσες αποδόσεις, $D_t - \Delta S_t$, παίρνουμε:

$$V_t = E_t - I_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d \Theta_{t+1}$$

² Οι αποδόσεις περιλαμβάνουν και μερίσματα και επαναγορές.

³ Ή θα επαναγοραστούν αν το ΔS_t είναι αρνητικό.

Από την τελευταία εξίσωση, αμέσως βλέπουμε το πρώτο σημείο της ανάλυσης των M&M. Εφόσον το E_t είναι δεδομένο, η μοναδική μεταβλητή που επηρεάζει την αξία της επιχείρησης είναι η τρέχουσα επένδυση I_t .

Αν η περίπτωση επεκταθεί σε περισσότερες από δύο περιόδους, θα έχουμε:

$$V_t = E_t - I_t + V_{t+1}$$

όπου

$$V_{t+1} = E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) - I_{t+1} + V_{t+2}$$

και συνεχίζει έτσι διαδοχικά. Από την προέκταση αυτή δείχνεται ότι οι διαδοχικές επενδύσεις I_t, I_{t+1}, \dots είναι οι μόνες σημαντικές για τον καθορισμό της αξίας της επιχείρησης. Η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται κάνοντας την κατάλληλη επιλογή επενδυτικής πολιτικής.

Το δεύτερο σημείο της ανάλυσης των M&M αφορά στην μερισματική πολιτική της επιχείρησης, που σχετίζεται με τον καθορισμό της τιμής του D_t σε κάθε περίοδο. Δεδομένου ότι η επένδυση επιλέγεται για να μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης, η απόδοση στην περίοδο t , $D_t - \Delta S_t$, πρέπει να είναι ίση με τη διαφορά μεταξύ κερδών και επένδυσης, $E_t - I_t$. Παρόλα αυτά το επίπεδο των μερισμάτων, D_t , μπορεί να πάρει οποιαδήποτε τιμή, από τη στιγμή που το επίπεδο της έκδοσης μετοχών, ΔS_t , μπορεί πάντα να ρυθμιστεί ώστε να το αντισταθμίσει. Επακόλουθο είναι ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει καθόλου την αξία της επιχείρησης. Μόνο η επενδυτική πολιτική έχει σημασία.

Η παραπάνω ανάλυση γίνεται με δεδομένο ότι η επιχείρηση χρηματοδοτείται 100% από ίδια κεφάλαια. Μπορεί να προεκταθεί ώστε να συμπεριλάβει χρηματοδότηση από δάνειο. Σε αυτή την περίπτωση η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να χρηματοδοτήσει τα μερίσματα χρησιμοποιώντας και χρέος (δάνειο) και ίδια κεφάλαια. Ο επιπρόσθετος αυτός βαθμός ελευθερίας δεν επηρεάζει το αποτέλεσμα. Όπως για τα μερίσματα που χρηματοδοτούνται από ίδια κεφάλαια, έτσι και για αυτά που χρηματοδοτούνται από χρέος, δεν δημιουργείται επιπρόσθετο χρέος. Αυτό συμβαίνει γιατί πρόκειται για τέλειες και ολοκληρωμένες αγορές και το πόσο του χρέους δεν επηρεάζει την συνολική αξία της επιχείρησης.

Το τρίτο και ίσως πιο σημαντικό σημείο στην ανάλυση των M&M είναι ότι προσδιορίζει τις καταστάσεις στις οποίες η μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης. Αυτό που έχει σημασία, δεν είναι ότι τα μερίσματα είναι πιο «ασφαλή» από τα κεφαλαιακά κέρδη, αλλά ότι μια από τις προϋποθέσεις που διέπουν το παράδειγμα, παραβιάζεται.

Οι τέλειες και ολοκληρωμένες αγορές έχουν τα εξής στοιχεία:

- § Δεν υπάρχουν φόροι
- § Συμμετρική πληροφόρηση
- § Ολοκληρωμένες δυνατότητες συμβολαίων
- § Δεν υπάρχουν συναλλακτικά κόστη
- § Ολοκληρωμένες αγορές.

Είναι εύκολο να διαπιστωθεί η θέση που κατέχει κάθε μια από τις πιο πάνω υποθέσεις. Στην περίπτωση της μη φορολόγησης, δεν είναι σχετικό αν μια εταιρεία πληρώνει μερίσματα ή επαναγοράζει μετοχές. Το σημαντικό είναι η απόδοση στην περίοδο t . Αν τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών φορολογούνται διαφορετικά, τότε αυτό δεν ισχύει.

Η δεύτερη υπόθεση προϋποθέτει ότι όλοι οι συμμετέχοντες, συμπεριλαμβανομένων και των εταιρειών, διαθέτουν την ίδια ακριβώς πληροφόρηση. Στην πράξη κάτι τέτοιο σπανίως γίνεται. Οι μάνατζερ είναι μέσα στην επιχείρηση και είναι πιθανόν να ξέρουν περισσότερα για τις τρέχουσες και μελλοντικές προοπτικές της, από τους άλλους που δεν έχουν πληροφόρηση εκ των έσω. Τα μερίσματα μπορούν να αποκαλύψουν ορισμένες πληροφορίες σε άτομα εκτός της επιχείρησης, που αφορούν στην αξία της. Επιπλέον, όσοι έχουν εκ των έσω πληροφόρηση μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα σκόπιμα, για να αλλάξουν την αντίληψη που επικρατεί στην αγορά για την αξία της επιχείρησης. Οπότε, η μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης.

Αυτό που εννοείται με τις ολοκληρωμένες δυνατότητες συμβολαίων είναι ότι δεν υπάρχουν προβλήματα μεταξύ των διάφορων δικαιούχων της εταιρείας όπως για παράδειγμα οι μάνατζερ και οι κάτοχοι ασφαλειών. Σε αυτή την περίπτωση είναι δυνατή η κινητοποίηση των μάνατζερ, με τη χρήση εκτελέσιμων συμβολαίων. Χωρίς ολοκληρωμένες δυνατότητες συμβολαίων, η μερισματική πολιτική θα μπορούσε, για παράδειγμα, να εξασφαλίσει ότι οι μάνατζερ δρουν προς το συμφέρον των μετόχων.

Ένα υψηλό ποσοστό απόδοσης, κάνει την διοίκηση να είναι πιο προσεκτική με την χρήση των πόρων της εταιρείας και συνεπώς να αυξάνεται η αξία της εταιρείας.

Η επόμενη υπόθεση αφορά τα συναλλακτικά κόστη. Αυτά εμφανίζονται με διάφορες μορφές. Οι εταιρείες μπορούν να διανείμουν ρευστό μέσω μερισμάτων και να αυξήσουν το κεφάλαιο με έκδοση κοινών μετοχών. Αν τα κόστη από την έκδοση νέων ασφαλειών είναι σημαντικά, τότε κάθε παραπάτημα στην κεφαλαιακή αγορά θα μειώσει την αξία της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι η αλλαγή της μερισματικής πολιτικής μπορεί να αλλάξει την αξία της επιχείρησης. Στο ίδιο πνεύμα όταν οι επενδυτές αποφασίζουν και πωλούν ασφάλειες, τα συναλλακτικά κόστη που υφίστανται οι επενδυτές μπορούν επίσης να συντελέσουν ώστε η μερισματική πολιτική να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Η υπόθεση ότι οι ευκαιρίες συναλλαγής είναι περιορισμένες, διευκολύνει την κατανόηση του λόγου που κάνει την υπόθεση των ολοκληρωμένων αγορών σημαντική. Υπάρχουν δύο ομάδες με διαφορετικούς οριακούς λόγους υποκατάστασης μεταξύ τρέχουσας και μελλοντικής κατανάλωσης. Προσαρμόζοντας την μερισματική της πολιτική, μια εταιρεία μπορεί να έχει τη δυνατότητα να αυξήσει την αξία της, με το να είναι ελκυστική η προσφορά της σε μία από τις δύο ομάδες. Γενικότερα δεν έχει δοθεί μεγάλη σημασία σε εξηγήσεις σαν κι αυτή για την μερισματική πολιτική. Τέτοιες όμως εξηγήσεις μπορεί να είναι σημαντικές αν ορισμένοι επενδυτές επιθυμούν να αγοράσουν μετοχές με σταθερή ροή εισοδήματος και οι αγορές δεν είναι ολοκληρωμένες λόγω υψηλού συναλλακτικού κόστους.

2.4 Φόροι

Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν γίνει πάνω στην φορολόγηση των μερισμάτων και πως αυτή επηρεάζει τις αποφάσεις των διοικήσεων των διαφόρων επιχειρήσεων για την επιλογή στρατηγικής απόδοσης κερδών. Αυτό είναι εύλογο από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις ξοδεύουν ένα μεγάλο μέρος των κερδών τους για πληρωμές σε μερίσματα και πολλοί από τους αποδέκτες των μερισμάτων βρίσκονται ψηλά στην φορολογική κλίμακα. Κύριος στόχος των μελετών που έχουν γίνει για τους φόρους στα μερίσματα, είναι να εξακριβώσουν αν υπάρχει φορολογική επίδραση. Το ερώτημα που γεννάται είναι αν, με σταθερούς όλους τους άλλους παράγοντες, οι εταιρείες που πληρώνουν

υψηλά μερίσματα έχουν μικρότερη αξία από άλλες που πληρώνουν χαμηλότερο μέρισμα.

Υπάρχουν δύο σημαντικές ιδέες για την κατανόηση των αποτελεσμάτων αυτών των αναλύσεων:

A) Στατικά πελατειακά υποδείγματα. Χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. i) διαφορετικές ομάδες, ή «πελατείες», φορολογούνται διαφορετικά. Οι Miller και Modigliani (1961) ισχυρίστηκαν ότι οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να προμηθεύουν μετοχές που ελαχιστοποιούν τους φόρους κάθε πελατειακής ομάδας. Σε κατάσταση ισορροπίας, δεν θα υπάρξουν περαιτέρω μειώσεις των φόρων και όλες οι επιχειρήσεις θα εκτιμηθούν ισοδύναμα. ii) μια άλλη περίπτωση είναι όταν όλοι οι επενδυτές φορολογούνται με τον ίδιο τρόπο και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται λιγότερο από το εισόδημα που προέρχεται από μερίσματα. Στην περίπτωση αυτή η πληρωμή μερισμάτων δεν είναι η άριστη πολιτική. Επιχειρήσεις με υψηλή μερισματική απόδοση, μπορεί να αξίζουν λιγότερο από ισοδύναμες επιχειρήσεις με χαμηλή μερισματική απόδοση.

B) Δυναμικά πελατειακά υποδείγματα. Αν οι επενδυτές συναλλάσσονται διαχρονικά, οι φορολογικές υποχρεώσεις είναι δυνατό να μειωθούν ακόμη περισσότερο. Η μετοχή που πληρώνει μέρισμα θα καταλήξει (ακριβώς πριν τη μέρα αποκοπής μερίσματος) στα χέρια εκείνων που φορολογούνται λιγότερο όταν λαμβάνεται το μέρισμα. Τέτοιες συναλλαγές θα αντιστραφούν αμέσως μετά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος.

Στη βιβλιογραφία, οι μελέτες χωρίζονται σε αυτές που βασίζονται στο υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαίων (CAPM) και στις μελέτες τη μέρα αποκοπής του μερίσματος (ex-dividend day studies). Έτσι, με γνώμονα την ελαχιστοποίηση των φόρων, οι επενδυτές πρέπει να πάρουν μια μακροχρόνια απόφαση για το χαρτοφυλάκιο τους. Οι μελέτες αγοράς και διακράτησης που βασίζονται στο υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαίων [Litzenberger και Ramaswamy (1979) και Miller και Scholes (1982)] εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία. Οι επενδυτές μπορούν να κάνουν συναλλαγές μόνο μια φορά, είτε την μέρα που η μετοχή διαπραγματεύεται με μέρισμα είτε την μέρα αποκοπής, αλλά όχι και στις δύο. Η στατική άποψη είναι πιο κατάλληλη όταν τα συναλλακτικά κόστη είναι εξαιρετικά υψηλά ή όταν οι πληρωμές φόρων γίνονται μηδενικές στο στατικό πελατειακό υπόδειγμα. Αντιθέτως, στα δυναμικά υποδείγματα οι επενδυτές μπορούν να πάρουν διάφορες θέσεις σε διαφορετικές περιόδους. Αυτά τα υποδείγματα λαμβάνουν υπ' όψιν τους τον κίνδυνο, τους φόρους και τα συναλλακτικά κόστη.

2.4.1 Στατικά υποδείγματα

Αρχικά εξετάζεται η περίπτωση όπου όλοι οι επενδυτές φορολογούνται κατά τον ίδιο τρόπο και η αναλογία του φόρου στο μερισματικό εισόδημα είναι υψηλότερη από την αναλογία του φόρου στο εισόδημα που προέρχεται από κεφαλαιακά κέρδη. Σε τέλειες κεφαλαιακές αγορές, τους κατόχους ιδίων κεφαλαίων τους συμφέρει να εισπράττουν κέρδη μέσω επαναγορών ή να πωλούν τις μετοχές τους και να φορολογούνται τα κεφαλαιακά τους κέρδη. Αυτό συμβαίνει γιατί τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο. Παρά όμως το γεγονός αυτό, πολλές επιχειρήσεις στις ΗΠΑ πλήρωναν τακτικά μέρισμα και σπανίως επαναγόραζαν μετοχές.⁴ Αυτό δημιουργεί ερωτήματα, από τη στιγμή που θεωρούμε ότι όλοι οι μεσάζοντες στην αγορά συμπεριφέρονται ορθολογικά. Βασική υπόθεση του υποδείγματος είναι ότι στα μερίσματα υπάρχει το μειονέκτημα ότι φορολογούνται σαν κανονικό εισόδημα και όχι σαν κεφαλαιακά κέρδη, όπως οι μετοχές.

Ακόμη όμως και να μην λαμβάναμε υπ' όψιν την υπόθεση του υποδείγματος και τα μερίσματα ήταν ισοδύναμα με τα κεφαλαιακά κέρδη, από φορολογικής πλευράς η είσπραξη απραγματοποίητων κεφαλαιακών κερδών είναι ανώτερη των μερισματικών πληρωμών. Αυτό συμβαίνει γιατί τα κεφαλαιακά κέρδη δεν είναι ανάγκη να πραγματοποιηθούν αμέσως. Έτσι, ο σχετικός φόρος μπορεί να αναβληθεί. Η δυνατότητα να αναβληθεί ο φόρος μπορεί να δημιουργήσει για τον επενδυτή υπολογίσιμη αξία. Επίσης, οι επενδυτές έχουν δυνατότητα επιλογής για τη στιγμή που θα πραγματοποιήσουν τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε μια πιο επίσημη εκδοχή, ο Constantinides έδειξε ότι οι επενδυτές θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν ώστε να έχουν την επιλογή να καθυστερούν την πραγματοποίηση των κεφαλαιακών κερδών.

Στην πραγματικότητα δεν φορολογούνται όλοι οι επενδυτές σαν ιδιώτες. Πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία και φιλανθρωπικά ιδρύματα (από κληροδοτήματα), δεν πληρώνουν φόρους. Επομένως, δεν έχουν λόγο να προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη από τα μερίσματα και αντιστρόφως. Σε αρκετές έρευνες έχει επιχειρηθεί ο διαχωρισμός της μελέτης του στατικού υποδείγματος σε δύο μέρη. Σε αυτό που όλοι φορολογούνται το ίδιο και στο στατικό πελατειακό υπόδειγμα, στο οποίο οι επενδυτές φορολογούνται διαφορετικά. Ίσως ο πιο εύκολος τρόπος για

⁴ Το μεγαλύτερο ποσοστό της βιβλιογραφίας πάνω στην μερισματική πολιτική, αναφέρεται σε έρευνες που έχουν διεξαχθεί για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Ένας μικρότερος αριθμός συγγραμμάτων έχει ασχοληθεί μεμονωμένα με ευρωπαϊκές χώρες και ειδικότερα τις Μ. Βρετανία, Γερμανία και Ολλανδία. Μια ενιαία μελέτη είναι δύσκολη, λόγω των διαφορετικών νομικών καθεστώτων που ισχύουν για κάθε χώρα.

τον διαχωρισμό είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του οριακού λόγου των φόρων και του ποσού των μερισμάτων που πληρώνονται.

Οι Blume, Crockett και Friend (1974) βρήκαν ότι υπάρχει μέτρια σχέση μεταξύ της φορολογικής κλίμακας των επενδυτών και της μερισματικής απόδοσης των μετοχών που κατέχουν. Οι Lewellen, Stanley, Lease και Schlarbaum (1978), χρησιμοποιώντας στοιχεία από ξεχωριστούς επενδυτές, βρήκαν πολύ λίγα στοιχεία που να δείχνουν μια τέτοιου είδους επίδραση. Και οι δύο μελέτες υποδεικνύουν ότι επενδυτές που βρίσκονται ψηλά στην φορολογική κλίμακα, διακρατούν σημαντικά ποσά μετοχών που πληρώνουν μερίσματα. Σύμφωνα με την πελατειακή θεωρία, κάτι τέτοιο δεν θα έπρεπε να παρατηρείται. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις θα έπρεπε να έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν την αξία τους μεταβάλλοντας την πολιτική τους από πληρωμή μερισμάτων σε επαναγορά μετοχών.

Οι Elton και Gruber (E&G) (1970) αναζήτησαν τη σχέση μεταξύ οριακού λόγου των φόρων και μερισματικής απόδοσης, χρησιμοποιώντας στοιχεία από την μέρα αποκοπής του μερίσματος. Ισχυρίστηκαν ότι όταν οι επενδυτές ετοιμάζονταν να πωλήσουν μια μετοχή κοντά στην μέρα αποκοπής του μερίσματος, αυτό που τους ενδιέφερε, ήταν αν θα τους συνέφερε να πωλήσουν πριν την αποκοπή του μερίσματος ή ακριβώς μετά την αποκοπή. Αν πωλούσαν πριν την αποκοπή του μερίσματος πετύχαιναν υψηλότερη τιμή. Η οριακή τους φορολογική υποχρέωση θα απευθυνόταν στα κεφαλαιακά κέρδη, που αντιπροσωπεύονται από τη διαφορά μεταξύ των δύο τιμών. Αν πωλούσαν ακριβώς μετά, η τιμή θα έπεφτε επειδή το μέρισμα θα είχε πληρωθεί και θα λάμβαναν το μέρισμα συν τη χαμηλή τιμή. Η οριακή φορολογική υποχρέωση θα ισούταν με τον προσωπικό τους φόρο επί το μέρισμα. Πάνω σε αυτή την παρατήρηση, είναι δυνατή μια σύγκριση μεταξύ των μετά φόρων απολαβών που προέρχονται από μερίσματα και των μετά φόρων κεφαλαιακών κερδών. Σε ισορροπία, οι μετοχές πρέπει να τιμολογούνται έτσι ώστε οι οριακές φορολογικές υποχρεώσεις των ιδιωτών να είναι ίδιες και για τις δύο στρατηγικές.

Οι Elton και Gruber (1970) συγκεκριμενοποίησαν τις συνθήκες για ευκαιρίες «μη κέρδους» κοντά στη μέρα αποκοπής του μερίσματος και ενώ υπάρχουν φορολογικές διαφορές. Γίνεται η υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ουδέτεροι στον κίνδυνο και δεν υπάρχουν συναλλακτικά κόστη. Εξισώνονται οι μετά φόρων επιστροφές από κεφαλαιακά κέρδη με τις μετά φόρων επιστροφές από μερίσματα:

$$(1 - t_g)[E(P_a) - P_b] = (1 - t_d)D$$

και

$$[E(P_a) - P_b] / D = (1 - t_d) / (1 - t_g)$$

όπου t_g είναι ο φόρος των πραγματοποιηθέντων κεφαλαιακών κερδών, t_d είναι ο φόρος στο κανονικό εισόδημα ή τα μερίσματα, D είναι το μέρισμα ανά μετοχή, P_b είναι η τιμή της μετοχής την τελευταία μέρα που διαπραγματεύεται με μέρισμα και $E(P_a)$ είναι η αναμενόμενη τιμή της μετοχής τη μέρα αποκοπής του μερίσματος για $t_g > t_d$. Αν υπάρχουν «πελατείες» με διαφορετική φορολογική κλίμακα, η αναλογία φόρου που επέρχεται από τον λόγο της αλλαγής τιμής προς το μέρισμα, θα διαφέρει για μετοχές με διαφορετικά επίπεδα μερισμάτων. Η αναλογία αυτού του φόρου θα είναι τόσο μεγαλύτερη, όσο υψηλότερη θα είναι η μερισματική απόδοση και κατ'επέκταση, θα είναι χαμηλότερο το επίπεδο της φορολογικής κλίμακας στην οποία εντάσσονται οι επενδυτές. Στη μελέτη των E&G βρίσκονται στοιχεία πελατειακής επίδρασης, που είναι συναφή με αυτή τη σχέση.

2.4.2 Ο ρόλος του κινδύνου

Στις πιο απλές εκδοχές των θεωριών που παρουσιάστηκαν πριν ο κίνδυνος δεν είχε υπολογιστεί. Στην πράξη όμως ο κίνδυνος είναι πιθανόν να είναι πρωταρχικής σημασίας. Αυτό φαίνεται άλλωστε αν δούμε και την ιστορία των μερισμάτων. Οι επενδυτές αγόραζαν δικαιώματα από διάφορα ταξίδια για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνό τους. Επομένως, στις σύγχρονες οικονομίες, όπου τα συστήματα είναι πιο περίπλοκα, ο κίνδυνος πρέπει κατηγορηματικά να συμπεριληφθεί στην ανάλυση.

Όπως υπέδειξε ο Long (1977) υπάρχει μια σιωπηρή υπόθεση στον ισχυρισμό που αφορά στις «φορολογικές πελατείες». Αυτή είναι ότι όταν υπάρχει κίνδυνος, στην αγορά βρίσκονται πλεονάζουσες ασφάλειες. Ο επενδυτής μπορεί να επιτύχει τα επιθυμητά χαρακτηριστικά κινδύνου στο χαρτοφυλάκιό του χωρίς να ενδιαφέρεται για τη μερισματική απόδοση. Οι επενδυτές δηλαδή μπορούν να δημιουργούν αρκετά ταυτόσημα χαρτοφυλάκια, τα οποία είναι ίδια από όλες τις απόψεις εκτός της

μερισματικής απόδοσης. Ο Keim (1985) παρουσίασε στοιχεία ότι μετοχές με διαφορετικές μερισματικές αποδόσεις έχουν και διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου. Μετοχές με μηδενική μερισματική απόδοση και μετοχές με χαμηλές μερισματικές αποδόσεις έχουν σημαντικά υψηλότερη μεταβλητή beta από αυτή που έχουν μετοχές με υψηλή απόδοση. Σύμφωνα με αυτό το εύρημα, η επιλογή συναλλαγής με βάση την άριστη απόδοση κινδύνου, αγνοώντας την μερισματική απόδοση δεν είναι ασήμαντη υπόθεση.

Οι μελέτες, που εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα σε μερισματική απόδοση και προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, ήταν αποτέλεσμα ενός υποδείγματος που είχε αναπτυχθεί από τον Brennan (1970). Η εκδοχή του Brennan για το υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών αγαθών (CAPM) δηλώνει ότι η πλεονάζουσα προ φόρου απόδοση μιας ασφάλειας, σχετίζεται γραμμικά και θετικά με τον συστηματικό της κίνδυνο και την μερισματική της απόδοση. Υψηλότερη προ φόρων απόδοση αποζημιώνει τους επενδυτές για το φορολογικό μειονέκτημα από τα μερίσματα. Στο υπόδειγμα γίνεται ο ισχυρισμός ότι μετοχές με υψηλότερη μερισματική απόδοση, με σταθερούς τους άλλους παράγοντες, θα έχουν χαμηλότερες τιμές. Το υπόδειγμα Brennan μπορεί να γραφεί ως:

$$E(r_{it} - r_{ft}) = a_1 + a_2 \beta_{it} + a_3(d_{it} - r_{ft})$$

όπου r_{it} είναι ο ρυθμός απόδοσης της μετοχής i κατά την περίοδο t , β_{it} είναι ο συστηματικός της κίνδυνος την περίοδο t , d_{it} είναι η μερισματική απόδοση της μετοχής i και r_{ft} είναι ο λόγος του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο την περίοδο t . Αν το a_3 είναι σημαντικά θετικό, τα αποτελέσματα μεταφράζονται σαν στοιχείο του φορολογικού μειονεκτήματος των μερισμάτων. Αυτό σημαίνει ότι δύο μετοχές με την ίδια έκθεση σε κίνδυνο, θα έχουν την ίδια αναμενόμενη απόδοση μόνο αν έχουν την ίδια μερισματική απόδοση. Με άλλα λόγια, η μετοχή με την υψηλότερη μερισματική απόδοση θα έχει μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση, για να αποζημιώσει τους επενδυτές για το μεγαλύτερο φορολογικό βάρος που σχετίζεται με το μέρισμα.

Αρκετοί ερευνητές έχουν εξετάσει μια τέτοιου είδους σχέση, συμπεριλαμβανομένων των Black και Scholes (1974), Blume (1980), Morgan (1982), Poterba και Summers (1984), Keim (1985), Rosenberg και Marathe (1979), Miller και Scholes (1982), Chen, Grundy και Staumbaugh (1990) και Kalay και Michaely (2000). Τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι μικτά. Πολλές από αυτές τις μελέτες, βρίσκουν θετικό συντελεστή απόδοσης, ο οποίος αποδίδεται στους διαφορικούς φόρους. Τα δύο εμπειρικά τεστ του

υποδείγματος του Brennan, με την μεγαλύτερη επιρροή είναι των Black και Scholes (1974) και Litzenberger και Ramaswamy (1979) και παρουσιάζουν αντικρουόμενα αποτελέσματα. Οι Black και Scholes (B&S) δεν βρίσκουν στοιχεία φορολογικής επίδρασης. Οι Litzenberger και Ramaswamy (L&R) βγάζουν το συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις σχετίζονται θετικά με την μερισματική απόδοση.

Το πείραμα των Black και Scholes

Οι Black και Scholes (B&S) κατασκεύασαν χαρτοφυλάκια μετοχών και εξέτασαν την επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών. Ως εκτιμητή χρησιμοποίησαν τα μερίσματα του προηγούμενου χρόνου προς την τιμή της μετοχής στο τέλος του χρόνου. Ταξινόμησαν μια μετοχή με μεγάλη εκτίμηση μερισματικής απόδοσης να έχει υψηλή απόδοση καθ'όλη τη διάρκεια του επόμενου χρόνου. Με τη χρήση σύγχρονης μεθοδολογίας, οι B&S δεν βρήκαν καμία διαφορά μεταξύ προ φόρου προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης των μετοχών υψηλής και χαμηλής απόδοσης. Επίσης δεν βρήκαν καμία διαφορά στις μετά φόρων αποδόσεις αυτών των μετοχών. Βασισμένοι σε αυτά τα στοιχεία πρότειναν στους επενδυτές να αγνοούν τα μερίσματα όταν κατασκευάζουν τα χαρτοφυλάκιά τους.

Το πείραμα των Litzenberger και Ramaswamy

Τα αποτελέσματα της δοκιμής στο υπόδειγμα του Brennan που έκαναν οι Litzenberger και Ramaswamy (L&R) απέχουν κατά πολύ από τα αποτελέσματα των B&S. Οι πρώτοι ταξινόμησαν τις μετοχές να έχουν θετική μερισματική απόδοση μόνο κατά τους μήνες αποκοπής του μερίσματος. Έτσι μια μετοχή που πληρώνει τους ιδιοκτήτες της κάθε τρίμηνο, προσδιορίζεται να έχει θετική μερισματική απόδοση τον μήνα αποκοπής του μερίσματος και να έχει μηδενική μερισματική απόδοση κατά τους επόμενους δύο μήνες. Η δοκιμή των L&R περιλαμβάνει τρία βήματα. Αρχικά ο συστηματικός κίνδυνος κάθε μετοχής εκτιμάται για κάθε μήνα της δοκιμής, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα παλινδρόμησης της αγοράς. Το υπόδειγμα παλινδρόμησης της αγοράς είναι:

$$R_{it} - R_{ft} = a_{it} + \beta_{it}(R_{mj} - R_{fj}) + \varepsilon_{it}, j = t - 60, \dots, t - 1$$

όπου R_{mj} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την περίοδο j , R_{ij} είναι το ποσοστό των επιστροφών της μετοχής i στην περίοδο j , β_{it} είναι η εκτίμηση του κινδύνου για την μετοχής i στην περίοδο t , R_{ft} είναι το ποσοστό του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο κατά την περίοδο t και ε_{it} είναι ο όρος λάθους.⁵

Για τους ίδιους μήνες οι L&R παρέχουν μία εκτίμηση της αναμενόμενης μερισματικής απόδοσης για κάθε μετοχή του δείγματος. Το δεύτερο βήμα περιλαμβάνει μια διαμηματική παλινδρόμηση της πλεονάζουσας απόδοσης της μετοχής στον εκτιμημένο αντίστοιχο κίνδυνο και τις βραχυχρόνιες αναμενόμενες αποδόσεις για κάθε μήνα μεταξύ του 1936 και 1977. Το τρίτο βήμα υπολογίζει την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών της παλινδρόμησης. Η δοκιμή των L&R δείχνει έναν σημαντικά θετικό συντελεστή μερισματικής απόδοσης. Οι Litzenberger και Ramaswamy ερμήνευσαν τα αποτελέσματά τους ως υποστηρικτικά του προ φόρων υποδείγματος τιμολόγησης κεφαλαιουχικών αγαθών του Brennan. Δηλαδή μετέφρασαν τον θετικό συντελεστή μερισματικής απόδοσης ως ένδειξη μερισματικής φορολογικής επίδρασης.

Σύγκριση των δοκιμών Black και Scholes - Litzenberger και Ramaswamy

Στην δοκιμή τους οι B&S απέτυχαν να βρουν κάποια διαφορά στις μακροχρόνιες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο επιστροφές των μετοχών, που απέδιδαν υψηλά και χαμηλά μερίσματα. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές δεν κερδίζουν βραχυχρόνια, μεγαλύτερη επιστροφή, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο από τις μετοχές με υψηλότερη απόδοση. Σε κάτι που έμοιαζε αντιφατικό, οι L&R βρήκαν ότι οι μετοχές παρέχουν υψηλότερες, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο πριν από τους φόρους επιστροφές κατά τους μήνες αποκοπής του μερίσματος, παρά σε άλλους μήνες. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματά τους δεν αντικρούονται με των B&S αν παρουσιάσουν στοιχεία διακύμανσης χρονολογικών σειρών των επιστροφών.

⁵ Ross, Westerfield και Jaffe, (1996).

Η κριτική των Miller και Scholes

Οι Miller και Scholes (M&S) (1982) ισχυρίζονται ότι ο θετικός συντελεστής απόδοσης που βρήκαν οι Litzenberger και Ramaswamy (L&R) δεν είναι ενδεικτικός φορολογικής επίδρασης, αλλά ένα τέχνασμα δυο πληροφοριακών στρεβλώσεων. Στην μέθοδο των L&R αγνοήθηκαν ανακοινώσεις για παραλείψεις μερισμάτων. Μια παράλειψη που ακολουθεί ένα θετικό αναμενόμενο μέρισμα, είναι η ανακοίνωση που αφορά την μείωση μερίσματος και έχει αρνητική επίπτωση για την αντίληψη που δημιουργείται στην αγορά. Με το να αγνοούν τις παραλείψεις, οι L&R σχετίζουν τις αρνητικές πλεονάζουσες αποδόσεις με μηδενικό αναμενόμενο μέρισμα.⁶ Αυτή η τεχνική σχέση, μπορεί να δημιουργήσει μια θετική, διατηρηματική σχέση μεταξύ της εκτίμησης της αναμενόμενης μερισματικής απόδοσης των L&R και των μετρημένων επιστροφών των μετοχών.

Οι Litzenberger και Ramaswamy (1982) ανταποκρίθηκαν σε αυτή την κριτική, χρησιμοποιώντας εναλλακτικά μέτρα των αναμενόμενων βραχυχρόνιων μερισματικών αποδόσεων, τα οποία βασίζονται μόνο σε πληροφόρηση του παρελθόντος. Σε αυτές τις δοκιμές υπέθεσαν ότι οι μετοχές είχαν θετικά αναμενόμενα μερίσματα μόνο κατά τους μήνες αποκοπής του μερίσματος. Αυτά τα πειράματα συνετέλεσαν σε στατιστικά σημαντικούς και θετικούς συντελεστές μερισματικής απόδοσης. Πιο πρόσφατα οι Kalay και Michaely (K&M) (1993) πραγματοποίησαν ένα τροποποιημένο πείραμα βασισμένοι στους L&R, χρησιμοποιώντας εβδομαδιαίες επιστροφές. Περίορισαν το δείγμα σε περιπτώσεις που το μέρισμα ανακοινώνεται την εβδομάδα που προηγείται της εβδομάδας της αποκοπής του μερίσματος. Εξείρεσαν τις εβδομάδες που περιείχαν παραλείψεις μερισμάτων. Βρήκαν και πάλι σημαντικά θετικό συντελεστή μερισματικής απόδοσης. Ενδιαφέρον έχει ότι ο συντελεστής αυτός είναι σχεδόν ταυτόσημος με εκείνον που αναφέρεται στους L&R. Επομένως τα εμπειρικά στοιχεία δεν είναι συναφή με την εικασία των M&S ότι ο θετικός συντελεστής μερισματικής απόδοσης είναι αποτέλεσμα πληροφοριακών στρεβλώσεων. Μεγάλο μέρος των στοιχείων δείχνει ότι σε ισορροπία, στατικά υποδείγματα μιας περιόδου, δεν παρέχουν αποδείξεις σημαντικής διατηρηματικής σχέσης μεταξύ των επιστροφών των μετοχών και των μερισματικών τους αποδόσεων. Για το λόγο αυτό εξετάζουμε τα υποδείγματα που επιτρέπουν πιο δυναμικές συναλλαγές κοντά στη μέρα αποκοπής του μερίσματος.

⁶ Υποθέτουν ότι δεν είναι ο μήνας αποκοπής του μερίσματος.

2.4.3 Δυναμικά υποδείγματα

Μια σημαντική εξέλιξη πάνω στους φόρους και τα μερίσματα είναι ότι οι ερευνητές συνειδητοποίησαν πως οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να κάνουν δυναμικές συναλλαγές για να μειώσουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις. Οι πρώτοι που υποστήριξαν αυτή την άποψη είναι οι Miller και Scholes (1978). Έδειξαν ότι υπήρχε ένας εύλογος αριθμός δυναμικών στρατηγικών, που επέτρεπε στους επενδυτές να αποφύγουν τους φόρους και ότι σε τέλειες κεφαλαιακές αγορές μπορούσαν να αποφευχθούν όλοι οι φόροι. Έτσι, πηγαίνουμε πίσω στην περίπτωση μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής. Βέβαια, τα συναλλακτικά κόστη για την εφαρμογή αυτών των στρατηγικών είναι πολύ μεγάλα για να είναι εμπειρικά σημαντικά. Στις συναλλαγές γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος οι δυναμικές στρατηγικές εμφανίζονται να έχουν μεγαλύτερη εφαρμογή. Αρχίζοντας από τον Kalay (1982), υπάρχουν πολλές μελέτες που εξέτασαν τις παραμέτρους αυτής της στρατηγικής. Παρακάτω παρουσιάζονται και οι δύο προσεγγίσεις.

Δυναμικές στρατηγικές αποφυγής φόρων

Οι Miller και Scholes (1978) πρότειναν μια ιδιοφυή στρατηγική για την αποφυγή φόρων. Τον δανεισμό και επένδυση των κερδών μέσω ιδρυμάτων που δεν υπόκεινται σε φορολόγηση, όπως ασφαλιστικές εταιρείες ή συνταξιοδοτικά ταμεία. Οι επενδυτές έτσι θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μείωση του επιτοκίου που θα τους επέτρεπε να αποφύγουν τους φόρους. Από τη στιγμή που υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία για να αντισταθμίσουν τον δανεισμό, η θέση μπορεί να κλείσει την κατάλληλη στιγμή.⁷ Παρά τις θεωρίες που υπάρχουν, τα στοιχεία δεν δείχνουν ότι οι επενδυτές προτιμούν αυτή ή άλλες τέτοιου είδους στρατηγικές. Οι Peterson, Peterson και Ang (1985) έδειξαν ότι ο οριακός φόρος των ιδιωτών επενδυτών στο μερισματικό εισόδημα είναι σχεδόν διπλάσιος του οριακού φόρου που πληρώνουν για το εισόδημα από κεφαλαιακά κέρδη. Τα στοιχεία αυτά δεν υποστηρίζουν την ευρύτερη χρήση των στρατηγικών αποφυγής φόρων όπως περιγράφονται από τους Miller και Scholes. Αντιθέτως τονίζουν το ύψος από τα συναλλακτικά κόστη, που καθιστά τέτοιες στρατηγικές ασύμφωρες για τους επενδυτές.

⁷ Ο Stiglitz (1983) πρότεινε αρκετές στρατηγικές αποφυγής φόρων. Αν οι επενδυτές μπορούν εύκολα να «ξεπλύνουν» τα μερίσματα ώστε να μην έχουν φορολογικές υποχρεώσεις από αυτά, τότε επιστρέφουμε στην μη σχετικότητα της μερισματικής των Modigliani – Miller.

Δυναμικές στρατηγικές κατά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος

Η βασική ιδέα είναι ότι οι επενδυτές μπορούν να αλλάξουν τους τρόπους των συναλλαγών τους κοντά στη μέρα αποκοπής του μερίσματος, ώστε να εμποδίσουν ή να αποφύγουν το επερχόμενο μέρισμα. Ο Kalay (1982) ισχυρίστηκε ότι σε έναν κόσμο ουδέτερο στον κίνδυνο, χωρίς περιορισμούς ή ατέλειες (π.χ. συναλλακτικά κόστη), το δυναμικό αρμπιτράζ θα μπορούσε να μειώσει τις επιπτώσεις των φόρων στις τιμές. Οι συναλλασσόμενοι με το ίδιο ποσοστό φόρου στα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη, θα αγοράσουν μια μετοχή πριν αποκοπεί από το μέρισμα και θα την πουλήσουν ακριβώς μετά. Χωρίς κίνδυνο ή συναλλακτικά κόστη, το αρμπιτράζ θα εξασφαλίσει ότι η πτώση της τιμής ισούται με το μέρισμα. Όμως ο Kalay δεν υπολόγισε με σαφήνεια τον κίνδυνο των συναλλαγών όταν αποκοπεί το μέρισμα.

Το πλαίσιο που χρησιμοποιείται από τους Michaely και Villa (1995) περιγράφει τον σχηματισμό της τιμής, την μέρα αποκοπής του μερίσματος. Είναι δυναμικό πλαίσιο ισορροπίας, γιατί εξαιτίας των φόρων οι διαμεσολαβητές στην αγορά έχουν μια ετερογενή τιμολόγηση ενός δημοσίως εμπορευόμενου περιουσιακού στοιχείου. Πίσω από το υπόδειγμά τους υπάρχει η νύξη ότι ένας επενδυτής εξισώνει το οριακό κέρδος της συναλλαγής, που προέρχεται από την υψηλότερη επένδυση σε μετοχές που πληρώνουν μέρισμα με το οριακό κόστος που προέρχεται από τον άριστο κίνδυνο της μετοχοποίησης. Οι διαμεσολαβητές στην αγορά συναλλάσσονται επειδή έχουν ετερογενή αξιολόγηση των κεφαλαίων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Το πλαίσιο αυτό ενσωματώνει την βραχυχρόνια, εταιρική και ατομική επιθυμία των επενδυτών να συναλλάσσονται κοντά στην μέρα αποκοπής του μερίσματος. Το υπόδειγμα λαμβάνει υπ'όψιν τον κίνδυνο που ενέχει η συναλλαγή και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν είναι το αρμπιτράζ, αλλά η ισορροπία που καθορίζει τις τιμές και τον όγκο των συναλλαγών. Με άλλα λόγια, η ύπαρξη κινδύνου αποκλείει καθαρές ευκαιρίες για αρμπιτράζ και οι τιμές καθορίζονται σε κατάσταση ισορροπίας. Συνεπώς, κανένας συναλλασσόμενος δεν θα επιχειρήσει να πάρει απεριόριστη θέση στη μετοχή, ανεξάρτητα από τις φορολογικές του προτιμήσεις.

Το υπόδειγμα απεικονίζει ότι αν και υποδείγματα δύο περιόδων, όπως αυτά του Brennan (1970) ή των Litzenberger και Ramaswamy (1979), περιγράφουν κατάλληλα την επίδραση των φόρων στα χαρτοφυλάκια μετοχών σε στατική ισορροπία, καλύπτουν μία ποιοτική διαφορά. Η διαφορά βρίσκεται ανάμεσα σε υποδείγματα χρηματοοικονομικών αγορών με και χωρίς φορολογία, δηλαδή άριστες συναλλαγές

που παρακινούνται από φόρους. Εξαιτίας της δυναμικής φύσης του υποδείγματος των Michaely και Villa, είναι δυνατό να υπάρξουν επιπλοκές στον όγκο και την τιμή. Η δεύτερη στιγμή της ετερογενούς κατανομής (π.χ. η διασπορά στην μετά φόρων αξιολόγηση των μερισμάτων) εξάγεται από τον όγκο των συναλλαγών κοντά στην ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με το παρακάτω υπόδειγμα, σε ισορροπία, η αναμενόμενη πτώση της τιμής σε σχέση με το μέρισμα, αντανάκλα την μέση προτίμηση όλων των συναλλασσόμενων, σταθμισμένη από την ανοχή που έχουν στον κίνδυνο και τον πλούτο τους, καθώς και τον κίνδυνο που ενέχει η συναλλαγή κατά την μέρα αποκοπής του μερίσματος:

$$E(\text{Pr}) = \{P_c - E(P_e | P_c)\} / D = \bar{a} - [X(\sigma_e^2/K)/D]$$

Όπου $E(\text{Pr})$ είναι η αναμενόμενη μείωση της τιμής σε σχέση με την ποσότητα των μερισμάτων (από εδώ και πέρα θα αναφέρεται ως πριμ), P_c είναι η τιμή όταν η μετοχή διαπραγματεύεται με μέρισμα, P_e είναι η τιμή την μέρα της αποκοπής, D η ποσότητα των μερισμάτων, σ_e^2 η διακύμανση την μέρα της αποκοπής, K ο μετά φόρων σταθμισμένος μέσος για την ανοχή των επενδυτών στον κίνδυνο, X η προσφορά ασφαλειών, $a_i = (1 - T_d^i) / (1 - T_g^i)$ η προτίμηση φόρου στα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη και $\bar{a} = \sum \kappa_i a_i / \sum \kappa_i$ ο μέσος της φορολογικής προτίμησης των επενδυτών σταθμισμένος από την ανοχή τους στον κίνδυνο (κ_i). Προκύπτει ότι αν δεν υπάρχει τέλεια φορολογική πελατειακή ομάδα, στην οποία διαφορετικές ομάδες έχουν διαφορετικές μετοχές και όχι απλώς διαφορετικές ποσότητες της ίδιας μετοχής, τότε δεν είναι δυνατό να εξαχθούν τα ποσοστά των φόρων μόνο από την τιμή. Παρατηρώντας μόνο το πριμ, εξάγονται οι σταθμισμένοι μέσοι των ποσοστών των φόρων, όχι ολόκληρη η κατανομή των ποσοστών των φόρων για τον συναλλασσόμενο πληθυσμό.

Η εξίσωση:

$$AV = \frac{1}{2} \{D\Sigma | (a^i - \bar{a})(K^i/\sigma^2)|\},$$

όπου AV είναι ο μη κανονικός όγκος συναλλαγών την μέρα αποκοπής του μερίσματος, επιτρέπει τον διαχωρισμό περιπτώσεων όταν υπάρχουν κέρδη από συναλλαγές και μεγάλος ή μικρός όγκος συναλλαγών. Στην εξίσωση αυτή ενσωματώνονται και οι αναλύσεις των Elton και Gruber (1970) και Kalay (1982). Και οι δύο αναλύσεις υποθέτουν ένα πλαίσιο αρμπιτράζ, τέτοιο ώστε ο τελευταίος όρος της εξίσωσης να

είναι ίσος με μηδέν (π.χ. να μην περιλαμβάνεται κίνδυνος στη συναλλαγή). Οι Elton και Gruber υποθέτουν ότι για κάποιον εξωγενή λόγο (συναλλακτικά κόστος), η μόνη συναλλαγή κοντά στην μέρα αποκοπής θα γίνει από επενδυτές που ανήκουν στην ίδια φορολογική πελατειακή ομάδα. Με άλλα λόγια, αν υπάρχει μια τέλεια πελατειακή ομάδα με μετοχές και όλες οι συναλλαγές γίνονται μέσα στην ομάδα, τότε η σχετική πτώση της τιμής θα αντανakλά την οριακή αξία των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν δύο λόγοι που αποκλείουν τον μη κανονικό όγκο συναλλαγών κοντά στη μέρα αποκοπής του μερίσματος. Πρώτον, από τη στιγμή που όλες οι συναλλαγές γίνονται μέσα στην ίδια πελατειακή ομάδα, όλοι οι συναλλασσόμενοι αξιολογούν το μέρισμα ισοδύναμα και δεν υπάρχουν κέρδη από την συναλλαγή. Δεύτερον, δεν υπάρχουν κίνητρα για τους επενδυτές που ανήκουν στην ίδια πελατειακή ομάδα, να καθυστερήσουν ή να επιταχύνουν συναλλαγές, εξαιτίας των επερχόμενων μερισμάτων, όπως ισχυρίστηκε ο Grundy (1985). Με άλλα λόγια οι Elton και Gruber ισχυρίζονται ότι οι φόροι επηρεάζουν την τιμή αλλά τοπικά όχι και την συμπεριφορά των επενδυτών. Ο Kalay παίρνει αντίθετη θέση. Οι φόροι επηρεάζουν την συμπεριφορά αλλά όχι τις τιμές. Από τη στιγμή που ο Kalay χρησιμοποιεί το πλαίσιο του αρμπιτράζ, μπορεί να δείξει ότι επενδυτές με βραχυχρόνιο ορίζοντα, έχουν τη δυνατότητα να πάρουν απεριόριστη θέση στη μετοχή, με την προϋπόθεση ότι η αναμενόμενη πτώση στην τιμή δεν ισούται με την ποσότητα του μερίσματος.

Οι ερευνητές σχεδόν πάντα βρίσκουν ότι η μέση πτώση της τιμής μεταξύ της μέρας που η μετοχή διαπραγματεύεται με μέρισμα και της μέρας αποκοπής είναι χαμηλότερη από την ποσότητα των μερισμάτων [Elton και Gruber (1970), Kalay (1982), Eades, Hess και Kim (1984) και Poterba και Summers (1984), μεταξύ άλλων]. Πολλές μελέτες επίσης δείχνουν ότι το μέσο πριμ αυξάνεται με την μερισματική απόδοση [Elton και Gruber (1970), Kalay (1982), Lakonishok και Vermaelen (1986) και Boyd και Jagannathan (1994)]. Αυτό σχετίζεται με τις φορολογικές πελατειακές ομάδες. Οι εταιρείες, που προτιμούν τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και οι οργανισμοί που δεν υπόκεινται σε φορολογία και είναι αδιάφοροι για τον τύπο της πληρωμής, διακρατούν μετοχές υψηλής απόδοσης. Το πριμ της μέρας αποκοπής μερίσματος αντανakλά αυτές τις προτιμήσεις. Οι αναλύσεις των Eades, Hess και Kim (1984) με πριμ μεγαλύτερο από εκείνο της προτιμώμενης μετοχής είναι συναφείς με αυτή την ιδέα. Αυτό σημαίνει ότι η ομάδα αυτή των μετοχών πληρώνει υψηλή μερισματική απόδοση και οι κυρίαρχοι συναλλασσόμενοι αυτών των μετοχών (τουλάχιστον κοντά στη μέρα αποκοπής) είναι οι εταιρείες, που προτιμούν τα μερίσματα.

Ένας άλλος τρόπος για να εξεταστεί η επίδραση των φόρων στη συμπεριφορά της τιμής κατά την μέρα αποκοπής, είναι να παρατηρηθεί η επίδραση της αλλαγής των φόρων. Αν οι φόροι επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών για να αγοράζουν ή να πωλούν μετοχές κοντά στην ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, μια αλλαγή στην σχετική φορολόγηση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη θα έπρεπε να επηρεάσει τις τιμές. Οι Poterba και Summers (1984) εξέτασαν την Βρετανική αγορά πριν και μετά τις αλλαγές φόρων και βρήκαν ενδείξεις φορολογικής επίδρασης. Ο Barclay (1987) συνέκρινε την συμπεριφορά των τιμών κατά τη μέρα της αποκοπής, πριν την εισαγωγή των ομοσπονδιακών φόρων το 1913, με τη συμπεριφορά τους από το 1962 έως το 1985. Βρήκε ότι το μέσο πριμ δεν ήταν σημαντικά διαφορετικό από τη μονάδα πριν την ενεργοποίηση των ομοσπονδιακών φόρων και σημαντικά κάτω από τη μονάδα μετά. Ο Barclay συμπέρανε ότι οι υψηλότεροι φόροι στα μερίσματα το 1913 προκάλεσαν τους επενδυτές να κάνουν έκπτωση στην αξία τους.

Στα δυναμικά υποδείγματα τα συναλλακτικά κόστη είναι πολύ σημαντικά. Αν οι επενδυτές αποφασίζουν να συναλλάσσονται ή όχι με μετοχές εξαιτίας των φόρων, οι πολλαπλές αυτές συναλλαγές θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα ένα σημαντικό συναλλακτικό κόστος. Χωρίς να λάβει υπόψη του τον κίνδυνο ο Kalay (1982) έδειξε ότι το αρμπιτράζ από τους συναλλασσόμενους με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί αν το επίπεδο του συναλλακτικού κόστους ήταν αρκετά χαμηλό. Πράγματι, οι Karroff και Walkling (1988, 1990) έδειξαν ότι για μετοχές με χαμηλότερα συναλλακτικά κόστη οι πλεονάζουσες επιστροφές ήταν χαμηλότερες. Αυτό συναντάται κυρίως σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Δηλαδή, εταιρείες και συναλλασσόμενοι με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις τιμές την μέρα αποκοπής, σε μετοχές με χαμηλότερα συναλλακτικά κόστη.

Όταν συνυπολογίζεται ο κίνδυνος που περιλαμβάνεται στις συναλλαγές κατά τη μέρα της αποκοπής, η επιρροή του συναλλακτικού κόστους δεν φαίνεται τόσο ξεκάθαρα. Οι Michaely, Villa και Wang (1997) σε υπόδειγμα τους πρόβλεψαν ότι τα συναλλακτικά κόστη θα μείωναν τον όγκο των συναλλαγών. Περισσότερο ενδιαφέρον έχει η διαδραστική σχέση συναλλακτικού κόστους και κινδύνου. Πρώτον, με ή χωρίς συναλλακτικά κόστη ο κίνδυνος μειώνει τον όγκο των συναλλαγών. Παρόλα αυτά, σε αντίθεση με την τιμή, ο όγκος επηρεάζεται αρνητικά από το επίπεδο του κινδύνου ιδιοσυγκρασίας. Καθώς το επίπεδο του συναλλακτικού κόστους αυξάνεται, ο συστηματικός κίνδυνος επηρεάζεται αρνητικά των όγκο των συναλλαγών. Αυτό συμβαίνει απλά γιατί χωρίς συναλλακτικά κόστη, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να αποφύγουν τον συστηματικό κίνδυνο. Κάτι τέτοιο δεν μπορεί να γίνει αν υπάρχουν

συναλλακτικά κόστη και επηρεάζεται η ποσότητα των συναλλαγών. Εμπειρικά στοιχεία υποστηρίζουν αυτά τα αποτελέσματα. Οι Grundy, Lakonishok και Vermaelen (1986), και Michaely και Villa (1996) δείχνουν ότι ο μη κανονικός όγκος κοντά και στη μέρα της αποκοπής είναι σημαντικός. Δείχνεται έτσι, ότι μια τέλεια φορολογική πελατειακή ομάδα, όπου οι επενδυτές διακρατούν αυστηρά διαφορετικές μετοχές, δεν υπάρχει. Οι Michaely και Villa (1996) δείχνουν ότι και ο κίνδυνος και τα συναλλακτικά κόστη επηρεάζουν τον όγκο των συναλλαγών. Στις μετοχές με χαμηλότερα συναλλακτικά κόστη συναντάται μη κανονικός όγκος και οι διαφορές είναι ουσιαστικές. Επιπλέον βρίσκουν ότι ο κίνδυνος ιδιοσυγκρασίας επηρεάζει σημαντικά τον όγκο των συναλλαγών και ότι ο κίνδυνος της αγοράς έχει μεγαλύτερη επιρροή (αρνητική) στον όγκο των συναλλαγών όταν το επίπεδο του συναλλακτικού κόστους είναι υψηλότερο.

Οι Koski και Michaely (2000) εξετάζουν πολύ μεγάλα «κομμάτια» συναλλαγών κοντά στη μέρα αποκοπής. Τα «κομμάτια» συναλλαγών περιλαμβάνουν μια μεγάλη αγορά και έπειτα πώληση, της μετοχής που πληρώνει σε μέρισμα, μέσα σε λεπτά (με διαφορετική μέρα διακανονισμού για κάθε συναλλαγή). Οι συναλλαγές αυτές γίνονται μέσω διμερών διαπραγματεύσεων ανάμεσα στις δύο εμπλεκόμενες πλευρές. Η διαδικασία αυτή μειώνει ουσιαστικά την έκθεση σε κίνδυνο σε σχέση με την συμβατική διαδικασία συναλλαγών με μερίσματα.

Η πληροφόρηση σχετικά με τη συμπεριφορά του όγκου των συναλλαγών στις ΗΠΑ (Lakonishok και Vermaelen (1986), Michaely και Villa (1996)) και σε άλλες χώρες όπως η Ιταλία (Michaely και Murgia (1995)), η Ιαπωνία (Kato και Lowenstein (1995)) και η Σουηδία (Green και Rydqvist (1999)), δείχνει ξεκάθαρα ότι η συναλλακτική δραστηριότητα έχει θετική σχέση με το μέγεθος του μερίσματος και αρνητική με το επίπεδο του συναλλακτικού κόστους και του κινδύνου. Τα στοιχεία συνάδουν με την αντίληψη ότι οι συναλλαγές σχετίζονται με τους διαφορικούς φόρους.

2.4.4 Μερίσματα και φόροι - συμπεράσματα

Οι διαφορικοί φόροι επηρεάζουν και τις τιμές (τουλάχιστον κοντά στη μέρα αποκοπής του μερίσματος) και τις συναλλακτικές αποφάσεις των επενδυτών. Στις περισσότερες περιόδους από αυτές που έχουν εξεταστεί, η μέση μείωση της τιμής είναι μικρότερη από το μέρισμα που πληρώνεται, υποδηλώνοντας αρνητική επίδραση στην αξία.

Γενικά, η μεταβολή της τιμής δεν μπορεί να αποδοθεί σε λάθη μέτρησης ή σε τριβές της αγοράς. Παρόλα αυτά, είναι σχεδόν σαφές ότι ατέλειες της αγοράς όπως συναλλακτικά κόστη, η αδυναμία πλήρους αντιστάθμισης του κινδύνου και η διάκριση τιμών εμποδίζουν τις συναλλαγές με κίνητρο τους φόρους. Χωρίς αυτές τις ατέλειες, θα ήταν πιθανόν στα δεδομένα τιμολόγησης, να μην εμφανίζεται καμία φορολογική επίδραση. Έτσι, ενώ σε τέλειες και ολοκληρωμένες κεφαλαιακές αγορές, τα μερίσματα μπορεί να μην επηρεάζουν την αξία, σε ατελείς αγορές με συναλλακτικά κόστη η εικόνα αυτή δεν είναι τόσο σαφής. Η θεωρία και ορισμένα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι οι φόροι έχουν σημασία και ότι τα μερίσματα μειώνουν την αξία όταν ο κίνδυνος δεν μπορεί να αντισταθμιστεί πλήρως και οι συναλλαγές έχουν κόστος.

Γενικότερα, τα στοιχεία που προκύπτουν από έρευνες την μέρα αποκοπής του μερίσματος, υποδεικνύουν ότι από φορολογική σκοπιά, τα μερίσματα θα έπρεπε να ελαχιστοποιηθούν. Ο όγκος των συναλλαγών γύρω από αυτά τα γεγονότα είναι πολύ πιο υψηλός από ότι συνήθως, δείχνοντας ότι οι μετοχές αλλάζουν χέρια από την μία ομάδα επενδυτών στην άλλη. Επομένως, οι φόροι επηρεάζουν τη συμπεριφορά. Τα στοιχεία επίσης δείχνουν ότι δεν υπάρχει φορολογική πελατειακή ομάδα που να σχετίζεται αποκλειστικά με τα μερίσματα. Πρώτον, αυτό που ξεκάθαρα φαίνεται είναι ότι οι συναλλαγές τη μέρα της αποκοπής, ανάμεσα σε ομάδες, παρακινούνται από τους φόρους. Είναι επιπλέον εμφανές, ότι ο όγκος τη μέρα της αποκοπής αυξάνεται καθώς αυξάνεται και ο βαθμός φορολογικής ετερογένειας μεταξύ των επενδυτών. Αυτό δείχνει ότι όσο αυξάνονται τα οφέλη από τις συναλλαγές τόσο αυξάνεται και ο όγκος τους. Δεύτερον, η απευθείας εξέταση των επιστροφών φόρων σε ιδιώτες δείχνει ότι κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου 1973-1999, ιδιώτες που βρίσκονται σε υψηλό φορολογικό κλιμάκιο, λαμβάνουν ουσιώδη ποσά φορολογήσιμων μερισμάτων, γεγονός που ανατρέπει τον ισχυρισμό ύπαρξης φορολογικών πελατειακών ομάδων. Τρίτον δεν υπάρχουν αποδείξεις ότι οι αλλαγές στα μερίσματα είναι ενδεικτικές κάποιας στροφής στις προτιμήσεις των πελατειακών ομάδων, όπως θα περιμέναμε αν οι μερισματικές πελατειακές ομάδες όντως υπήρχαν.

Με βάση τα παραπάνω, ίσως να μην προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι οι δοκιμές των στατικών υποδειγμάτων με φόρους δεν ήταν επιτυχείς. Οι δοκιμές αυτές δεν μπορούν να ενσωματώσουν δυναμικές στρατηγικές συναλλαγών, οι οποίες φαίνεται να είναι σημαντικές μέσα στο συγκεκριμένο πλαίσιο. Επιπρόσθετα, ο μεταβαλλόμενος με τον χρόνο κίνδυνος μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σημαντικά θετικούς συντελεστές απόδοσης (Chen, Grundy και Stambaugh, 1990) και υπολειπόμενοι συντελεστές τιμολόγησης μπορούν και αυτοί να συντελέσουν ώστε να έχουμε θετικό συντελεστή

απόδοσης (Fama και French, 1993). Όπως δείχνουν οι Naranjo, Nimalendram και Ryngaert (1998), ακόμη και όταν βρίσκουν επίδραση της μερισματικής απόδοσης, είναι δύσκολο να την αποδώσουν στους φόρους, εφόσον δεν μεταβάλλεται με την σχετική φορολόγηση και απουσιάζει σε μετοχές εταιρειών με μεγάλη κεφαλαιοποίηση στην αγορά. Πράγματι οι μελέτες από τη μέρα αποκοπής του μερίσματος που λαμβάνουν υπόψη τους αυτές τις επιρροές είναι πιο επιτυχημένες όσον αφορά τον προσδιορισμό της έκτασης στην οποία οι φόροι επηρεάζουν τις τιμές και την συμπεριφορά των συναλλασσόμενων.

Στον Πίνακα 2.1 γίνεται περίληψη μέρους της βιβλιογραφίας που υπάρχει πάνω στην φορολόγηση των μερισμάτων. Φαίνεται ότι τα αποτελέσματα δεν είναι σε κάθε περίπτωση ίδια. Διαφέρουν ανάλογα με την μεθοδολογία και την εξεταζόμενη περίοδο. Σε ορισμένες περιπτώσεις η φορολογία επηρεάζει την συμπεριφορά των επενδυτών ενώ σε άλλες όχι. Το ίδιο συμβαίνει και όταν εξετάζονται περίοδοι κατά τις οποίες οι μετοχές διαπραγματεύονται με ή χωρίς μέρισμα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

Περίληψη Έρευνας για Φορολογία και Μερίσματα

Συγγραφείς μελετών	Εξεταζόμενη παράμετρος	Περίοδος δείγματος	Βασικά ευρήματα	Υπόθεση συναφής με τα αποτελέσματα
Black & Scholes (1974)	Προσαρμοσμένο στον κίνδυνο ποσοστό απόδοσης, που συγκρίνεται με μετοχές υψηλής και χαμηλής απόδοσης πριν και μετά τους φόρους.	1947-66	Στατιστικά ασήμαντος ο συντελεστής μερισματικής απόδοσης, χρησιμοποιώντας αποδόσεις και προ και μετά φόρων	Οι επενδυτές δεν είναι αρνητικά διακείμενοι στο να λαμβάνουν πληρωμές από μερίσματα σε ρευστό
Litzenberger & Ramaswamy (1979)	Προσαρμοσμένο στον κίνδυνο ποσοστό απόδοσης κατά τους μήνες αποκοπής του μερίσματος συγκρίνεται με το προσαρμοσμένο στον κίνδυνο ποσοστό απόδοσης κατά τους μήνες μη αποκοπής.	1936-77	Θετικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής μερισματικής απόδοσης	Στους επενδυτές δεν αρέσουν τα μερίσματα σε ρευστό και απαιτούν αποζημίωση για να τα λάβουν
Blume (1980)	Συντελεστής μερισματικής απόδοσης	1936-76	Θετικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής μερισματικής απόδοσης	Στους επενδυτές δεν αρέσουν τα μερίσματα σε ρευστό και απαιτούν αποζημίωση για να τα λάβουν
Gordon & Bradford (1980)	Συντελεστής μερισματικής απόδοσης	1926-78	Θετικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής μερισματικής απόδοσης	Στους επενδυτές δεν αρέσουν τα μερίσματα σε ρευστό και απαιτούν αποζημίωση για να τα λάβουν
Litzenberger & Ramaswamy (1982)	Συντελεστής μερισματικής απόδοσης για μετοχές με διαφορετική μερισματική απόδοση	1936-77	Υψηλότερος συντελεστής μερισματικής απόδοσης για μετοχές με χαμηλότερη μερισματική απόδοση	Τα ευρήματα ερμηνεύονται ως ένδειξη πελατειακών ομάδων υποκινούμενων από τη φορολογία
Miller & Scholes (1982)	Συντελεστής μερισματικής απόδοσης για μετοχές με διαφορετική μερισματική απόδοση	1940-78	Ασήμαντα θετικοί και αρνητικοί συντελεστές μερισματικής απόδοσης και υψηλότεροι συντελεστές για μετοχές με χαμηλότερη μερισματική απόδοση	Τα στοιχεία ερμηνεύονται ως μη συναφή με την υπόθεση της φορολογικής επίδρασης
Kalay & Michaely (1993)	Προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, υψηλής απόδοσης μετοχών συγκρινόμενες με τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις χαμηλής απόδοσης μετοχών	1936-88	Προσαρμοσμένα στον κίνδυνο ποσοστά επιστροφών μετοχών υψηλής απόδοσης δεν διαφέρουν από αυτά μετοχών με χαμηλή απόδοση	Τα δεδομένα δείχνουν διακύμανση στις χρονολογικές σειρές των αποδόσεων και ως τέτοια δεν είναι συναφή με την υπόθεση επίδρασης της φορολογίας
Elton & Gruber (1970)	Πτώση τιμής στην αποκοπή μερίσματος συγκρινόμενη με το μέρισμα ανά μετοχή	1967	Χαμηλότερη πτώση της τιμής κατά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος από ότι το μέρισμα ανά μετοχή και υψηλότερη σχετική πτώση για υψηλότερης απόδοσης μετοχές	Τα στοιχεία ερμηνεύονται ως συναφή με την φορολογική ποινή στις πληρωμές μερισμάτων
Kalay (1982a)	Πτώση τιμής στην αποκοπή μερίσματος συγκρινόμενη με το μέρισμα ανά μετοχή	1967	Χαμηλότερη πτώση της τιμής κατά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος από ότι το μέρισμα ανά μετοχή και υψηλότερη σχετική πτώση για υψηλότερης απόδοσης μετοχές	Οι βραχυχρόνιες συναλλαγές περιορίζουν τις σχέσεις μεταξύ της πτώσης των τιμών και των φόρων

Συγγραφείς μελετών	Εξεταζόμενη παράμετρος	Περίοδος δείγματος	Βασικά ευρήματα	Υπόθεση συναφής με τα αποτελέσματα
Eades, Hess & Kim (1984)	Ποσοστά αποδόσεων την μέρα αποκοπής του μερίσματος για φορολογήσιμες και μη φορολογήσιμες διανομές	1962-80	Υψηλότερες επιστροφές κατά την περίοδο αποκοπής και για τις φορολογήσιμες και για τις μη φορολογήσιμες κατανομές	Τα στοιχεία για την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την μέρα αποκοπής του μερίσματος σκιάζουν την ερμηνεία που βασίζεται στους φόρους
Barclay (1987)	Συμπεριφορά της τιμής της μετοχής κατά τη μέρα αποκοπής του μερίσματος πριν την εισαγωγή φόρων	1900-10	Πριν το 1910, ίση πτώση της τιμής την μέρα αποκοπής και μέρισμα ανά μετοχή	Τα αποτελέσματα είναι συναφή με την παραδοσιακή εξήγηση της συμπεριφοράς των μετοχών κατά την μέρα αποκοπής του μερίσματος
Karpoff & Walkling (1988)	Συσχέτιση απόδοσης και συναλλακτικού κόστους την μέρα αποκοπής του μερίσματος	1964-85	Θετική συσχέτιση μεταξύ των επιστροφών την μέρα αποκοπής και του συναλλακτικού κόστους μετά την εισαγωγή των διαπραγματευόμενων προμηθειών (1975) για μετοχές υψηλής απόδοσης	Τα στοιχεία είναι συναφή με τον περιορισμό των κερδών στις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές
Michaely (1991)	Η πτώση της τιμής τη μέρα της αποκοπής κοντά στην πράξη φορολογικής αναθεώρησης του 1986	1986-89	Πτώση τιμής κατά τη μέρα αποκοπής ίση με το μέρισμα ανά μετοχή πριν και μετά την πράξη φορολογικού ανασχηματισμού το 1986	Τα στοιχεία είναι συναφή με τον περιορισμό των κερδών στις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές
Eades, Hess & Kim (1994)	Η συμπεριφορά των χρονολογικών σειρών για τις αποδόσεις την περίοδο αποκοπής	1962-88	Δραματικές διακυμάνσεις των επιστροφών στις περιόδους αποκοπής του μερίσματος	Οι διακυμάνσεις δεν ανταποκρίνονται σε αλλαγές του φορολογικού κώδικα και δεν είναι συναφή με την κλασική υπόθεση φόρων
Long (1978)	Σχετικές τιμές δύο τάξεων μετοχών για την εταιρεία Citizen Utilities: α) πληρωμή μερισμάτων σε ρευστό και β) μετοχές με μέρισμα	1956-77	Υψηλότερη τιμή στην αγορά για τη σειρά που πληρώνει μέρισμα σε μετρητά σε σχέση με την τιμή της αγοράς για τη σειρά που πληρώνει μέρισμα σε μετοχές	Τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επενδυτές αρέσκονται στο να λαμβάνουν μερίσματα σε ρευστό και είναι διατεθειμένοι να πληρώνουν πριμ γι' αυτό
Poterba (1986)	Πτώση τιμής κατά την περίοδο αποκοπής για την εταιρεία Citizen Utilities	1965-84	Ο λόγος της πτώσης της τιμής τη μέρα αποκοπής προς το μέρισμα είναι μικρότερος από 1 για τη σειρά που πληρώνει μέρισμα σε μετρητά και ίσος με 1 για τη σειρά που πληρώνει μέρισμα σε μετοχές	Τα στοιχεία είναι συναφή με την υπόθεση φόρων
Peterson, Peterson & Ang (1985)	Οι επενδυτές θωρακίζουν τα μερίσματα από τους φόρους δημιουργώντας αντισταθμιστικές πληρωμές	1979	Οι επενδυτές που πληρώνουν φόρους για μερισματικό εισόδημα με εκτιμημένο μέσο όρο οριακού φορολογικού ποσοστού στο μερισματικό εισόδημα 40%	Οι επενδυτές λόγω φόρων θα έπρεπε να δείχνουν αποστροφή στις πληρωμές μερισμάτων σε ρευστό

Πηγή: Lease, Ronald et al, (1999).

2.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση και μερισματική πολιτική

Σε αγορές με συμμετρική πληροφόρηση, όλοι οι ενδιαφερόμενοι έχουν την ίδια πληροφόρηση για μια επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων των μάνατζερ, των τραπεζιτών, των μετόχων και άλλων. Σε περίπτωση που μια ομάδα έχει ανώτερη πληροφόρηση σχετικά με την τρέχουσα κατάσταση της επιχείρησης και τις μελλοντικές της προοπτικές, υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση. Όσοι μελετούν την αγορά πιστεύουν ότι οι μάνατζερς κατέχουν ανώτερη πληροφόρηση για τις επιχειρήσεις σε σχέση με άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Παρακάτω εξετάζεται η χρήση της μερισματικής πολιτικής από άτομα με πληροφόρηση εκ των έσω, και πώς περνούν την πληροφόρηση που έχουν στην αγορά.

2.5.1 Πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης

Μια σχετικά απλή άποψη για τις αλλαγές των μερισμάτων είναι ότι η ανακοίνωση μιας αύξησης τους, είναι σημάδι ότι η διοίκηση έχει αυξημένες προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Η ανακοίνωση της αύξησης επομένως, θεωρείται καλό σημάδι από τους επενδυτές. Αντιθέτως, η ανακοίνωση μιας μείωσης των μερισμάτων είναι σημάδι ότι η εκτίμηση της διοίκησης για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης δεν είναι καλή. Η ανακοίνωση της μείωσης θεωρείται κακό σημάδι από τους επενδυτές σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Συνέπεια των παραπάνω είναι ότι η ανακοίνωση μιας αύξησης των μερισμάτων θα προκαλέσει αύξηση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης ενώ η ανακοίνωση μείωσης θα προκαλέσει την πτώση της τιμής. Η ερμηνεία αυτή των ανακοινώσεων μερισμάτων δεν είναι καινούρια και πάει πίσω στους Miller και Modigliani (1961) και αργότερα στην πιο επίσημο ισχυρισμό των Miller και Rock (1985). Παρόλα αυτά τα πρώτα υποδείγματα σχετικά με την *πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για την κατάσταση της επιχείρησης* (signaling) άρχισαν να αναπτύσσονται στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές του 1980. Τα πιο γνωστά από αυτά είναι του Bhattacharya (1979), των Miller και Rock (1985) και των John και Williams (1985). Η βασική ιδέα σε όλα αυτά τα υποδείγματα είναι ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τα μερίσματα, με σκοπό να σηματοδοτήσουν τις προοπτικές τους.

Το πρώτο επίσημο υπόδειγμα αναπτύχθηκε από τον Bhattacharya (1979). Στο υπόδειγμα του οι μάντζερ δρουν προς το συμφέρον των αρχικών μετόχων και σηματοδοτούν την ποιότητα ενός επενδυτικού σχεδίου, με την δέσμευση σε μία μερισματική πολιτική. Η ποιότητα του σχεδίου είναι πληροφόρηση που μόνο άτομα μέσα από την επιχείρηση έχουν (οι μάντζερ) και μετράται ως η αναμενόμενη κερδοφορία του σχεδίου. Στο υπόδειγμα, βασική είναι η υπόθεση ότι αν οι αποδόσεις του σχεδίου δεν είναι επαρκείς για να καλύψουν την πληρωμή των μερισμάτων τότε η επιχείρηση θα πρέπει να καταφύγει σε εξωτερική χρηματοδότηση για να καλύψει την απώλεια. Κάτι τέτοιο εμπερικλείει συναλλακτικά κόστη και για μια εταιρεία με χαμηλής ποιότητας επενδυτικό σχέδιο είναι ασύμφορο να μιμηθεί μια επιχείρηση με υψηλής ποιότητας επενδυτικό σχέδιο. Η δεύτερη θα έχει χαμηλότερα αναμενόμενα συναλλακτικά κόστη για να φτάσει στο επίπεδο των μερισμάτων για τα οποία έχει δεσμευτεί. Το υπόδειγμα του Bhattacharya ήταν το πρώτο σημαντικό βήμα για να κατανοηθεί ο λόγος που οι επιχειρήσεις πληρώνουν μέρισμα. Βέβαια, δέχτηκε και κριτική καθώς αναφέρεται σε δέσμευση σε ένα ορισμένο επίπεδο μερισμάτων ενώ τα μερίσματα δεν αποτελούν υποχρέωση από συμβόλαιο, αλλά μια πληρωμή στους κατά καιρούς δικαιούχους. Επιπλέον, κριτική ασκήθηκε καθώς οι επαναγορές μετοχών θα ήταν πιο πρόσφορο μέσο για την παροχή πληροφοριών στην αγορά. Στο συγκεκριμένο υπόδειγμα όμως μερίσματα και επαναγορές μετοχών είναι τέλεια υποκατάστατα. Το υπόδειγμα του Bhattacharya αποκαλύπτει δυνάμεις και αδυναμίες της βιβλιογραφίας πάνω στην πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης.

Επειδή τα πρώτα υποδείγματα δεν ήταν ικανοποιητικά διάφορες εναλλακτικές θεωρίες για την πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης άρχισαν να αναπτύσσονται. Οι Miller και Rock (1985), όπως και ο Bhattacharya κατασκεύασαν επίσης ένα υπόδειγμα δύο περιόδων. Στο υπόδειγμά τους οι μάντζερ θεωρείται ότι έχουν προσωπική πληροφόρηση για τα πραγματοποιηθέντα κέρδη, από τα οποία χρηματοδοτούν τις πληρωμές για μερίσματα. Στους επενδυτές είναι άγνωστα και το νέο επίπεδο επενδύσεων καθώς και τα κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι μπορούν να πωλούν τις μετοχές τους σε οποιαδήποτε στιγμή. Στόχος των μάντζερ είναι να τους μεταφέρουν τη σωστή πληροφόρηση ώστε να μην πωλούν τις μετοχές τους υποτιμημένες. Οι «καλύτερες» εταιρείες κάνουν λιγότερες επενδύσεις και πληρώνουν μεγάλα μερίσματα ώστε να ανέβει η τιμή της μετοχής τους. Κάτι τέτοιο δεν είναι ελκυστικό και δεν μπορούν να το κάνουν πιο «φτωχές» επιχειρήσεις για να πληρώσουν τα ίδια επίπεδα μερισμάτων. Ο ισχυρισμός του υποδείγματος των Miller και Rock, ότι οι επιχειρήσεις δεν κάνουν επενδύσεις για να πληρώσουν υψηλότερο

μέρισμα και να σηματοδοτήσουν υψηλότερα κέρδη είναι εύλογος και η θεωρία τους δεν βασίζεται σε υποθέσεις που είναι δύσκολο να ερμηνευτούν όπως στο υπόδειγμα του Bhattacharya. Υπόκειται όμως στην κριτική που είναι τυπική αυτών των υποδειγμάτων. Δεν είναι σαφές σε περίπτωση φορολογίας αν τα μερίσματα θα παρέμεναν η καλύτερη μορφή πληροφόρησης ή αν θα προτιμούσαν οι επιχειρήσεις τις επαναγορές μετοχών. Επομένως, το υπόδειγμα των Miller και Rock δεν είναι ικανό να επιλύσει το μερισματικό αίνιγμα.

Οι John και Williams (1985) στο υπόδειγμά τους παρουσιάζουν τους φόρους ως το κόστος μείωσης των κερδών (dissipative cost). Προσδιορίζουν μια ισορροπία στην πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα με τα φορολογήσιμα μερίσματα. Στην ισορροπία, οι υπεύθυνοι των «καλών» επιχειρήσεων, διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα και λαμβάνουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές τους, όποτε η ζήτηση για ρευστά και από την επιχείρηση και από τους μετόχους υπερβαίνει την εσωτερική προσφορά ρευστών. Έτσι πολλές επιχειρήσεις, αντί να επαναγοράσουν μετοχές, διανέμουν μερίσματα που προκαλούν μεγαλύτερη ζήτηση για ρευστό από την εσωτερική προσφορά. Άλλες επιχειρήσεις της μέρας που η μετοχή διαπραγματεύεται μέρισμα και της μέρας αποκοπής είναι χαμηλότερη διανέμουν μερίσματα και ταυτόχρονα πωλούν νέες μετοχές. Συνοπτικά τρία από τα σημαντικά τους ευρήματα είναι α) στην πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα σε ισορροπία, οι επιχειρήσεις που αναμένουν υψηλότερες μελλοντικές λειτουργικές ταμιακές ροές, ιδανικά πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα, β) η άριστη μερισματική πολιτική περιλαμβάνει μερισματική εξομάλυνση σχετικά με τις μελλοντικές λειτουργικές ταμιακές ροές και γ) το άριστο μέρισμα είναι υψηλότερο για μικρότερο φορολογικό μειονέκτημα των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αντίθεση με τα δύο προηγούμενα υποδείγματα, το συγκεκριμένο δείχνει ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών. Μια επιχείρηση δεν μπορεί να επιτύχει τον αντικειμενικό της στόχο για υψηλότερη αξιολόγηση αντικαθιστώντας μια νομισματική μονάδα μερίσματος με μία νομισματική μονάδα κεφαλαιακών κερδών.

Μετά τους Miller και Rock (1985) και John και Williams (1985) αναπτύχθηκαν αρκετές άλλες θεωρίες με πολλαπλά σημάδια. Οι Ambarish, John και Williams (1987) κατασκεύασαν ένα υπόδειγμα μιας περιόδου, με μερίσματα, επενδύσεις και επαναγορές μετοχών. Η αποτελεσματική ισορροπία στην πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα στην αγορά, έχει τις ακόλουθες ιδιότητες. Γενικά οι «εκ των έσω» στις επιχειρήσεις σηματοδοτούν τις αποφάσεις τους με μερίσματα και επενδύσεις ή ισοδύναμα με μερίσματα και επαναγορές μετοχών. Σε περίπτωση ασύμμετρης

πληροφόρησης οι «εκ των έσω» στις επιχειρήσεις ιδανικά θα απορρίψουν σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία. Επειδή οι πηγές και οι χρήσεις των εταιρικών κεφαλαίων πρέπει να συμφωνούν, σχέδια με θετική (αρνητική) καθαρή παρούσα αξία, θα έχουν για επαναγορές μετοχών αρνητικά (θετικά) οριακά κόστη. Συνεπώς, τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης επαναγοράς μετοχών πρέπει να είναι θετικά στην πρώτη περίπτωση και αρνητικά στη δεύτερη. Αντιθέτως, τα μερίσματα έχουν πάντα κόστος στο περιθώριο, κι έτσι το αποτέλεσμα της ανακοίνωσής τους πρέπει να είναι πάντα θετικό. Οπότε γενικεύουν αποτελέσματα οικεία από τους John και Williams και Miller και Rock. Ο Williams (1988) ανέπτυξε ένα υπόδειγμα πολλών περιόδων με τα παραπάνω στοιχεία. Έδειξε ότι σε αποτελεσματική ισορροπία πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης, οι επιχειρήσεις τυπικά πληρώνουν μέρισμα, επιλέγουν τις επενδύσεις τους σε επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία ώστε να μεγιστοποιήσουν την καθαρή παρούσα αξία και εκδίδουν νέες μετοχές.

Οι Constantinides και Grundy (1989) επικεντρώθηκαν στη διάδραση μεταξύ αποφάσεων επενδύσεων και επαναγορών και χρηματοδοτικών αποφάσεων σε ισορροπία πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα για τις προοπτικές της επιχείρησης. Με σταθερή την επένδυση, η έκδοση ομολογίας δεν μπορεί να δράσει ως σηματοδότηση ενώ μια μετατρέψιμη ομολογία μπορεί. Όταν ιδανικά οι επενδύσεις επιλέγονται και δεν είναι σταθερές, τότε η έκδοση ομολογίας έχει ρόλο σηματοδότησης. Οι Allen, Bernardo και Welch (2000) θεωρούν τα μερίσματα ως ευνοϊκό σημάδι. Οι επιχειρήσεις πληρώνουν μέρισμα επειδή ενδιαφέρονται για την προσέλκυση καλύτερα ενημερωμένων πελατειακών ομάδων. Οι μέτοχοι αυτοί έχουν ένα σχετικό πλεονέκτημα στο να εξακριβώνουν την υψηλή επιχειρησιακή ποιότητα. Οι χαμηλής ποιότητας επιχειρήσεις δεν έχουν κίνητρο να μιμηθούν τις πρώτες, από τη στιγμή που δεν επιθυμούν να αποκαλυφθεί η πραγματική τους αξία. Το 1998 ο Kumar παρουσίασε μια θεωρία εξομάλυνσης των μερισμάτων. Οι μάνατζερ που παίρνουν τις επενδυτικές αποφάσεις ξέρουν τον τύπο παραγωγικότητας της επιχείρησης, ενώ οι επενδυτές όχι. Επίσης επειδή διαφοροποιούνται λιγότερο από τους εξωτερικούς επενδυτές, θέλουν να επενδύσουν λιγότερο. Οι μάνατζερ θα προσπαθήσουν να επιτύχουν μικρότερη επένδυση, υποβιβάζοντας τον παραγωγικό τύπο της επιχείρησης. Σύμφωνα με το υπόδειγμα δεν μπορεί να υπάρξει πλήρως αποκαλυπτική ισορροπία (παρά μόνο σε βασικά σημεία ισορροπία), στην οποία τα μερίσματα να σηματοδοτούν πλήρως την παραγωγικότητα. Αν συνέβαινε κάτι τέτοιο οι μέτοχοι θα μπορούσαν να συνάγουν τον πραγματικό τύπο της παραγωγικότητας.

Τα υποδείγματα που υπάρχουν δεν έχουν ασχοληθεί πολύ με τη σχέση ανάμεσα στις αλλαγές των μερισμάτων και στις αλλαγές του κινδύνου. Οι Grullon, Michaely και Swaminathan (2002) παρουσίασαν μια εναλλακτική εξήγηση, την «υπόθεση ωριμότητας». Όσο η επιχείρηση ωριμάζει οι επενδυτικές ευκαιρίες που έχει συρρικνώνονται και ταυτόχρονα μειώνεται και ο κίνδυνος. Όσο μειώνονται οι επενδυτικές ευκαιρίες αυξάνονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές και οδηγούν σε αύξηση των μερισμάτων. Σύμφωνα με την «υπόθεση ωριμότητας» το καλό είναι ότι μειώνεται ο κίνδυνος και το κακό ότι μειώνονται οι επενδυτικές ευκαιρίες και επομένως η κερδοφορία. Αν η αγορά αντιδράσει θετικά σημαίνει ότι η μείωση του κινδύνου υπερσχύει των νέων για μείωση της κερδοφορίας. Άλλη πιθανότητα είναι επειδή αναλογίζονται τα agency, οι επενδυτές να βλέπουν την αύξηση μερισμάτων θετικά.

2.5.2. Εμπειρικά δεδομένα

Στους Miller και Modigliani αναφέρεται το «πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων». Ότι δηλαδή, αν οι μάνατζερ παίρνουν αποφάσεις για τις τρέχουσες μερισματικές πληρωμές και επηρεάζονται από τις προσδοκίες τους για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης, τότε οι αλλαγές στα μερίσματα θα φέρουν πληροφόρηση στην αγορά για τα μελλοντικά κέρδη. Η ικανότητα των μερισμάτων να φέρουν πληροφόρηση στην αγορά έχει εξεταστεί πάνω στα επόμενα τρία ζητήματα. Πρώτον, αν οι απρόβλεπτες αλλαγές στα μερίσματα προκαλούν μεταβολή των τιμών των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση όταν ανακοινώνονται. Δεύτερον, αν οι απρόβλεπτες ανακοινώσεις των αλλαγών στα μερίσματα συνοδεύονται από αναθεωρήσεις στις προσδοκίες της αγοράς για τα μελλοντικά κέρδη και τρίτον, αν οι αλλαγές στα μερίσματα προβλέπουν μελλοντικά κέρδη μεγαλύτερα από τις προβλέψεις που είχαν γίνει με βάση τα παρελθόντα κέρδη. Παρακάτω παρουσιάζονται πρώτα τα ευρήματα για τη σχέση μεταξύ αλλαγών των μερισμάτων και αλλαγών των τιμών αφού η πλειοψηφία των εμπειρικών ερευνών έχει επικεντρωθεί σε αυτό το θέμα.

Ο Pettit (1972) χρησιμοποίησε μηνιαία δεδομένα για να ερευνήσει τον δείκτη μη κανονικής απόδοσης των επιχειρήσεων που έχουν αλλαγές στα μερίσματα. Βρήκε θετική σχέση μεταξύ μερισματικών αλλαγών και αλλαγών στις τιμές των μετοχών. Ανακοινώσεις για αύξηση μερισμάτων ακολουθούνται από σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών και αντιστρόφως. Το μέγεθος της αντίδρασης στην τιμή της μετοχής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την μερισματική αλλαγή. Οι Aharony και Swary (1980)

έδειξαν ότι αυτές οι αλλαγές στις τιμές συνεχίζουν να ισχύουν ακόμη και αφού έχουν λάβει υπόψη τους τις ταυτόχρονες ανακοινώσεις των κερδών. Οι Asquith και Mullins (1983) ερεύνησαν την επίδραση των μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων. Ανέλυσαν 168 επιχειρήσεις οι οποίες είτε πλήρωναν το πρώτο τους μέρισμα, είτε μετά από ένα χάσμα δέκα ετών διανέμουν ξανά μέρισμα. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν μεγαλύτερες θετικές πλεονάζουσες αποδόσεις από οποιαδήποτε μελέτη που είχε γίνει νωρίτερα στα μερίσματα. Το αποτέλεσμα δεν εξαρτάται από κανένα άλλο γεγονός (όπως ανακοινώσεις κερδών) και η πλεονάζουσα απόδοση σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της αρχική πληρωμής. Μετέπειτα, εξετάστηκαν μερισματικές αυξήσεις στο ίδιο δείγμα επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα για τις μερισματικές αυξήσεις (1,2%) είναι μικρά σε σύγκριση με την αρχική αύξηση και συγκρίνονται με αυτά που βρήκαν οι Charest και Aharony και Swary. Τα αποτελέσματα και για τα αρχικά και για τα μεταγενέστερα μερίσματα, είναι συναφή με την άποψη ότι τα μερίσματα φέρουν μοναδική και πολύτιμη πληροφόρηση στους επενδυτές. Επίσης και οι Healy και Palepu (1988) και Michaely, Thaler και Womack (1995) (παραλήψεις μερισμάτων) έδειξαν ότι η αγορά αντιδρά θεαματικά σε τέτοιες ανακοινώσεις. Η μέση πλεονάζουσα απόδοση είναι περίπου 3% για απόφαση διανομής μερίσματος και -7% για παραλείψεις μερισμάτων.⁸ Οι Kalay και Lowenstein (1986) αναφέρουν ότι η στιγμή που ανακοινώνονται τα μερίσματα περιέχει πληροφορίες. Βρήκαν ότι, κατά μέσο όρο, οι ανακοινώσεις μερισμάτων που γίνονται νωρίς υποδηλώνουν καλά νέα, ενώ οι ανακοινώσεις που γίνονται αργά υποδηλώνουν άσχημα νέα. Κλείνοντας το πρώτο ζήτημα, αν δηλαδή οι απρόβλεπτες αλλαγές στα μερίσματα προκαλούν μεταβολή των τιμών των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση όταν ανακοινώνονται, οι περισσότερες μελέτες αναφέρουν ότι μερισματικές αυξήσεις και αποφάσεις για διανομή μερίσματος συντελούν σε σημαντικές θετικές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και το αντίθετο ισχύει για μερισματικές μειώσεις και παραλείψεις. Μάλιστα στην δεύτερη περίπτωση των μειώσεων ή/ και παραλείψεων οι αντιδράσεις φαίνεται να είναι πολύ πιο έντονες.

Κανείς δεν ξέρει τις προσδοκίες που επικρατούν στην αγορά, είτε πρόκειται για τις τιμές των μετοχών είτε για τα κέρδη. Στην περίπτωση των κερδών όμως μπορούν να γίνουν δοκιμές κοιτάζοντας τις εκτιμήσεις των αναλυτών των χρηματοοικονομικών αγορών. Έτσι, γίνεται η ανάλυση του δεύτερου ζητήματος, ότι απρόβλεπτες αλλαγές στα μερίσματα συνοδεύονται από αναθεωρήσεις στις προσδοκίες της αγοράς για τα μελλοντικά κέρδη προς την ίδια κατεύθυνση με αυτή της αλλαγής των μερισμάτων. Οι Ofer και Siegel (1987) αναφέρουν μια σχέση μεταξύ ανακοινώσεων απρόβλεπτων

⁸ Οι παραλείψεις, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα, αφορούν στην απόφαση της επιχείρησης να σταματήσει τη διανομή μερίσματος.

αλλαγών στην χρηματοοικονομική πολιτική και απρόβλεπτων αλλαγών στις επιδόσεις της επιχείρησης. Χρησιμοποιούν μια μεθοδολογία που συνδυάζει την ανάλυση της κίνησης των τιμών των μετοχών και τα δεδομένα για την πρόβλεψη των κερδών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μετά την ανακοίνωση μιας απρόβλεπτης μερισματικής αλλαγής, οι αναλυτές αναθεωρούν τις προβλέψεις τους για τα κέρδη βασιζόμενοι στην λογική. Συγκεκριμένα, αναφέρουν μια συστηματική σχέση ανάμεσα στα λάθη των προβλέψεων για προβλέψεις που έγιναν πριν τις ανακοινώσεις μερισμάτων και είτε στο μέγεθος της απρόβλεπτης μερισματικής αλλαγής, είτε στην αλλαγή της τιμής της μετοχής κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης. Επιπλέον, αυτή η συστηματική σχέση εξαφανίζεται για προβλέψεις που έγιναν μετά την ανακοίνωση των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα τους επομένως, είναι συναφή με την υπόθεση που αφορά απρόβλεπτες μερισματικές αλλαγές που ακολουθούνται από αναθεωρήσεις στις προσδοκίες της αγοράς.

Οι Bernheim και Wantz (1995) μελέτησαν την αντίδραση της αγοράς στις μερισματικές αλλαγές κάτω από διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα. Σε περιόδους που οι σχετικοί φόροι στα μερίσματα είναι υψηλότεροι από τους φόρους στα κεφαλαιακά κέρδη, η υπόθεση ότι τα μερίσματα φέρουν πληροφόρηση υπονοεί ότι η αντίδραση της αγοράς στις μερισματικές αυξήσεις θα πρέπει να είναι πιο ισχυρή, καθώς είναι πιο δαπανηρή η πληρωμή μερισμάτων. Από τη στιγμή που είναι πιο ακριβή η σηματοδότηση, οι τρόποι που χρησιμοποιούνται για να γίνει είναι πιο αποκαλυπτικοί για αυτούς που τους επιλέγουν. Η υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ροών κάνει την αντίθετη πρόβλεψη. Εφόσον η πληρωμή μερισμάτων είναι πιο ακριβή ενώ το όφελος δεν διαφοροποιείται, η αγορά θα έπρεπε να αντιδράσει λιγότερο ευνοϊκά στις αυξήσεις των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα των Bernheim και Wantz είναι συναφή με την υπόθεση ότι τα μερίσματα φέρουν πληροφόρηση. Σε περιόδους όπου τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο η αντίδραση της αγοράς σε πληρωμές μερισμάτων είναι πιο ευνοϊκή.

Το επόμενο βήμα είναι η εξέταση του θεμελιώδους υπαινιγμού ότι οι αλλαγές σε μερίσματα και οι αλλαγές στα μελλοντικά κέρδη κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Ο Watts (1973) ήταν από τους πρώτους που εξέτασε την πρόταση ότι η γνώση για τα τρέχοντα μερίσματα βελτιώνει τις προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη παραπάνω από αυτή που βασίζεται σε τρέχοντα και παρελθόντα κέρδη. Χρησιμοποίησε 310 επιχειρήσεις με πλήρη πληροφόρηση για κέρδη και μερίσματα για τα έτη 1946-67 και ετήσιους ορισμούς για τα μερίσματα και τα κέρδη. Ο Watts εξέτασε αν τα κέρδη στο έτος $t+1$ μπορούσαν να εξηγηθούν από τα επίπεδα των μερισμάτων και των κερδών στον τρέχοντα χρόνο (t) και στον προηγούμενο ($t-1$). Για κάθε επιχείρηση στο δείγμα ο

Watts εκτίμησε τους τρέχοντες και παρελθόντες μερισματικούς συντελεστές. Αν και βρήκε ότι ο μέσος μερισματικός συντελεστής στις επιχειρήσεις ήταν θετικός, το μέσο επίπεδο σημαντικότητας ήταν χαμηλό. Στην πραγματικότητα μόνο το 10% των συντελεστών ήταν οριακά σημαντικό. Οι αλλαγές σε επίπεδα κερδών και μερισμάτων απέδωσαν παρόμοια αποτελέσματα. Παρομοίως ο Γονίδης (1978) είχε αδύναμες ενδείξεις ότι τα τρέχοντα μερίσματα βελτιώνουν την προβλεψιμότητα των μελλοντικών κερδών. Οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) ερεύνησαν τα κέρδη και τα μερίσματα επιχειρήσεων που ήταν στις λίστες του NYSE ή του AMEX και δεν βρήκαν κάποια ιδιαίτερη σχέση για την αλλαγή των μερισμάτων και την πληροφόρηση που μπορεί να φέρει για αλλαγή των μελλοντικών κερδών. Το μόνο ισχυρό στοιχείο πρόβλεψης που βρίσκεται στη μελέτη, είναι ότι οι μειώσεις μερισμάτων σηματοδοτούν αξιόπιστα αύξηση στα μελλοντικά κέρδη. Υπάρχουν ορισμένα στοιχεία ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα είναι λιγότερο πιθανόν να αντιμετωπίσουν μείωση των κερδών τους στο μέλλον σε σχέση με επιχειρήσεις που διατηρούν σταθερό μέρισμα. Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι οι μερισματικές αλλαγές μας δίνουν στοιχεία κυρίως για το πρόσφατο παρελθόν και δεν αποτελούν σηματοδότηση για απρόβλεπτες αλλαγές στα μελλοντικά κέρδη. Άλλες έρευνες δείχνουν ότι ακραίες αλλαγές εμπεριέχουν κάποια πληροφόρηση για μελλοντικές αλλαγές στα κέρδη. Οι Healy και Paleru (1988) έδειξαν ότι αλλαγές στα κέρδη μετά από απόφαση για διανομή μερισμάτων ή παράληψη, προβλέπονται (τουλάχιστον κατά ένα μέρος) τη στιγμή της ανακοίνωσης των μερισμάτων.

Σε μια ενδιαφέρουσα μελέτη, οι DeAngelo et al, (1996), εξέτασαν 145 επιχειρήσεις, που η μεγέθυνση των ετήσιων κερδών τους μειώνεται στο χρόνο μηδέν, ύστερα από 9 τουλάχιστον χρόνια συνεχούς μεγέθυνσης των κερδών. Ο χρόνος μηδέν αντιπροσωπεύει την πρώτη μείωση των κερδών μετά από πολλά χρόνια. Η δοκιμή τους επικεντρώθηκε στην απόφαση για τα μερίσματα το χρόνο μηδέν, καθώς αυτή μπορεί να έφερε σημαντική πληροφόρηση στα άτομα εκτός της επιχείρησης, βοηθώντας την αγορά να εκτιμήσει αν η μείωση των κερδών ήταν μόνιμη ή παροδική. Οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner δεν βρήκαν στοιχεία ότι ευνοϊκές μερισματικές αποφάσεις (π.χ. αυξήσεις μερισμάτων) αποτελούσαν αξιόπιστο σημάδι για μεγαλύτερα μελλοντικά κέρδη. Για τις 99 επιχειρήσεις που είχαν αυξήσει τα μερίσματά τους, δεν υπήρξε κάποια θεαματική αύξηση των κερδών. Μάλιστα, σε απόλυτους όρους, η επίδοση των κερδών τους δεν ήταν καλύτερη από εκείνη των εταιρειών που δεν είχαν μεταβάλλει τα μερίσματά τους. Επομένως δεν υπήρξε κάποιο αξιόπιστο στοιχείο ότι τα μερίσματα παρέχουν πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη.

Στους παρακάτω πίνακες φαίνονται οι πιο βασικές μελέτες πάνω στην πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα και οι ανακοινώσεις τους. Στον Πίνακα 2.2 φαίνεται ότι κατά κανόνα οι ανακοινώσεις μερισμάτων εκλαμβάνονται ως θετικό σημάδι από τους επενδυτές. Όταν όμως οι αυξήσεις των μερισμάτων συνοδεύονται από εξωτερική χρηματοδότηση τα αποτελέσματα είναι αρνητικά. Οι επενδύσεις ερμηνεύονται με διαφορετικό τρόπο από τους επενδυτές σε σχέση με το μέγεθος της επιχείρησης και το στάδιο στο οποίο βρίσκεται (αναπτυσσόμενη ή ώριμη επιχείρηση). Στον Πίνακα 2.3 φαίνονται τα αποτελέσματα από τις ανακοινώσεις μερισμάτων. Κατά κανόνα φαίνεται ότι οι ανακοινώσεις επηρεάζουν την αγορά και αυτό φαίνεται στις τιμές των μετοχών. Οι ανακοινώσεις μερισμάτων ερμηνεύονται θετικά. Αν οι εταιρείες καθυστερήσουν την ανακοίνωση των μερισμάτων η ερμηνεία που δίνεται από τους επενδυτές είναι αρνητική. Αρνητική είναι και η επίδραση στις τιμές των μετοχών όταν έχουμε παραλείψεις (μειώσεις) μερισμάτων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2

Περίληψη Επιλεγμένων Υποδειγμάτων για την Πληροφόρηση που Φέρουν τα Μεριίσματα

Συγγραφείς μελετών	Πληροφορίες/ σημάδια (signals)	Βασικοί εμπειρικοί ισχυρισμοί
John & Williams (1985)	Μεριίσματα σε ρευστό	Οι αυξήσεις των μερισμάτων προκαλούν αυξήσεις των τιμών των μετοχών. Η ανταπόκριση των τιμών των μετοχών θα έπρεπε να είναι υψηλότερη με εξωτερική χρηματοδότηση υψηλότερη και με μεγαλύτερες δυσμενείς φορολογικές συνέπειες για τα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.
Bhattacharya (1979)	Μεριίσματα σε ρευστό	Τα αποτελέσματα από την ανακοίνωση της αύξησης των μερισμάτων είναι θετικά. Οι μερισματικές αποδόσεις είναι χαμηλότερες, με μεγαλύτερες δυσμενείς φορολογικές συνέπειες και υψηλότερα κόστη εξωτερικής χρηματοδότησης, που σχετίζονται με την έκδοση νέων ασφαλειών (flotation costs)
Miller & Rock (1985)	Μεριίσματα σε ρευστό (καθαρά από εξωτερική χρηματοδότηση)	Τα αποτελέσματα από την ανακοίνωση της αύξησης των μερισμάτων είναι θετικά. Τα αποτελέσματα από την ανακοίνωση αύξησης εξωτερικής χρηματοδότησης είναι αρνητικά.
Ambarish, John & Williams (1987)	Μεριίσματα σε ρευστό και επενδύσεις	Τα αποτελέσματα από την ανακοίνωση της αύξησης μερισμάτων (διαφορετικά για τις αναπτυσσόμενες και τις ώριμες επιχειρήσεις) και των επαναγορών μετοχών είναι θετικά. Τα αποτελέσματα από την ανακοίνωση έκδοσης κοινών μετοχών είναι θετικά (αρνητικά) για αναπτυσσόμενες (ώριμες) επιχειρήσεις.
John & Mishra (1990)	Επενδύσεις και εσωτερικές (από την επιχείρηση) συναλλαγές	Τα αποτελέσματα των ανακοινώσεων για ανάλωση κεφαλαίων είναι θετικά (αρνητικά) για αναπτυσσόμενες (ώριμες) επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης είναι θετικά (αρνητικά) για αγορές (πωλήσεις) από άτομα της επιχείρησης.
John & Lang (1991)	Πρωτοβουλία για μερίσματα και εσωτερικές (από την επιχείρηση) συναλλαγές	Τα αποτελέσματα των ανακοινώσεων για εκδόσεις μερισμάτων, που συνοδεύονται από ταυτόχρονη αγορά (πώληση) από άτομα της επιχείρησης, είναι θετικά (αρνητικά).

Πηγή: Lease, Ronald et al, (1999).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3

Περίληψη Μελετών για τα Αποτελέσματα της Ανακοίνωσης των Μερισμάτων

Συγγραφείς μελετών	Τύπος ανακοίνωσης	Περίοδος μελέτης δεδομένων	Μέγεθος δείγματος	Αποτέλεσμα ανακοίνωσης Πλεονάζουσες επιστροφές δύο ημερών (%)	Υπόθεση που στηρίζεται από τα αποτελέσματα
Pettit (1972)	Αλλαγές μερισμάτων	1967-1969	135	Αυξήσεις = +0,935 Μειώσεις = -3,69	Οι ανακοινώσεις αλλαγών στα μερίσματα φέρουν ουσιώδη πληροφόρηση. Η αγορά είναι αποτελεσματική στο να ενσωματώνει πληροφόρηση στις τιμές των μετοχών
Aharony & Swary (1980)	Αλλαγές μερισμάτων	1963-1976	149	Όταν οι ανακοινώσεις κερδών προηγούνται ή ακολουθούν ανακοινώσεις μερισμάτων: για αυξήσεις μερισμάτων +0,72 και +1,03, αντίστοιχα. Για μειώσεις μερισμάτων -3,76 και -2,82 αντίστοιχα.	Αλλαγές στα τριμηνιαία μερίσματα σε ρευστό, παρέχουν περισσότερη πληροφόρηση από αυτή που παρέχεται από τα τριμηνιαία στοιχεία κερδών. Η αγορά των μετοχών προσαρμόζεται αποτελεσματικά σε τριμηνιαία μερισματική πληροφόρηση.
Asquith & Mullins (1983)	Έναρξη μερισμάτων	1964-1980	168	+3,7	Η έναρξη μερισματικής πολιτικής φέρει θετική πληροφόρηση στην αγορά.
Kalay & Lowenstein (1986)	Αν τα μερίσματα ανακοινώθηκαν νωρίς ή αργά	1981	Νωρίς: 72 Αργά: 76	Νωρίς = +0,331 Αργά = -0,124	Η καθυστέρηση της ανακοίνωσης μερισμάτων, στην αγορά ερμηνεύεται σα να φέρει αρνητική πληροφόρηση.
Healy & Palepu (1988)	Έναρξη μερισμάτων Παραλείψεις μερισμάτων	1969-1980	Ενάρξεις: 131 Παραλείψεις: 172	Ενάρξεις = +3,9 Παραλείψεις = -9,5	Με τις ενάρξεις μερισμάτων αυξάνεται η τιμή των μετοχών. Με τις παραλείψεις μερισμάτων μειώνεται η τιμή των μετοχών. Επιπλέον, η απόδοση των κερδών μιας επιχείρησης μεταβάλλεται σημαντικά κοντά είτε σε μια έναρξη είτε σε μια παράλειψη μερίσματος.
Lang & Litzenberger (1989)	Έναρξη μερισμάτων	1979-1984	429	Για $Q > 1$, μέση καθημερινή μη κανονική επιστροφή = +0,3 Για $Q < 1$, μέση καθημερινή μη κανονική επιστροφή = +1,1	Η μέση επιστροφή για επιχειρήσεις με $Q < 1$ είναι σημαντικά μεγαλύτερη (3 φορές) από ότι για επιχειρήσεις με $Q > 1$. Οι αλλαγές μερισμάτων για επιχειρήσεις που υπερεπενδύουν σηματοδοτούν πληροφόρηση σχετικά με επενδυτικές πολιτικές.
John & Lang (1991)	Έναρξη μερισμάτων	1975-1985	265	Όλες οι επιχειρήσεις, +3,23 Για ομάδα που κάνει πωλήσεις και προέρχεται από άτομα της επιχείρησης, 2,2 λιγότερο σε σχέση με το ποσοστό των υπόλοιπων ομάδων.	Το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης για ενάρξεις μερισμάτων είναι χαμηλότερο κατά 2,2% όταν συνοδεύεται από πωλήσεις από άτομα της επιχείρησης, από ότι θα ήταν αλλιώς. Τα στοιχεία είναι συναφή, με τις συναλλαγές «εκ των έσω» να αποτελούν σημάδι από κοινού με τις αυξήσεις μερισμάτων.

Συγγραφείς μελετών	Τύπος ανακοίνωσης	Περίοδος μελέτης δεδομένων	Μέγεθος δείγματος	Αποτέλεσμα ανακοίνωσης Πλεονάζουσες επιστροφές δύο ημερών (%)	Υπόθεση που στηρίζεται από τα αποτελέσματα
Dyl & Weigand (1998)	Έναρξη μερισμάτων	1972-1993	240	Πτώση διακύμανσης: από 0,001329 σε 0,001138 Πτώση του συντελεστή beta: από 1,397 σε 1,218	Οι ενάρξεις μερισμάτων φέρουν πληροφόρηση στην αγορά σχετικά με τον χαμηλότερο κίνδυνο (διακύμανση και συντελεστής beta) της επιχείρησης. Ο κίνδυνος είναι χαμηλότερος για τον χρόνο που ακολουθεί την έναρξη μερίσματος.
Lipson, Macquieira & Megginson (1998)	Έναρξη μερισμάτων	1980-1990	1628 IPOs 114 ενάρξεις	+1,53	Οι ενάρξεις μερισμάτων σχετίζονται με τις επακόλουθες ευνοϊκές εκπλήξεις των κερδών. Οι εκπλήξεις των κερδών είναι πιο ευνοϊκές για επιχειρήσεις που αποφάσισαν έναρξη μερισμάτων παρά για επιχειρήσεις που το ίδιο διάστημα εισήχθησαν στο χρηματιστήριο και δεν επέλεξαν την έναρξη μερίσματος.
Benartzi, Michaely & Thaler (1997)	Αυξήσεις μερισμάτων Μειώσεις μερισμάτων	1979-1991	1025	Αυξήσεις = +0,81 Μειώσεις = -2,53	Οι τιμές των μετοχών αυξάνονται όταν αυξάνονται τα μερίσματα και μειώνονται όταν τα μερίσματα μειώνονται. Δεν υπάρχουν στοιχεία ότι οι μερισματικές αλλαγές περιέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με τις αλλαγές στα μελλοντικά κέρδη.

Πηγή: Lease, Ronald et al, (1999).

2.5.3 Μερισματική πολιτική και θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους

Η θεωρία ή το πρόβλημα, όπως συχνά αναφέρεται, του αντιπροσωπευτικού κόστους (agency cost theory) είναι τα αντιπροσωπευτικά προβλήματα που δημιουργούνται μεταξύ των ατόμων που δουλεύουν μέσα στην επιχείρηση (ουσιαστικά παίρνουν τις αποφάσεις των επενδύσεων π.χ. μάντζερς) και των εξωτερικών μετόχων. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, αν τα κέρδη δεν δοθούν στους μετόχους, μπορούν να εκτραπούν από τους ανθρώπους της επιχείρησης για προσωπική χρήση ή να επενδυθούν σε ασύμφορα σχέδια τα οποία αποδίδουν προσωπικά οφέλη για τους μάντζερς. Συνέπεια αυτού είναι οι εξωτερικοί μέτοχοι να δείχνουν προτίμηση στα μερίσματα έναντι των παρακρατηθέντων κερδών. Οι θεωρίες διαφέρουν σχετικά με τον τρόπο που οι εξωτερικοί μέτοχοι πείθουν τις επιχειρήσεις να διαθέσουν ρευστό. Το κλειδί όμως είναι ότι η αποτυχία διάθεσης ρευστού οδηγεί σε εκτροπή ή σπατάλη που είναι επιζήμια για τους εξωτερικούς μετόχους. Η προσέγγιση της αντιπροσωπευτικής απομακρύνεται από τις υποθέσεις των Miller-Modigliani αναγνωρίζοντας δύο σημεία. Πρώτον, η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης δεν μπορεί να θεωρηθεί ως ανεξάρτητη από την μερισματική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να μειώσει την αναποτελεσματικότητα των οριακών επενδύσεων. Δεύτερον, και αν τεθεί με πιο εκλεπτυσμένο τρόπο, η διανομή όλων των κερδών της επιχείρησης στους μετόχους σε μια αναλογική βάση, δεν μπορεί να θεωρηθεί δεδομένη. Οι μάντζερς μπορεί να έχουν προνομιακή μεταχείριση μέσω εκτροπής περιουσιακών στοιχείων, μεταφοράς τιμών και κλοπής. Προνομιακή μεταχείριση γίνεται ακόμη και διατηρώντας την επενδυτική πολιτική σταθερή. Εφόσον τα μερίσματα πληρώνονται σε αναλογική βάση, οι εξωτερικοί μέτοχοι επωφελούνται σε σχέση με την εναλλακτική λύση της απαλλοτρίωσης των παρακρατηθέντων κερδών.

Η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία (Jensen και Meckling, 1976) προσπαθεί να εξηγήσει την εταιρική δομή των κεφαλαίων σαν αποτέλεσμα των προσπαθειών για ελαχιστοποίηση του κόστους που σχετίζεται με τον διαχωρισμό της εταιρικής ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Τα κόστη αντιπροσωπευτικής είναι χαμηλότερα σε επιχειρήσεις με υψηλές διοικητικές, ιδιοκτησιακές συστοιχίες. Αυτό συμβαίνει γιατί υπάρχει έτσι καλύτερη ευθυγράμμιση των στόχων μεταξύ μετόχων και διοίκησης, ακόμη και σε επιχειρήσεις με μεγάλες ενώσεις μετόχων όπου είναι πιο εύκολο να ελεγχθούν οι διοικητικές δραστηριότητες (Shleifer και Vishney, 1986). Τα προβλήματα αντιπροσωπευτικής συντελούν σε ασυμμετρίες πληροφόρησης, δυνητικές μεταφορές πλούτου από κατόχους ομολογιών σε κατόχους μετοχών μέσω της αποδοχής από

τους μανάτζερς σχεδίων υψηλού κινδύνου και υψηλής απόδοσης και αποτυχία αποδοχής σχεδίων με θετική καθαρή παρούσα αξία και προνομιακή κατανάλωση, που υπερβαίνει το επίπεδο που καταναλώνεται από συνετούς διοικητικούς εταίρους.

Η μερισματική πολιτική επηρεάζει αυτές τις σχέσεις κατά δύο τρόπους. Οι Fama και Jensen (1983a, b) ασπάστηκαν ότι ενδεχόμενες διαμάχες μεταξύ κατόχων μετοχών και κατόχων ομολογιών μπορούν να αμβλυνθούν από συμβάσεις που έχουν προτεραιότητα αξιώσεων. Οι κανονισμοί αυτοί μπορούν να καταστρατηγηθούν με μεγάλες μερισματικές πληρωμές στους μετόχους. Η πληρωμή μεγάλων μερισμάτων στους μετόχους μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την απόρριψη σχεδίων με θετική καθαρή παρούσα αξία και την κακή χρήση κεφαλαίων χαμηλού κόστους (Myers, 1977). Οι συμβάσεις χρέους για την ελαχιστοποίηση των μερισματικών πληρωμών είναι απαραίτητες για να εμποδίσουν την μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολογιών στους κατόχους μετοχών (John και Kalay, 1982). Αν και δυνητικά ουσιώδης στην μείωση του αντιπροσωπευτικού κόστους, η μερισματική πολιτική δεν είναι βασική πηγή απαλλοτρίωσης του πλούτου των κατόχων ομολογιών. Στις επιχειρήσεις που οι μερισματικές αποδόσεις περιορίζονται από τις συμβάσεις των κατόχων ομολογιών, τα επίπεδα των μερισματικών αποδόσεων είναι ακόμη κάτω από το μέγιστο επιτρεπόμενο επίπεδο που θέτουν οι περιορισμοί (Kalay, 1982b).

Ο δεύτερος τρόπος που η μερισματική πολιτική επηρεάζει τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι η μείωσή τους μέσω αυξημένου ελέγχου από κεφαλαιακές αγορές. Μεγάλες μερισματικές πληρωμές μειώνουν τα διαθέσιμα κεφάλαια, μειώνοντας έτσι την προνομιακή κατανάλωση και τις επενδυτικές ευκαιρίες και απαιτείται από τους μανάτζερς να αναζητήσουν χρηματοδότηση στις κεφαλαιακές αγορές. Ο Easterbrook (1984) ισχυρίστηκε ότι ο αποτελεσματικός έλεγχος των κεφαλαιακών αγορών, χαλιναγωγεί την επένδυση που δεν είναι άριστη και την πλεονάζουσα προνομιακή κατανάλωση. Έτσι μειώνονται τα κόστη που σχετίζονται με τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου.⁹ Ο Rozeff (1982) βρήκε τρεις κοινές τάσεις στην εταιρική μερισματική πολιτική.

1. Χαμηλότερα επίπεδα μερισματικών πληρωμών βρίσκονται σε επιχειρήσεις υψηλής μεγέθυνσης. Οι επενδυτικές απαιτήσεις μειώνουν τα διαθέσιμα για μερισματικές πληρωμές κεφάλαια.
2. Επιχειρήσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο ή ποσοστά μόχλευσης, πληρώνουν μικρότερα μερίσματα.

⁹ Βέβαια με τα σημερινά δεδομένα και λαμβάνοντας υπόψη επιχειρήσεις όπως οι Enron, Tyco, Worldcom κλπ. Ο ισχυρισμός αυτός θα άλλαζε έστω και λίγο.

3. Μεγαλύτερες αποδόσεις βρίσκονται σε επιχειρήσεις με μικρότερη ιδιοκτησία «εκ των έσω» και μεγάλο αριθμό εξωτερικών μετόχων.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η μερισματική πολιτική αμβλύνει τα αντιπροσωπευτικά κόστη λόγω της μερικής δραστηριότητας ελέγχου μέσω των μερισματικών πληρωμών. Γενικότερα, παρουσιάστηκαν δύο απόψεις. Η πρώτη είναι ότι τα μερίσματα φέρουν καλά νέα. Η δεύτερη είναι ότι τα μερίσματα είναι από μόνα τους καλά νέα επειδή επιλύουν τα κόστη αντιπροσώπευσης.

2.5.4 Εμπειρικά αποτελέσματα και η υπόθεση ελεύθερων ταμιακών ροών

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των ελεύθερων ταμιακών ροών, στο ερώτημα τι θα συμβεί στα κέρδη μετά από μια αύξηση των μερισμάτων, η απάντηση είναι διττή. Αν το συμβούλιο των διευθυντών αποφασίσει να αυξήσει το μέρισμα αφού η διοίκηση έχει ήδη επενδύσει σε σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, τότε θα πρέπει να είναι αναμενόμενο τα κέρδη και η κερδοφορία να αυξηθούν. Αυτό συμβαίνει γιατί η πληρωμή μερισμάτων εμποδίζει τη διοίκηση να συνεχίσει να επενδύει σε «κακά» σχέδια. Βέβαια, αν το συμβούλιο αποφασίσει για μερίσματα πριν η διοίκηση προλάβει να υπερεπενδύσει, τότε δεν είναι σαφές πως τα μελλοντικά κέρδη θα σχετίζονται με τα παρελθόντα. Αν τα μερίσματα αυξηθούν τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μειώσεις επενδυτικών ευκαιριών, τότε ακόμη και μια μείωση στην κερδοφορία είναι συναφής με την υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ροών.

Οι Berle και Means (1932) ήταν οι πρώτοι που αναγνώρισαν την αναποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων από την διοίκηση, που υπερέβαινε τις κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες. Η δουλειά τους αποτέλεσε τη βάση για το υπόδειγμα του αντιπροσωπευτικού κόστους των Jensen και Meckling (1976). Με την υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ροών, ο Jensen (1986) ανανέωσε αυτόν τον ισχυρισμό συνδυάζοντας ασυμμετρίες στην πληροφόρηση της αγοράς με την θεωρία αντιπροσώπευσης. Τα κεφάλαια που μένουν μετά τη χρηματοδότηση όλων των σχεδίων με θετική καθαρή παρούσα αξία, προκαλούν διαμάχες μεταξύ των μάνατζερς και των μετόχων. Οι πληρωμές μερισμάτων και χρεωστικών επιτοκίων μειώνουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές. Έτσι οι μάνατζερς έχουν μειωμένα κεφάλαια για επενδύσεις σε σχέδια με οριακή καθαρή παρούσα αξία και για προνομιακή κατανάλωση. Ο συνδυασμός θεωρίας αντιπροσώπευσης και θεωρίας πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα για την

κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά, θα ήταν δυνατό να ερμηνεύσει καλύτερα την μερισματική πολιτική από κοινού, παρά ξεχωριστά. Η υπόθεση όμως των ελεύθερων ταμιακών ρών εξηγεί καλύτερα την τρέλα των εταιρικών εξαγορών της δεκαετίας του '80 (Myers, 1987, 1990).

Οι Lang και Litzenger (1989) κάνουν μια εναλλακτική υπόθεση πληροφόρησης, ότι αλλαγές στην μερισματική πολιτική σηματοδοτούν αλλαγές στην αναμενόμενη επενδυτική πολιτική της διοίκησης. Τα συμπεράσματα του υποδείγματος υποστηρίζουν τις υποθέσεις των ελεύθερων ταμιακών ρών και της υπερεπένδυσης περισσότερο από ότι η υπόθεση πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα. Αν και η υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ρών φαίνεται να στηρίζεται περισσότερο από τις εμπειρικές μελέτες, οι Barber και Castanias (1992) θεωρούν αυτή τη θεωρία και την θεωρία πληροφόρησης συμπληρωματικές.

Αν και το πληροφοριακό περιεχόμενο των Miller-Modigliani για την μερισματική υπόθεση υποστηρίζεται από την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, μια απευθείας δοκιμή ενός υποδείγματος πληροφόρησης από τους Frankfurter και Gong (1992) δεν υποστηρίζει το υπόδειγμα. Οι μελέτες γενικότερα παρατάσσονται με την μεριά της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης και την μερική άμβλυνση αυτού του κόστους μέσω μερισματικών πληρωμών. Παρόλα αυτά ούτε η μεταβίβαση πληροφοριών, ούτε η άμβλυνση του κόστους αντιπροσώπευσης είναι επαρκείς για να εξηγήσουν την ύπαρξη και την παραμονή της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Ομοφωνία υπάρχει σχετικά με την υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ρών του Jensen (1986), μια ελαφριά διαφοροποίηση της θεωρίας του κόστους πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα, ότι εξηγούν την εταιρική μερισματική πολιτική με πιο σωστό τρόπο. Ωστόσο, είναι δύσκολο να βγει το συμπέρασμα ότι είτε η διοίκηση είναι υποχρεωμένη να συμπεριφερθεί σύμφωνα με αυτή τη λογική ή ότι συμπεριφέρεται έτσι οικειοθελώς. Βέβαια, η υπόθεση κοινωνικής ιεραρχίας των Myers και Majluf (1984) έρχεται απευθείας σε αντίθεση με την υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ρών. Στον Πίνακα 2.4 παρουσιάζονται οι κυριότερες μελέτες πάνω στη θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους των οποίων τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά του ελεγκτικού ρόλου των μερισμάτων σχετικά με τις αποφάσεις που παίρνει η διοίκηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4

Περίληψη Έρευνας για τη Θεωρία του Αντιπροσωπευτικού Κόστους και τα Μερισίματα

Συγγραφείς μελετών	Εξεταζόμενη παράμετρος	Περίοδος δείγματος	Μέγεθος δείγματος	Βασικά ευρήματα	Υπόθεση συναφής με τα αποτελέσματα
Kalay (1982b)	Μερισματικοί περιορισμοί που εισάγονται από τους συμβαλλόμενους που κατέχουν ομολογίες	1956-1975	150	Διπλές συμβάσεις περιορίζουν τις μερισματικές πληρωμές Το μέσο απόθεμα μερισμάτων που μπορούν να πληρωθούν είναι το 11.7% των συνολικών επιτρεπόμενων μερισμάτων	Οι συμβάσεις ομολογιών δομούνται έτσι ώστε να ελέγχουν τα συγκρουόμενα συμφέροντα των κατόχων ομολογιών και των κατόχων μετοχών
Brickley (1983)	Αντιδράσεις των τιμών σε ανακοινώσεις για ειδικά προοριζόμενα μερίσματα(ΕΠΜ)- specially designated dividends (SDDs)	1969-1979	165	Θετική αντίδραση τιμών σε ανακοινώσεις ΕΠΜ. Πιο αδύναμη αντίδραση σε ΕΠΜ από ότι σε κανονικές αυξήσεις μερισμάτων	Από τη στιγμή που τα ΕΠΜ είναι μεταβατικά, δεν σηματοδοτούν μελλοντικές προοπτικές, και η αντίδραση της αγοράς όταν ανακοινώνονται σημαίνει ότι ο ρόλος των μερισμάτων δεν είναι να φέρει πληροφόρηση
Handjinicolaou & Kalay (1984)	Αντίδραση της τιμής των ομολογιών σε μερισματικές αλλαγές	1975-1976	255	Αρνητική αντίδραση των τιμών των ομολογιών σε μειώσεις μερισμάτων και σχεδόν καμία αντίδραση σε μερισματικές αυξήσεις	Οι κάτοχοι ομολογιών αντιδρούν περισσότερο στην πληροφόρηση που φέρουν οι αλλαγές των μερισμάτων παρά στη μεταφορά πλούτου που περιλαμβάνουν
Jayaraman & Shastri (1988)	Αντιδράσεις των τιμών των ομολογιών και των μετοχών στα ειδικά προοριζόμενα μερίσματα	1962-1982	2,023	Θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών σε ανακοινώσεις ΕΠΜ. Αποτελεσματικά, καμία αντίδραση των τιμών των ομολογιών	Τα μερίσματα σηματοδοτούν μελλοντικές προοπτικές και υπάρχουν λίγα στοιχεία για μεταφορά πλούτου
Lang & Litzberger (1989)	Σχετικές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών σε μερισματικές αλλαγές επιχειρήσεων που υπέρ- ή υπό- επενδύουν	1979-1984	429	Οι επιχειρήσεις που υποεπενδύουν αντιδρούν περισσότερο στις μερισματικές αλλαγές σε σχέση με τις εταιρείες που υπερεπενδύουν	Τα μερίσματα χρησιμεύουν ως περιορισμός στη δυνατότητα της διοίκησης να επενδύει πάνω από τα επίπεδα που οι μέτοχοι επιθυμούν
Lambert, Lanen και Larker (1989)	Μερισματικές πολιτικές εταιρειών που υιοθετούν σχέδια εκτελεστικών δικαιωμάτων μετοχών	1927-1980	221	Μείωση των πληρωμών μερισμάτων μετά την υιοθέτηση σχεδίων εκτελεστικών δικαιωμάτων μετοχών	Εκτός από τα συμφέροντα των μετόχων, οι μερισματικές πολιτικές ανανακλούν την αυτοεξυπηρέτηση συμφερόντων της διοίκησης
Smith & Watts (1992)	Χρηματοοικονομικές, μερισματικές και πολιτικές αποζημίωσης των επιχειρήσεων	1965-1985	94	Χαμηλές μερισματικές αποδόσεις σε επιχειρήσεις όπου οι μάνατζερς λαμβάνουν αποζημίωση που βασίζεται σε δικαιώματα	Οι μερισματικές πολιτικές ανανακλούν την αυτοεξυπηρέτηση συμφερόντων της διοίκησης
Jensen, Solberg και Zorn (1992)	Ταυτόχρονος καθορισμός των μερισμάτων, της ιδιοκτησίας μετοχών από άτομα της επιχείρησης και της μόχλευσης	1982 και 1987	565 και 632	Αρνητική συσχέτιση της ιδιοκτησίας από άτομα της επιχείρησης με τα μερίσματα και τη μόχλευση	Μερισίματα, χρέος και ιδιοκτησία «εκ των έσω» είναι υποκατάστατα μέσα για τον έλεγχο των σχέσεων αντιπροσώπευσης στην επιχείρηση

Συγγραφείς μελετών	Εξεταζόμενη παράμετρος	Περίοδος δείγματος	Μέγεθος δείγματος	Βασικά ευρήματα	Υπόθεση συναφής με τα αποτελέσματα
Dhillon & Johnson (1994)	Αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και των ομολογιών και μεγάλες μερισματικές αλλαγές	1978-1987	131	Αντιδράσεις των τιμών των ομολογιών σε μεγάλες μερισματικές αλλαγές, που είναι αντίθετες σε πρόσημο από τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών σε μεγάλες μερισματικές αλλαγές	Οι αλλαγές στα μερίσματα περιλαμβάνουν μεταφορές πλούτου μεταξύ μετόχων και κατόχων ομολογιών
Agrawal & Jayaraman (1994)	Μερισματική πολιτική των εταιρειών που χρησιμοποιούν μόνο ίδια κεφάλαια σε σχέση με την μερισματική πολιτική εταιρειών που δανείζονται	1979-1983	71	Υψηλότερα μερίσματα που πληρώνονται από επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν ίδια κεφάλαια και επιχειρήσεις όπου η διοίκηση έχει μικρό ποσοστό των μετοχών σε σύγκριση με επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δανεισμό	Μερίσματα και χρέος είναι μηχανισμοί υποκατάστασης για την ελαχιστοποίηση του διοικητικού κόστους αντιπροσώπευσης

Πηγή: Lease, Ronald et al, (1999).

2.6 Ανακεφαλαίωση

Βασικός ισχυρισμός της πρότασης μη σχετικότητας των Miller-Modigliani είναι ότι η καθαρή αξία της επιχείρησης καθορίζεται από την επιλογή άριστων επενδύσεων και ότι σε τέλειες και ολοκληρωμένες αγορές η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας δεν επηρεάζει την αξία της. Επειδή όμως οι αγορές είναι ατελείς, παράγοντες όπως η φορολογία, η ασύμμετρη πληροφόρηση, τα συναλλακτικά κόστη κ.ά. επηρεάζουν την μερισματική πολιτική και κατά συνέπεια και την αξία της επιχείρησης.

Οι φόροι φαίνεται να επηρεάζουν την συμπεριφορά επιχειρήσεων και επενδυτών, αν και τα στοιχεία δείχνουν ότι δεν υπάρχει φορολογική πελατειακή ομάδα που να σχετίζεται αποκλειστικά με τα μερίσματα. Βέβαιο είναι ότι οι συναλλαγές τη μέρα της αποκοπής, ανάμεσα σε ομάδες, παρακινούνται από τους φόρους. Οι αλλαγές, που οι επιχειρήσεις κάνουν στα μερίσματα, δεν φαίνεται να είναι ενδεικτικές κάποιας μεταβολής των προτιμήσεων των πελατειακών ομάδων. Γενικότερα, τα αποτελέσματα των μελετών για την φορολόγηση των μερισμάτων και την συμπεριφορά επιχειρήσεων και επενδυτών δεν δίνουν ένα σαφές αποτέλεσμα και διαφέρουν ανάλογα με τη μεθοδολογία και την εξεταζόμενη περίοδο.

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάστηκε επίσης η θεωρία του αντιπροσωπευτικού κόστους, ώστε να ερμηνευτεί η χρήση των μερισμάτων. Σύμφωνα με τις μελέτες, οι μερισματικές πληρωμές συνεισφέρουν στη μείωση του αντιπροσωπευτικού κόστους και προτιμώνται από τους επενδυτές, αν και η άμβλυνση του κόστους δεν είναι επαρκής για να εξηγήσει την ύπαρξη και την παραμονή της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Τέλος, σχετικά με την μερισματική πολιτική και την θεωρία της πληροφόρησης που φέρουν τα μερίσματα για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά, φαίνεται να υπάρχει θετική σχέση. Η ανακοίνωση δηλαδή της διανομής μερίσματος ερμηνεύεται θετικά από τους επενδυτές, ενώ το αντίθετο συμβαίνει με παραλείψεις μερισμάτων και μειώσεις.

Επιλεγμένη Βιβλιογραφία

Aharony, J., and I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis.", *Journal of Finance* 35 (1980): 1-12.

Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch, "A theory of Dividends Based on Tax Clientele.", *Journal of Finance* 55 no. 6 (2000): 2499-2536.

Ambarish, R., K. John, and J. Williams, "Efficient Signaling with Dividends and Investments.", *Journal of Finance* 42 (1987): 321-344.

Asquith, P., and D. Mullins, Jr., "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth.", *Journal of Finance* 56 (1983): 77-96.

Barber, B., and R. Castanias, "Why do Firms Initiate Dividends?", *unpublished working paper*, (1992).

Barclay, M., "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices before the Income Tax.", *Journal of Financial Economics* 19 no. 1 (1987): 31-44.

Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *Journal of Finance* 52 (1997): 1007-1034.

Berle, A., and G. Means, "The Modern Corporation and Private Property.", *New York: The MacMillan Company*, (1932).

Bernheim, D., and A. Wantz, "A Tax-based Test of the Dividend Signaling Hypothesis.", *American Economic Review* 85 no. 3 (1995): 532-551.

Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand Fallacy'."., *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 259-270.

Black, F., and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns.", *Journal of Financial Economics* 1 (1974): 1-22.

Blume, M., "Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence.", *Review of Economics and Statistics* 62 (1980): 567-577.

Blume, M., J. Crockett, and I. Friend, "Stock Ownership in the United States: Characteristics and Trends.", *Survey of Current Business* 54 (1974): 16-40.

Boyd, J., and R. Jagannathan, "Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks: Fitting Some Pieces of the Puzzle.", *Review of Financial Studies* 7 no. 4 (1994): 711-741.

Brennan, M., "Taxes, Market Valuation, and Financial Policy.", *National Tax Journal* 23 (1970): 417-429.

Chen, Nai Fu, B. Grundy, and R. Stambaugh, "Changing Risk, Changing Risk Premiums, and Dividend Yield Effects.", *Journal of Business* 63, (1990): S51-S70.

Constantinides, G., and B. Grundy, "Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals.", *Review of Financial Studies* 2 (1989): 445-465.

DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner, "Reversal of Fortune, Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth.", *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 341-371.

Eades, K., P. Hess, and E. Kim, "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 1 (1984): 3-34.

Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends.", *American Economic Review* 74 (1984): 650-659.

Elton, E., and M. Gruber, "Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect.", *Review of Economics and Statistics* 52 (1970): 68-74.

Fama, E., and K. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.", *Journal of Financial Economics* 33 (1993): 3-56.

Fama, E., and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control.", *Journal of Law and Economics* 26 (1983a): 301-325.

Fama, E., and M. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims.", *Journal of Law and Economics* 26 (1983b): 327-349.

Frankfurter, G., and J. Gong, "Empirical Tests of a Dividend Signaling Equilibrium Model.", *Louisiana State University*, Unpublished Working Paper, (1992).

Frankfurter, G., and R. Wood, Jr., "The Evolution of Corporate Dividend Policy.", *Journal of Financial Education* 23 (1997): 16-33.

Gonedes, N., "Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items.", *Journal of Accounting Research* 16 (1978): 26-79.

Green, R., and K. Rydqvist, "Ex-day Behavior with Dividend Preference and Limitation to Short-term Arbitrage: The Case of Swedish Lottery Bonds.", *Journal of Financial Economics* 53 (1999): 145-187.

Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?," *The Journal of Business*, (2002).

Grundy, B., "Trading Volume and Stock Returns Around Ex-dividend Dates.", Working Paper, *University of Chicago (Chicago, IL)*, (1985).

Handjinicolaou, G., and A. Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 1 (1984): 35-63.

Healy, P., and K. Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions.", *Journal of Financial Economics* 21 no. 2 (1988): 149-176.

Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover.", *American Economic Review* 76 (1986): 323-329.

Jensen, M., and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.", *Journal of Financial Economics* 3 no. 4 (1976): 305-360.

John, K., and A. Kalay, "Costly Contracting and Optimal Payout Constraints.", *Journal of Finance* 37 no. 2 (1982): 457-470.

John, K., and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium.", *Journal of Finance* 40 (1985):1053-1070.

Kalay, A., "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect.", *Journal of Finance* 37 (1982a): 1059-1070.

Kalay, A., "Stockholders-Bondholder Conflict and Dividend Constraints.", *Journal of Financial Economics* 10 (1982b): 211-233.

Kalay, A., and U. Loewenstein, "The Information Content of the Timing of Dividend Announcements.", *Journal of Financial Economics* 16 (1986): 373-388.

Kalay, A., and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Reexamination.", *Financial Management* 29 no. 2 (2000).

Kalay, A., and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Reexamination.", Working Paper, University of Utah, Salt Lake City, Utah, 1993.

Karpoff J., and R. Walkling, "Dividend Capture in NASDAQ Stocks.", *Journal of Financial Economics* 28 (1/2) (1990): 39-66.

Karpoff J., and R. Walkling, "Short Term Trading around Ex-Dividend Days: Additional Evidence.", *Journal of Financial Economics* 21 (1988): 291-298.

Kato, K., and U. Loewenstein, "The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan.", *Review of Financial Studies* 8 (1995): 817-847.

Keim, D., "Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns.", *Journal of Financial Economics* 14 (1985): 473-489.

Koski, J., and R., Michaely, "Prices, Liquidity and the Information Content of Trades.", *Review of Financial Studies* 13 no. 3 (2000): 659-696.

Kumar, P., "Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends.", *Review of Financial Studies* 1 no. 2 (1988): 111-136.

Lakonishok, J., and T. Vermaelen, "Tax Induced Trading around Ex-Dividend Dates.", *Journal of Financial Economics* 16 (1986): 287-319.

Lang, L., and R. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis.", *Journal of Financial Economics* 24 (1989): 137-154.

Lewellen, W., K. Stanley, R. Lease, and G. Schlarbaum, "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon.", *Journal of Finance* 33 no. 5 (1978):1385-1399.

Litzenberger, R., and K. Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence.", *Journal of Financial Economics* 7 (1979): 163-195.

Long, J., "Efficient Portfolio Choice with Differential Taxation of Dividend and Capital Gains.", *Journal of Financial Economics* 5 (1977): 25-53.

Long, J., "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider.", *Journal of Financial Economics* 6 (1978): 235-264.

Michaely R., and M. Murgia, "The Effects of Tax Heterogeneity on Prices and Volume around the Ex-Dividend Day: Evidence from the Milan Stock Exchange.", *Review of Financial Studies* 8 (1995): 369-399.

Michaely R., R. Thaler, and K. Womack, "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?", *Journal of Finance* 50 (1995): 573-608.

Michaely R., and J. Vila, "Equilibrium Determination of Stock Prices around the Ex-Dividend Day.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30 no. 2 (1995): 171-198.

Michaely R., and J. Vila, "Trading Volume with Private Valuations: Evidence from the Ex-dividend Day.", *Review of Financial Studies* 9 no. 2 (1996): 471-510.

Michaely R., and J. Vila, and J. Wang, "A Model of Trading Volume with Tax-induced heterogeneous Valuation and Transaction Costs.", *Journal of Financial Intermediation* (1997).

Miller, M., and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.", *Journal of Business* 34 no. 4 (1961): 411-433.

Miller, M., and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information.", *Journal of Finance* 40 (1985): 1031-1051.

Miller, M., and M. Scholes, "Dividends and Taxes.", *Journal of Financial Economics* 6 (1978): 333-364.

Miller, M., and M. Scholes, "Dividends and Taxes: Empirical Evidence.", *Journal of Political Economy* 90 (1982): 1118-1141.

Morgan, I., "Dividends and Capital Asset Prices.", *Journal of Finance* 37 (1982): 1071-1086.

Myers, S., "Outside Equity.", *Journal of Finance* 55 no. 3 (2000): 1005-1038.

Myers, S., "Still Searching for Capital Structure.", Keynote address delivered at the *HEC International Conference*, (1990).

Myers, S., "Comments on "The Informational Content of Dividends." In *Macroeconomics: Essays in Honor of Franco Modigliani.*, John Bossons, Rudiger Dornbush, and Stanley Fischer, eds. *Cambridge, MA: MIT Press*, (1987).

Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing.", *Journal of Financial Economics* 5 no. 2 (1977): 147-175.

Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 2 (1984): 187-221.

- Naranjo, A., M. Nimalendram, and M. Ryngaert**, "Stock Returns, Dividend Yield and Taxes.", *Journal of Finance* 53 no. 6 (1998): 2029-2057.
- Ofer, A., and D. Siegel**, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends.", *Journal of Finance* 42 (1987): 889-911.
- Peterson, P., D. Peterson, and J. Ang**, "Direct Evidence on the Marginal Rate of Taxation on Dividend Income.", *Journal of Financial Economics* 14 (1985): 267-282.
- Pettit, R.**, "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency.", *Journal of Finance* 27 (1972): 993-1008.
- Poterba, J., and L. Summers**, "New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends.", *Journal of Finance* 39 (1984): 1397-1415.
- Rosenberg, B., and V. Marathe**, "Tests of Capital Asset Pricing Hypotheses.", *Research in Finance* 1 (1979): 115-224.
- Ross, S., R. Westerfield, and J. Jaffe**, "Corporate Finance.", *Chicago: Irwin*, 1996.
- Rozeff, M.**, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios.", *The Journal of Financial Research* 5 (1982): 249-259.
- Shleifer, A., and R. Vishney**, "Large Shareholders and Corporate Control.", *Journal of Political Economy* 94 (1986): 461-488.
- Stiglitz, J. E.**, "Some aspects of the Taxation of Capital Gains.", *Journal of Public Economics* 21 (1983): 257-296.
- Watts, R.**, "The Information Content of Dividends.", *Journal of Business* 46 no. 2 (1973): 191-211.
- Williams, J.**, "Efficient Signaling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases.", *Journal of Finance* 43 (1988): 737-747.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

3.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναπτύχθηκε η μερισματική πολιτική. Ως μέθοδος ξεκίνησε τον 16^ο αιώνα όταν οι καπετάνιοι των πλοίων πωλούσαν σε επενδυτές δικαιώματα από τα χρηματικά οφέλη που θα προέκυπταν από τα ταξίδια για να καταλήξει στη σημερινή της μορφή. Η επιλογή της διανομής μερισμάτων σαν πολιτική απόδοσης φαίνεται να επηρεάζεται από την φορολόγηση που αυξάνει το κόστος για επιχειρήσεις και πελατειακές ομάδες και από το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις είναι πιθανόν να χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως μέσο πληροφόρησης για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά. Επίσης, η διανομή μερίσματος χρησιμοποιείται και για τη διανομή των κερδών με τρόπο που να μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης και η διαχείριση των κερδών από την διοίκηση της επιχείρησης να μην είναι επιζήμια για τους μετόχους. Για πολλά χρόνια η μερισματική πολιτική αποτελούσε την πρώτη επιλογή των επιχειρήσεων σχετικά με την μέθοδο απόδοσης κερδών που θα ακολουθούσαν. Οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να αυξάνουν τα μερίσματα συνεχώς, λόγω του κόστους που συνεπάγεται κάτι τέτοιο, αλλά τα διατηρούν σταθερά.

Τα τελευταία όμως χρόνια μια εναλλακτική πολιτική απόδοσης, οι επαναγορές μετοχών, έχουν αρχίσει να κερδίζουν έδαφος. Τα μερίσματα δεν καταργούνται από τις επιχειρήσεις και ο ρυθμός αύξησής τους συνεχίζει να είναι σταθερός αλλά έχει μειωθεί κατά πολύ (από μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 15% σε 6%) από τα μέσα του 1980, ενώ αντιθέτως, ο ρυθμός των επαναγορών από τα μέσα του 1980 αυξάνεται σταθερά. Πλέον και οι δύο μέθοδοι είναι εξίσου σημαντικές για τη διανομή ρευστού στους επενδυτές και για πολλούς οι επαναγορές μετοχών συνεπάγονται μικρότερο κόστος για τις επιχειρήσεις και για αυτό είναι προτιμότερες.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν οι διάφορες μέθοδοι επαναγοράς, τα κίνητρα και οι πιθανοί λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση θα προβεί σε επαναγορά μετοχών και θα γίνει αναφορά στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων και τους επενδυτές, σε σχέση με τα μερίσματα. Παρουσιάζεται επίσης η θεωρητική βιβλιογραφία αλλά και οι εμπειρικές μελέτες στην προσπάθεια καλύτερης κατανόησης της μεθόδου και του τρόπου που λαμβάνουν τις αποφάσεις τους οι διοικήσεις των επιχειρήσεων.

3.2 Επαναγορές Μετοχών

Η επαναγορά μετοχών (stock repurchase) είναι η αγορά από την επιχείρηση των δικών της μετοχών. Η επαναγορά μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους. Με όποιον τρόπο όμως και να γίνει, η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να πληροφορήσει τους μετόχους της για την απόφαση που πήρε να επαναγοράσει ορισμένες μετοχές της, προτού κάνει οποιαδήποτε ενέργεια. Και αυτό διότι η επαναγορά μετοχών μειώνει τις μετοχές που κυκλοφορούν, αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή και επομένως μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής στην αγορά. Οι μετοχές, που επαναγοράζονται από την επιχείρηση που τις έχει εκδώσει, λέγονται μετοχές θησαυροφυλακίου (treasury stocks). Η επαναγορά μετοχών τείνει να δίνει ένα θετικό σήμα στην αγορά, καθώς πολλές φορές οφείλεται στην εκτίμηση της διοίκησης της επιχείρησης ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.

Τρεις είναι οι βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για επαναγορά μετοχών: α) η επαναγορά ανοιχτής αγοράς, στην δευτερογενή αγορά, 2) η επαναγορά με προσφορά σε κάποια σταθερή τιμή (fixed-price tender offer), που κάνει η επιχείρηση στους μετόχους και γ) με δημοπρασία (Dutch auction).

Στην επαναγορά στη δευτερογενή αγορά, η επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της, όπως θα έκανε οποιοσδήποτε άλλος επενδυτής, μέσω μιας χρηματιστηριακής εταιρείας στην οποία πληρώνει συγκεκριμένη προμήθεια. Αν το πρόγραμμα επαναγοράς είναι σταδιακό, θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής. Στις ΗΠΑ υπάρχουν κανονισμοί που περιορίζουν τον τρόπο με τον οποίο μια εταιρεία πλειοδοτεί για τις μετοχές της. Αποτέλεσμα των κανονισμών αυτών είναι μια εταιρεία να χρειάζεται πολύ χρόνο για να συγκεντρώσει έναν σχετικά μεγάλο αριθμό μετοχών. Για αυτό το

λόγο, όταν μια εταιρεία χρειάζεται μεγάλο αριθμό μετοχών, η επαναγορά με προσφορά σε κάποια σταθερή τιμή, που κάνει η επιχείρηση στους μετόχους είναι πιο κατάλληλη.

Στην επαναγορά με προσφορά σε κάποια σταθερή τιμή, η επιχείρηση κάνει μια επίσημη προσφορά στους μετόχους για να αγοράσει έναν αριθμό από τις μετοχές της σε συγκεκριμένη τιμή. Η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή της μετοχής στην αγορά. Οι μέτοχοι έχουν την ευχέρεια είτε να πουλήσουν τις μετοχές τους στη συγκεκριμένη τιμή, είτε να τις κρατήσουν. Συνήθως, η περίοδος προσφοράς κυμαίνεται από δύο έως τρεις εβδομάδες. Αν από τους μετόχους προσφερθούν περισσότερες μετοχές από αυτές που η επιχείρηση αρχικά υπολόγιζε, η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει να αγοράσει όλες ή μέρος από τις πλεονάζουσες μετοχές, αν και δεν έχει καμία υποχρέωση να το κάνει. Γενικά, τα συναλλακτικά κόστη, που προκύπτουν από την επαναγορά με προσφορά για την επιχείρηση, είναι πολύ πιο υψηλά από αυτά που υφίσταται από την επαναγορά στη δευτερογενή αγορά.

Στην επαναγορά μέσω δημοπρασίας δίνεται σε κάθε μέτοχο η δυνατότητα να υποβάλλει στην εταιρεία τον αριθμό των μετοχών που είναι διατεθειμένος να πωλήσει σε συγκεκριμένη τιμή. Εκ των προτέρων, η εταιρεία διευκρινίζει τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να επαναγοράσει, καθώς και την ελάχιστη και μέγιστη τιμή συμμετοχής. Συνήθως, η ελάχιστη τιμή είναι ελαφρώς πιο πάνω από την τρέχουσα τιμή στην αγορά. Αφού συγκεντρώσει όλες τις προσφορές, η επιχείρηση τις κατατάσσει από την χαμηλότερη στην υψηλότερη. Έπειτα καθορίζει την χαμηλότερη τιμή, η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα την πλήρη επαναγορά των απαιτούμενων μετοχών. Η επιχείρηση αγοράζει, με την συγκεκριμένη τιμή, τις μετοχές που προσφέρθηκαν σε αυτή την τιμή ή σε χαμηλότερη. Το γεγονός ότι η τιμή είναι η ίδια, μπορεί να ενθαρρύνει ορισμένους μετόχους να υποβάλλουν χαμηλές τιμές πώλησης για τις μετοχές τους, κάτι που συμφέρει την επιχείρηση.

3.3 Κίνητρα για επαναγορά μετοχών και υποδείγματα μερισματικής πολιτικής που εφαρμόζονται και στις επαναγορές

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για τους οποίους μια επιχείρηση επαναγοράζει μετοχές και είναι επομένως σημαντικό να εξεταστούν όλα τα κίνητρα μιας επαναγοράς. Καθεμία από τις επόμενες υποθέσεις εξηγεί από έναν λόγο, που οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν

μετοχές. Οι επιχειρήσεις μπορούν να επαναγοράσουν για κάθε λόγο ξεχωριστά ή μόνο όταν αρκετές από τις υποθέσεις συνυπάρχουν.

Υπόθεση πλεονάζοντος κεφαλαίου: Επαναγορές και πολιτική διανομής

Όταν το κεφάλαιο μιας εταιρείας υπερβαίνει τις επενδυτικές της ευκαιρίες, η εταιρεία μπορεί είτε να διακρατήσει το κεφάλαιο που μένει σε ρευστό είτε να το διανείμει στους μετόχους [Easterbrook, (1984) και Jensen, (1986)]. Η επαναγορά μετοχών, όπως και η πληρωμή μερισμάτων, είναι μια μέθοδος διανομής του πλεονάζοντος κεφαλαίου στους μετόχους. Μια επαναγορά μπορεί να είναι προτιμότερη από τα μερίσματα για δύο λόγους. Πρώτον, σε μια επαναγορά στην δευτερογενή αγορά (που είναι και ο επικρατέστερος τύπος επαναγοράς) η επιχείρηση δεν έχει υποχρέωση να επαναγοράσει. Πρόσθετα, σε αντίθεση με τα μερίσματα, δεν υπάρχει η προσδοκία ότι η διανομή θα επαναλαμβάνεται σε τακτά διαστήματα. Έτσι, η επαναγορά είναι πιο ευέλικτο μέσο διανομής κεφαλαίου από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις υφίστανται κάποια ποινή αν οι διανομές σταδιακά μειώνονται [Bajaj και Vijh (1990), Kaplan και Reishus (1990) και Denis, Denis και Sarin (1994)]. Οι επιχειρήσεις επομένως επιλέγουν την διανομή του πλεονάζοντος κεφαλαίου. Το πιο αναμενόμενο είναι να επαναγοράσουν μετοχές επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα ρευστού ή ταμιακών ροών.

Οι επαναγορές μετοχών μπορεί επίσης να προτιμούνται ως μέσο διανομής σε σχέση με τα μερίσματα, λόγω του πλεονεκτήματος των κεφαλαιακών κερδών στην προσωπική αναλογία φόρου. Αυτό το φορολογικό πλεονέκτημα υπάρχει γιατί τα κεφαλαιακά κέρδη συχνά φορολογούνται λιγότερο από ότι το εισόδημα από τα μερίσματα. Από τις επαναγορές μόνο το μέρος που είναι κεφαλαιακό κέρδος φορολογείται και οι επενδυτές μπορούν να καθυστερήσουν τον φόρο κεφαλαιακών κερδών μέχρι να πραγματοποιήσουν κέρδη και να πουλήσουν τις μετοχές τους. Έτσι, μια αύξηση του ποσοστού φόρου στα κεφαλαιακά κέρδη θα αύξανε το σχετικό πλεονέκτημα της επαναγοράς μετοχών.

Υπόθεση υποτίμησης: Επαναγορές και επενδυτική πολιτική

Η επαναγορές μετοχών προσφέρουν ευελιξία όχι μόνο στην επιλογή που αφορά την διανομή του πλεονάζοντος κεφαλαίου, αλλά επίσης και στο πότε θα διανεμηθεί αυτό το κεφάλαιο. Η ευελιξία επιλογής του χρόνου είναι ωφέλιμη, καθώς οι εταιρείες μπορούν να περιμένουν και να πραγματοποιήσουν την επαναγορά όταν η τιμή της μετοχής θα είναι υποτιμημένη. Η υπόθεση υποτίμησης βασίζεται στην πρόταση ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των ατόμων που είναι μέσα στην επιχείρηση και των εξωτερικών μετόχων, μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Αν τα άτομα που είναι στην επιχείρηση πιστεύουν ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη, η επιχείρηση μπορεί να προβεί σε επαναγορά μετοχών ή να επενδύσει σε δικές της μετοχές και να αποκτήσει τις μετοχές που δεν έχουν εκτιμηθεί σωστά. Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, η αγορά ερμηνεύει αυτή την πράξη ως ενδεικτική του ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη. Η θετική αντίδραση της τιμής, όταν ανακοινώνεται ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών, θα έπρεπε να διορθώνει την λανθασμένη εκτίμηση της αξίας της μετοχής [Dann (1981), Vermaelen (1981) και Comment και Jarrell (1991)]. Οι Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995) δείχνουν ότι αυτή η αύξηση μπορεί να μην είναι αρκετή για να διορθώσει την τιμή, εφόσον οι εταιρείες που επαναγοράζουν κερδίζουν μη κανονικές αποδόσεις για 4 χρόνια μετά την ανακοίνωση. Η ποσότητα της διαθέσιμης πληροφόρησης και της ακρίβειας της αξιολόγησης των εταιρειών στην αγορά μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις των τελευταίων για επαναγορά.

Υπόθεση άριστης αναλογίας μόχλευσης: Επαναγορές και πολιτική κεφαλαιακής διάρθρωσης

Με την απορρόφηση ιδίων κεφαλαίων, μια επαναγορά μετοχών όχι μόνο μεταβάλλει την αναλογία μόχλευσης της εταιρείας, αλλά επίσης επιτρέπει στη διοίκηση της επιχείρησης τη διανομή ρευστού, χωρίς να επηρεάζεται η αξία ανά μετοχή. Η διατήρηση της τιμής της μετοχής μπορεί να έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον όταν η διοίκηση διατηρεί δικαιώματα μετοχών. Έτσι, τα δικαιώματα μετοχών ενθαρρύνουν τη διοίκηση να υποκαταστήσει τις επαναγορές με τα μερίσματα, από τη στιγμή που οι επαναγορές δεν επηρεάζουν την αξία ανά μετοχή και επειδή οι μετοχές που παρέχονται στη διοίκηση όταν εξασκεί τα δικαιώματα, είναι συχνά μετοχές θησαυροφυλακίου [Dunsby (1994), Jolls (1996), Fenn και Liang (1997)]. Για μια εταιρεία, που αποζημιώνει τα

στελέχη της με μεγάλο αριθμό δικαιωμάτων μετοχών, είναι επικερδές να επαναγοράζει μετοχές.

Υπόθεση πρόληψης εξαγοράς: Επαναγορές και εταιρικός έλεγχος

Καθεμία από τις παραπάνω υποθέσεις συνδέει την απόφαση επαναγοράς με μια εσωτερική απόφαση της εταιρείας, που επηρεάζει αυτήν και τους επενδυτές της. Παρόλα αυτά, οι επαναγορές μπορεί επίσης να επηρεάζουν τη σχέση της εταιρείας με ομάδες εκτός αυτής. Οι Brown και Rynngaert (1991), Bagwell (1992) και Hodrick (1996) αναφέρουν την ύπαρξη ετερογένειας και την κλίση της καμπύλης προσφοράς προς τα πάνω. Όταν υπάρχει κλίση της καμπύλης προσφοράς για μετοχές προς τα πάνω, μια επιχείρηση που είναι πιθανόν να είναι στόχος εξαγοράς, μπορεί να αυξήσει το κόστος της εξαγοράς της επαναγοράζοντας μετοχές. Οι επαναγορές μετοχών αυξάνουν το κόστος εξαγοράς γιατί οι μέτοχοι που πωλούν είναι αυτοί των οποίων οι μετοχές έχουν τις χαμηλότερες τιμές. Έτσι, η επαναγορά μπορεί να θεωρηθεί ως άμυνα σε δυνητική εξαγορά, καθώς μπορεί να αυξήσει την χαμηλότερη τιμή στην οποία είναι διαθέσιμη η μετοχή μιας εταιρείας (Bagwell, 1991). Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περισσότερο τον κίνδυνο να γίνουν στόχοι εξαγοράς, είναι πιο πιθανόν να επαναγοράσουν μετοχές.

Η θετική αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις επαναγορών και το γεγονός ότι, όπως και με τα μερίσματα, οι εταιρείες διανέμουν ρευστό, κάνει πιο εύκολη την διαπίστωση ότι πολλές από τις μερισματικές θεωρίες εφαρμόζονται το ίδιο αποτελεσματικά και στις επαναγορές. Για παράδειγμα, μπορούν χωρίς πρόβλημα να εφαρμοστούν τα υποδείγματα πληροφόρησης στην αγορά για τις προοπτικές της επιχείρησης (signaling models), των Miller και Rock (1985) ή του Bhattacharya (1979), στις επαναγορές. Εφόσον οι επιχειρήσεις δεν κάνουν επαρκείς επενδύσεις, πληρώνουν ρευστό στους επενδυτές για να σηματοδοτήσουν ότι έχουν ποιότητα (Miller και Rock) ή την ανάγκη για εξωτερική, δαπανηρή χρηματοδότηση (Bhattacharya). Τα υποδείγματα των ελεύθερων ταμιακών ροών έχουν την ίδια λειτουργικότητα με τις επαναγορές, όπως και με τα μερίσματα. Υποδείγματα, τα οποία βασίζονται σε σχετική φορολόγηση (όπως των John και Williams, 1985 ή των Allen, Bernardo και Welch, 2000) ή μελέτες που υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι καλύτερο μέσο πληροφόρησης της αγοράς, δεν κάνουν την υπόθεση ότι επαναγορές και μερίσματα είναι τέλεια υποκατάστατα.

3.4 Μελέτες σχετικά με την επιλογή επαναγοράς μετοχών ή διανομής μερίσματος

Εφόσον οι διανομές μερισμάτων σχετίζονται με πιο βαριά φορολογία, θα μπορούσε να πει κανείς ότι όλα τα προβλήματα πληροφόρησης ή αντιπροσωπευτικού κόστους θα επιλύονταν με τις επαναγορές. Μια ένσταση σε αυτή την παρατήρηση είναι ότι υπάρχουν θεσμικοί περιορισμοί. Σε πολλές χώρες οι επαναγορές απαγορεύονται. Στις ΗΠΑ ήταν περιορισμένες λόγω κανονισμών ώστε να μην μπορούν οι επιχειρήσεις να εκμεταλλεύονται τους επενδυτές. Πλέον οι επαναγορές χρησιμοποιούνται ευρέως, αλλά τα μερίσματα εξακολουθούν να είναι το κύριο μέσο διανομής ρευστού. Ορισμένοι ερευνητές ισχυρίζονται ότι αν οι επιχειρήσεις άρχιζαν να επαναγοράζουν σε τακτική βάση, τότε θα δημιουργούνταν κανονισμοί ώστε να τις περιορίσουν. Αυτό θα ήταν άλλος ένας θεσμικός περιορισμός. Όμως οι θεσμικοί περιορισμοί δεν μπορεί να είναι ο μόνος λόγος που όλα τα προβλήματα πληροφόρησης ή αντιπροσωπευτικού κόστους δεν επιλύονται με τις επαναγορές.

Πολλοί ερευνητές προσπάθησαν να επιλύσουν αυτό το αίνιγμα από θεωρητική οπτική. Οι Ofer και Thakor (1987) παρουσίασαν ένα υπόδειγμα, στο οποίο οι εταιρείες μπορούσαν να σηματοδοτήσουν την αξία τους μέσω δύο μηχανισμών, την πληρωμή μερισμάτων ή την επαναγορά μετοχών. Δύο είδη κόστους σχετίζονται με αυτά τα σήματα. Πρώτον, πληρώνοντας σε ρευστό, οι επιχειρήσεις εκτίθενται στην πιθανότητα να πρέπει να καταφύγουν σε εξωτερικό δανεισμό, ο οποίος είναι πιο ακριβός από την εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου. Είτε μια εταιρεία πληρώνει μερίσματα, είτε επαναγοράζει τις μετοχές της, υπόκειται στο κόστος εξωτερικού δανεισμού, καθώς αυτές οι πράξεις εξαντλούν τα εσωτερικά της κεφάλαια. Το δεύτερο κόστος, το οποίο υπάρχει μόνο στις επαναγορές, είναι ότι σε σχέση με τα μερίσματα οι επαναγορές μειώνουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν όσοι διοικούν την επιχείρηση. Αν μια επιχείρηση πληρώνει μερίσματα, τα οποία είναι αναλογικά, οι μάντζερ έχουν ένα μέρος του πλούτου τους σε ρευστό. Στην περίπτωση των επαναγορών, εφόσον δεν προσφέρει η διοίκηση τις μετοχές της, το χαρτοφυλάκιό τους γίνεται πιο επικίνδυνο. Έτσι, τα κόστη πληροφόρησης σχετικά με την επιχείρηση, μέσω επαναγορών, είναι υψηλότερα. Συνεπάγεται, ότι αν οι μελλοντικές προοπτικές των εταιρειών είναι πολύ καλύτερες απ' ότι αντιλαμβάνεται η αγορά, τότε οι μάντζερ θα χρησιμοποιήσουν τις επαναγορές. Αν η ασυμφωνία δεν είναι τόσο έντονη, οι μάντζερ θα χρησιμοποιήσουν μερίσματα. Με άλλα λόγια οι επαναγορές είναι πιο ισχυρές ως προς την πληροφόρηση που φέρουν.

Οι Barclay και Smith (1988) και Brennan και Thakor (1990) παρέχουν μια διαφορετική εξήγηση ως προς το γιατί τόσο πολλές επιχειρήσεις βασίζονται τόσο πολύ στα μερίσματα παρά στις επαναγορές. Τα επιχειρήματά τους διασταυρώνονται στο ότι ένα μέρος του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης είναι μια λειτουργία της επιλογής δυσμενούς κόστους (Amihud και Mendelson, 1986 και Easley, Hvidkjaer και O'Hara, 2002). Όταν μια επιχείρηση ανακοινώνει ένα πρόγραμμα επαναγοράς, το κόστος δυσμενούς επιλογής για τους επενδυτές που δεν έχουν πληροφόρηση αυξάνεται. Όταν ορισμένοι μέτοχοι έχουν καλύτερη πληροφόρηση από άλλους σχετικά με τις προοπτικές της επιχείρησης, θα έχουν τη δυνατότητα να την εκμεταλλευτούν. Θα πλειοδοτούν για να αγοράσουν μετοχές όταν θα αξίζουν περισσότερο από την τιμή προσφοράς και όχι όταν θα αξίζει λιγότερο. Οι μη πληροφορημένοι αγοραστές, θα λαμβάνουν μόνο μέρος της παραγγελίας τους όταν η μετοχή είναι υποτιμημένη, αλλά θα λαμβάνουν ολόκληρο το ποσό όταν θα είναι υπερτιμημένη. Η δυσμενής επιλογή σημαίνει ότι η επαναγορά μετοχών δεν τους συμφέρει. Όταν δίνονται χρήματα με τη μορφή μερισμάτων, οι πληροφορημένοι και οι μη πληροφορημένοι, λαμβάνουν ένα αναλογικό ποσό, οπότε δεν υπάρχει δυσμενής επιλογή. Ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοι που δεν έχουν πληροφόρηση προτιμούν τα μερίσματα από τις επαναγορές. Επιπλέον, αυτή η προτίμηση θα συνεχίσει να υπάρχει ακόμη και αν τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από τις επαναγορές, με την προϋπόθεση ότι το φορολογικό μειονέκτημα δεν είναι πολύ μεγάλο. Από την άλλη πλευρά, όσοι διαθέτουν πληροφόρηση θα προτιμήσουν τις επαναγορές, που τους επιτρέπουν να επωφεληθούν εις βάρος όσων δεν έχουν πληροφόρηση.

Οι Brennan και Thakor (1990) ισχυρίζονται ότι η μέθοδος πληρωμής που επιλέγεται από την εταιρεία καθορίζεται, με ψήφο, από την πλειοψηφία των μετόχων. Αν όσοι δεν διαθέτουν πληροφόρηση έχουν περισσότερες ψήφους από όσους διαθέτουν, οι εταιρείες θα χρησιμοποιήσουν μερίσματα. Αν κυριαρχήσουν όσοι διαθέτουν πληροφόρηση, οι εταιρείες θα επιλέξουν τις επαναγορές. Όταν υπάρχει κάποιο σταθερό κόστος για την απόκτηση πληροφόρησης, ο αριθμός αυτών που την κατέχουν εξαρτάται από την διανομή των δικαιωμάτων μετοχών και του ποσού που μοιράζεται. Για δεδομένη απόδοση, επενδυτές με μεγάλα δικαιώματα θα έχουν κίνητρο για να αποκτήσουν πληροφόρηση. Όταν ένα μικρό ποσό δίνεται ως απόδοση, μόνο οι επενδυτές με τα μεγαλύτερα δικαιώματα θα έχουν πληροφορίες. Οι περισσότεροι μέτοχοι δεν θα έχουν πληροφορίες και θα προτιμήσουν τα μερίσματα. Όταν αυξάνεται το ποσό της απόδοσης, περισσότεροι μέτοχοι αποκτούν πληροφόρηση και η εταιρεία μπορεί να επιλέξει τις επαναγορές.

Το υπόδειγμα των Brennan και Thakor έχει ακριβώς την αντίθετη πρόβλεψη από εκείνο των Allen, Bernardo και Welch (2000) για τη σχέση που υπάρχει μεταξύ μεγάλων (και πιθανότατα καλύτερα πληροφορημένων) μετόχων και πολιτικής αποδόσεων. Σε αυτό το υπόδειγμα, οι μεγαλύτεροι μέτοχοι ευνοούν τις επαναγορές. Στους Allen et al., οι μεγάλοι μέτοχοι προτιμούν τα μερίσματα. Εμπειρικά, δεν έχει αποδειχτεί ποια από τις δύο μελέτες είναι πιο έγκυρη.

Το υπόδειγμα των Brennan και Thakor είναι μία προκλητική εξήγηση σχετικά με την προτίμηση που φαίνεται να έχουν οι επιχειρήσεις για μερίσματα. Απαντά στην ερώτηση γιατί οι επιχειρήσεις προτιμούν τη χρήση μερισμάτων αν και αυτά φορολογούνται περισσότερο. Αντίθετα με την θεωρία των John και Williams, το υπόδειγμα των Brennan και Thakor υποστηρίζει την ιδέα ότι τα μερίσματα εξομαλύνονται. Παρόλα αυτά και το δικό τους υπόδειγμα έχει δεχτεί κριτική. Το εύρος του ποσοστού φορολόγησης, για το οποίο τα μερίσματα προτιμώνται είναι συνήθως μικρό. Επομένως, για να εξηγηθεί ο λόγος που υπερισχύουν τα μερίσματα πρέπει να παρουσιαστεί άλλο επιχείρημα, που να βασίζεται στην ομοιογένεια των μετόχων. Έπειτα, αν το κίνητρο για τις επαναγορές είναι η ανώτερη πληροφόρηση, τότε είναι περίεργο που οι διοικήσεις σχεδόν ποτέ δεν κάνουν προσφορά για τις μετοχές τους, καθώς διαθέτουν την καλύτερη πληροφόρηση.

Οι Chowdhry και Nanda (1994) και Lucas και McDonald (1998) παρουσίασαν υποδείγματα, στα οποία επίσης υπάρχει φορολογικό μειονέκτημα για τα μερίσματα και κόστος δυσμενούς επιλογής για τις μετοχές. Στα υποδείγματά τους, οι διοικήσεις είναι καλύτερα πληροφορημένες από τους μετόχους. Τα υποδείγματά τους δείχνουν πως η πολιτική αποδόσεων βασίζεται στην άποψη που έχει η διοίκηση για τον αν η επιχείρηση είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με την τρέχουσα αξιολόγηση της αγοράς. Αν και τα δύο υποδείγματα προσφέρουν ενδιαφέρουσες απόψεις για τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των μερισμάτων και των επαναγορών, η σταθερότητα και η εξομάλυνση των μερισμάτων είναι δύσκολο να εξηγηθεί σε αυτό το πλαίσιο.

3.5 Μέτρηση επαναγορών και εμπειρικές μελέτες για τις επαναγορές μετοχών

Η αγορά αντιδρά συνήθως θετικά σε ανακοινώσεις για οποιονδήποτε τύπο επαναγοράς. Ο βαθμός της αντίδρασης σχετίζεται θετικά με το μέγεθος του προγράμματος επαναγοράς και αρνητικά με την αξία της επιχείρησης στην αγορά. Παρά τη θετική αντίδραση, πολλές μελέτες βρήκαν ότι η αγορά δεν κατανοεί πλήρως την πληροφόρηση που περιέχεται στην ανακοίνωση, δεδομένης της μακροχρόνιας, μετά την ανακοίνωση, επίδρασης. Οι Vermaelen (1981), Comment και Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995) και άλλοι, αναφέρουν μια αρνητική, μη κανονική απόδοση στους μήνες που προηγούνται της ανακοίνωσης για την επαναγορά. Κάτι τέτοιο συνιστά ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν να ανακοινώσουν την επαναγορά όταν η μετοχή είναι περισσότερο από κάθε φορά υποτιμημένη.

Ένα πιο λεπτό ζήτημα αφορά στον αριθμό των μετοχών που έχουν επαναγοραστεί και στην διάρκεια του προγράμματος. Μια επιχείρηση δεν έχει καμία υποχρέωση να επαναγοράσει όλες τις μετοχές που ζητά. Η ανακοίνωση χρησιμεύει κυρίως, για την γνωστοποίηση των προθέσεων της επιχείρησης στους επενδυτές. Αν υπάρχει σημαντική διαφορά, μεταξύ του αριθμού των μετοχών που ανακοινώθηκε ότι θα επαναγοραστούν και του αριθμού που πραγματικά επαναγοράστηκε, αυτό μπορεί να έχει επιπτώσεις στην αντίδραση μακροχρόνια, στα χρόνια που έπονται της ανακοίνωσης. Στην προσπάθεια να εξεταστεί η σχέση μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών ή να συσχετιστούν οι πραγματικές επαναγορές με τις επιδόσεις, πρέπει να είναι γνωστές οι πραγματικές επαναγορές με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια γίνεται.

3.5.1 Μέτρηση επαναγορών

Αν και οι επαναγορές στη δευτερογενή αγορά είναι διαδεδομένες, η μέτρησή τους είναι πολύ δύσκολη. Μια εταιρεία μπορεί νόμιμα να επαναγοράσει τις μετοχές της, όποτε το θελήσει, χωρίς να ανακοινώσει την πρόθεσή της να το κάνει. Παρόλα αυτά, ανακοινώνοντας ένα πρόγραμμα επαναγοράς, η εταιρεία προστατεύεται από την υποχρέωση που θέτει ο κανονισμός για να μην υπάρχει εκμετάλλευση της τιμής της μετοχής. Εφόσον η ανακοίνωση ενός προγράμματος επαναγοράς δεν έχει κόστος για

την επιχείρηση, η ανακοίνωση μοιάζει να είναι η επικρατούσα στρατηγική για τις επιχειρήσεις που σχεδιάζουν επαναγορά μετοχών.

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που οι πραγματικές επαναγορές μετοχών δεν μπορούν να μετρηθούν. Πρώτον, οι ανακοινώσεις είναι απλώς μια δήλωση της εταιρείας σχετικά με τις προθέσεις της να επαναγοράσει τις μετοχές της. Η επιχείρηση δεν είναι υποχρεωμένη και να το κάνει. Ενώ η πλειοψηφία των επιχειρήσεων πραγματοποιούν τα προγράμματα επαναγορών που ανακοινώνουν, ένας σημαντικός αριθμός επιχειρήσεων επαναγοράζουν πολύ λίγες ή και καθόλου μετοχές. Οι Stephens και Weisbach (1998) αναφέρουν ότι ενώ οι περισσότερες επιχειρήσεις επαναγοράζουν τουλάχιστον τον αριθμό των μετοχών που έχουν ανακοινώσει μέχρι και τρία χρόνια μετά και συχνά περισσότερες, πολλές παίρνουν πίσω λίγες ή καθόλου μετοχές. Γενικά, οι επιχειρήσεις που παίρνουν περισσότερες μετοχές από ότι αρχικά ανακοίνωσαν είτε δημιουργούν καινούρια προγράμματα επαναγοράς, είτε ανακοινώνουν προεκτάσεις στα ήδη υπάρχοντα. Έτσι, η αξία που ανακοινώνεται μπορεί να θεωρηθεί ως το ανώτατο όριο για το ποσό που θα επαναγοράσει μια επιχείρηση για συγκεκριμένο πρόγραμμα.

Οι Stephens και Weisbach (1998) χρησιμοποίησαν 450 προγράμματα επαναγορών, που ανακοινώθηκαν μεταξύ του 1981 και του 1990 και πρότειναν αρκετούς τρόπους μέτρησης. 1) Την αλλαγή στον αριθμό των μετοχών που έχουν οι επενδυτές και τα άτομα της επιχείρησης στην κατοχή τους (outstanding shares), όπως αυτή αναφέρεται σε στατιστικές βάσεις υπηρεσιών που ασχολούνται με τις ασφάλειες. Ένα δυνητικό πρόβλημα με αυτό το μέτρο είναι ότι αν μια εταιρεία επαναγοράζει και ταυτόχρονα διανέμει μετοχές (είτε στο κοινό είτε σε εργαζομένους της), αυτό το μέτρο θα εμφανίζει μειωμένο το πραγματικό ποσό της επαναγοράς. 2) Το καθαρό ποσό που δόθηκε για επαναγορές, όπως αυτό αναφέρεται στην κατάσταση ταμιακών ροών της επιχείρησης. Εάν κανείς θέλει να αναλύσει το ποσό που δαπανήθηκε σε επαναγορές αυτό το μέτρο είναι το πιο κατάλληλο. Για τον υπολογισμό του αριθμού των μετοχών που επαναγοράστηκαν, χρειάζεται να γίνει μετατροπή του αριθμού των νομισματικών μονάδων, που αναφέρονται στην κατάσταση ταμιακών ροών, σε αριθμό μετοχών που επαναγοράστηκαν. Κάτι τέτοιο όμως δημιουργεί και κάποια δυσκολία από τη στιγμή που δεν είναι γνωστή η τιμή στην οποία έγινε η αγορά. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί η μέση τιμή συναλλαγής της περιόδου ως τιμή αγοράς. Άλλο πιθανόν μειονέκτημα αυτού του μέτρου είναι ότι περιλαμβάνει την αγορά όχι μόνο κοινών μετοχών, αλλά και άλλους τύπους όπως προνομιούχες. Παρόλα αυτά, οι επαναγορές άλλου τύπου ασφαλειών εκτός από κοινές μετοχές, αντιπροσωπεύουν μια πολύ μικρή μερίδα της

δραστηριότητας της επιχείρησης. 3) Η αλλαγή στις μετοχές θησαυροφυλακίου. Αυτό το μέτρο μπορεί επίσης να δημιουργήσει προβλήματα, από τη στιγμή που οι εταιρείες συχνά αποσύρουν τις μετοχές που επαναγοράζουν. Έτσι, ενώ ο αριθμός των μετοχών που έχουν οι επενδυτές και τα άτομα της επιχείρησης στην κατοχή τους (outstanding shares) μειώνεται, ο αριθμός των μετοχών θησαυροφυλακίου παραμένει αμετάβλητος. Επιπρόσθετα, αν μια επιχείρηση επαναγοράζει μετοχές και συγχρόνως διανέμει μετοχές, ως πούμε στη θέση δικαιωμάτων μετοχών, οι μετοχές θησαυροφυλακίου δεν μεταβάλλονται παρά το γεγονός ότι υπήρξαν επαναγορές. Ο παράγοντας αυτός μπορεί να αποτελέσει σημαντικό πρόβλημα δεδομένου του πόσο δημοφιλή είναι τα δικαιώματα μετοχών ως μέθοδος αποζημίωσης.

Γενικά, η μέτρηση των επαναγορών μέσω των αλλαγών στις μετοχές θησαυροφυλακίου είναι πιθανόν να δώσει τα αποτελέσματα με τις περισσότερες στρεβλώσεις. Μπερδεύει τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις, συνδυάζει άλλες κατανομές που συμπίπτουν και δεν λαμβάνει υπ' όψιν το γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις αποσύρουν τις μετοχές που αγοράζουν. Οι Stephens και Weisbach (1998) βρίσκουν ότι αυτό το μέτρο είναι ουσιωδώς διαφορετικό από τα άλλα μέτρα που χρησιμοποιούν. Δείχνουν ότι τα δύο πρώτα μέτρα δίνουν παρόμοια αποτελέσματα στην μέτρηση των επαναγορών, ενώ η μέθοδος των μετοχών θησαυροφυλακίου δίνει εκτιμήσεις που είναι χαμηλότερες από τις άλλες δύο μεθόδους, σε ποσοστό περίπου 60%.

3.5.2 Εμπειρικές μελέτες για τις επαναγορές μετοχών

Από τις αρχές του 1980 έχουν γίνει πολλές εμπειρικές μελέτες για την αντίδραση της αγοράς σε αποφάσεις επαναγοράς μετοχών. Οι μελέτες διαφέρουν όσον αφορά τον τύπο της επαναγοράς, τα χαρακτηριστικά των εταιρειών και των ασφαλειών που εξετάζονται, την περίοδο του δείγματος και τον τρόπο με τον οποίο τα δείγματα διαιρούνται σε μικρότερα δείγματα. Ωστόσο, ο σκοπός των μελετών αυτών είναι να προσδιορίσουν το κίνητρο της επαναγοράς, βάσει διαφόρων συνθηκών στην εταιρεία. Πολλές από αυτές τις μελέτες χρησιμοποιούν μελέτες περιπτώσεων, όπου συγκρίνουν τα καθημερινά ποσοστά αποδόσεων των ασφαλειών, που είναι χρονικά κοντά σε ένα γεγονός (π.χ. ανακοίνωση επαναγοράς), με τις μέσες πραγματοποιηθείσες αποδόσεις αυτών των ασφαλειών σε άλλες περιόδους.

Αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης

Τρεις μελέτες των αποδόσεων των μετοχών κοντά στην περίοδο της επαναγοράς είναι αυτές των Masulis (1980), Dann (1981) και Vermaelen (1981). Ο Masulis αναφέρει μια μέση απόδοση του 17% για δύο μέρες με σταθερή τιμή την περίοδο που γίνεται η ανακοίνωση της επαναγοράς, σε σχέση με μέση απόδοση 0% την περίοδο εκτός ανακοίνωσης. Βρήκε μεγαλύτερες (μικρότερες) μέσες αποδόσεις για προσφορές αγοράς πάνω (κάτω) από το μέσο ποσοστό του δείγματος για τον αριθμό των μετοχών που έχουν οι επενδυτές και τα άτομα της επιχείρησης στην κατοχή τους και για προσφορές, οι οποίες αρχικά είχαν χρηματοδοτηθεί με χρέος. Ερμήνευσε αυτά τα αποτελέσματα ως συναφή με την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν επαναγορές μετοχών λόγω της εξοικονόμησης των προσωπικών φόρων, σε αντίθεση με τα μερίσματα σε ρευστό και επειδή η εταιρική προστασία από την φορολόγηση αυξάνεται όταν γίνεται χρηματοδότηση μέσω επαναγορών. Ο Masulis επίσης αναφέρει αποτελέσματα σχετικά με την υπόθεση μεταφοράς πλούτου από κατόχους διάφορων τύπων ασφαλειών και μεταφοράς πλούτου μεταξύ μετόχων που κάνουν προσφορά για τις μετοχές του και άλλων που δεν κάνουν.

Οι Dann και Vermaelen, όπως ο Masulis, επιχείρησαν να προσδιορίσουν τις οικονομικές δυνάμεις που βρίσκονται πίσω από τις αλλαγές στις τιμές των ασφαλειών, όταν ανακοινώνεται μια επαναγορά. Καθώς και στα αποτελέσματα του Masulis, και οι δύο μελέτες έδειξαν αυξημένες αποδόσεις, γύρω στο 15%, κοντά στην ανακοίνωση επαναγοράς με σταθερή τιμή προσφοράς και μια μείωση, περίπου 3%, κοντά στην ανακοίνωση μιας επαναγορά στη δευτερογενή αγορά, όπου ακολουθεί μια περίοδος αρνητικών επιδόσεων στην αγορά.

Οι Dann και Vermaelen ερμήνευσαν με διαφορετικό τρόπο από τον Masulis τα αποτελέσματά τους. Ήταν επιφυλακτικοί σχετικά με τον φορολογικό παράγοντα τις επιρροές μεταφοράς πλούτου. Αν και δεν μπορούσαν να αποκλείσουν εντελώς την ύπαρξη μικρών φορολογικών ή καταλυτικών επιδράσεων, παρουσίασαν λόγους που αυτές οι επιδράσεις υπάγονται στην θετική πληροφόρηση που φέρει μια ανακοίνωση επαναγοράς. Μέσω μιας προσφοράς, η διοίκηση φαίνεται να αποκαλύπτει εσωτερική πληροφόρηση, ότι η μετοχή ήταν υποτιμημένη. Η αποκάλυψη αυτή έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής της μετοχής.

Επαναγορές μετοχών ως μηχανισμός πληροφόρησης στην αγορά

Οι Dann, Masulis και Myers (1991), Hertzell και Jain (1991) και Bartov (1991) διερεύνησαν την υπόθεση ότι οι επαναγορές μετοχών φέρουν πληροφόρηση σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τις αλλαγές στον κίνδυνο. Και οι τρεις μελέτες βρήκαν ότι, μετά την επαναγορά μετοχών, οι αναλυτές αναθεωρούν τα δελτία κερδών των επιχειρήσεων προς τα πάνω, τα κέρδη είναι υψηλότερα βραχυχρόνια και ο συστηματικός κίνδυνος των επιχειρήσεων μειώνεται σημαντικά.

Οι Comment και Jarrell (1991), συνέκριναν την σχετική ισχύ πληροφόρησης που φέρουν οι επαναγορές με δημοπρασία (Dutch auctions), οι επαναγορές με προσφορά σε σταθερή τιμή και οι επαναγορές ανοιχτής αγοράς. Ισχυρίστηκαν ότι οι δημοπρασίες είναι λιγότερο αξιόπιστες από άποψη πληροφόρησης, καθώς οι τιμές προσφοράς καθορίζονται από άτομα εκτός της επιχείρησης και όχι «εκ των έσω». Επίσης, τα γενικότερα χαμηλά πριμ των δημοπρασιών μειώνουν την δυνητική μεταφορά πλούτου από τους μάνατζερ που δεν κάνουν προσφορά. Επομένως, η πληροφόρηση είναι για μια ακόμη φορά λιγότερο αξιόπιστη. Οι επαναγορές στη δευτερογενή αγορά προσφέρουν μόνο μικρά, αν υπάρχουν, πριμ. Έτσι, για τον ίδιο λόγο που παρουσιάστηκε στις προηγούμενες έρευνες, οι Comment και Jarrell συμπέραναν ότι η πληροφόρηση που φέρουν επαναγορές σε ανοιχτή αγορά είναι μικρή. Παρουσίασαν στοιχεία συναφή με την υπόθεσή τους και κατέληξαν ότι οι επαναγορές, ειδικά με τη μορφή προσφορών σε σταθερή τιμή, αυξάνουν τις τιμές των μετοχών επειδή είναι αξιόπιστα σημάδια των αποφάσεων που παίρνει η διοίκηση της επιχείρησης.

Παρόλα αυτά σε πιο πρόσφατες επαναγορές το κίνητρο φαίνεται να είναι άλλο από την πληροφόρηση. Η πλειοψηφία των εταιρειών χρησιμοποιεί επαναγορές ανοιχτής αγοράς και επαναγορές δημοπρασίας, οι οποίες δεν είναι τόσο αποτελεσματικές από άποψη πληροφόρησης. Επιπλέον, οι Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995) αμφισβήτησαν το κατά πόσο οι ανακοίνωση των πριμ βραχυχρόνια είναι κατάλληλο μέτρο της πληροφοριακής ισχύος. Ανέφεραν ότι οι επιχειρήσεις που κάνουν επαναγορές στη δευτερογενή αγορά ήταν, κατά μέσο όρο, υποτιμημένες κατά 15% για μια περίοδο τεσσάρων χρόνων μετά την επαναγορά, σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν είχαν εμπλακεί σε επαναγορές ανοιχτής αγοράς. Απέδωσαν αυτή την υποτίμηση κυρίως σε επιχειρήσεις με χαμηλή αξία στην αγορά σε σχέση με την λογιστική τους αξία. Αυτές οι επιχειρήσεις είχαν μια τετραετή μη κανονική απόδοση σε ποσοστό 45% σε σχέση με το δείγμα ελέγχου. Επομένως, οι Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen

κατέληξαν ότι αν και πολλές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν άλλους λόγους που πραγματοποιούν επαναγορές στην ανοιχτή αγορά, τουλάχιστον οι επιχειρήσεις με υψηλό λόγο λογιστικής αξίας προς αξία αγοράς στέλνουν ένα δυνατό σημάδι στην αγορά όταν δεσμεύονται σε τέτοιου είδους πρόγραμμα επαναγοράς. Παρόλα αυτά, οι συμμετέχοντες στην αγορά εκτιμούν πλήρως αυτό το μήνυμα αφού περάσουν τέσσερα χρόνια. Έτσι εξηγείται η σπουδαιότητα της υποτίμησης αυτών των επιχειρήσεων.

Οι Kamma, Kanatas και Raymar (1992) έκαναν σύγκριση της ανταπόκρισης που βρίσκουν στην αγορά οι δημοπρασίες και οι προσφορές σε σταθερή τιμή. Επικεντρώθηκαν στις συνολικές αποδόσεις για όλους τους μετόχους κατά την περίοδο προσφορών (από πριν την αρχική ανακοίνωση μέχρι μετά το τελικό αποτέλεσμα) και στα κέρδη των μετόχων που δεν έκαναν προσφορές σε σχέση με αυτούς που έκαναν πωλήσεις. Βρήκαν ότι το δείγμα με τις επαναγορές μέσω δημοπρασίας, είχε συνολικές αποδόσεις σημαντικά μεγαλύτερες από εκείνες που είχε το δείγμα των επαναγορών με προσφορές σε σταθερή τιμή αφού πρώτα είχαν ελέγξει τα χαρακτηριστικά συγκεκριμένων επιχειρήσεων και τις προσφορές των επενδυτών. Όμως, οι μη συμβατικές συνολικές αποδόσεις δεν διέφεραν σημαντικά μεταξύ των μεθόδων επαναγοράς. Σε συνδυασμό με τις τάσεις των προσφορών σε σταθερή τιμή (αναζήτηση μεγαλύτερων μεριδίων μετοχών και υψηλότερων πριμ), ερμήνευσαν αυτά τα αποτελέσματα ώστε να σημαίνουν ότι περισσότερος πλούτος μεταφέρεται από τους ιδιοκτήτες που διακρατούν τα μερίδιά που έχουν στην εταιρεία, στους μετόχους που προσφέρουν τις μετοχές τους σε σταθερή τιμή παρά σε αυτούς που τις προσφέρουν σε δημοπρασία. Τελικά, οι ερευνητές αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δημοπρασίες είναι γενικά μεγαλύτερες από εκείνες που επαναγοράζουν τις μετοχές τους με προσφορά σε σταθερή τιμή.

Σε άλλη μελέτη, οι Lakonishok και Vermaelen (1990) παρουσίασαν στοιχεία ότι, μέχρι το 1980, οι προσφορές γίνονταν κυρίως από μικρότερες επιχειρήσεις, των οποίων η διοίκηση αισθανόταν ότι οι μετοχές ήταν υποτιμημένες. Χρησιμοποιούσαν τις επαναγορές για να σηματοδοτήσουν την αξία τους στην αγορά. Παρόλα αυτά, πιο πρόσφατα οι προσφορές σε σταθερή τιμή γίνονται από μεγαλύτερους οργανισμούς, συχνά στο πλαίσιο πλειοδοσίας για εχθρική εξαγορά. Αναφέρουν ένα μέσο πριμ της τάξης του 22% για τους μετόχους που κάνουν προσφορά για τις μετοχές τους σε σύγκριση με τις πλεονάζουσες αποδόσεις του 13% για τους μετόχους που δεν κάνουν προσφορά για τις μετοχές τους. Έτσι, ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει μια μετοχή μετά την ανακοίνωση της προσφοράς επαναγοράς αλλά πριν τη λήξη της, να προσφέρει έπειτα την μετοχή και να κερδίσει αποδόσεις της τάξης του 9% σε λιγότερο

από μια εβδομάδα. Οι Lakonishok και Vermaelen ισχυρίστηκαν ότι οι μέτοχοι που δεν προσφέρουν τις μετοχές τους, είναι άτομα μέσα από την επιχείρηση, που διατίθενται να «χαρίσουν» μέρος της επιχείρησης και ότι τέτοιες κινήσεις σχετίζονται με τα οφέλη τους από την ισχυροποίησή τους σε θέματα ψηφοφορίας και την παρεμπόδιση μιας επιτυχούς εξαγοράς.

Ζητήματα εταιρικού ελέγχου

Ο Denis (1990) εξέτασε την επίδραση ενός σχεδίου επαναγοράς ως ένα μηχανισμό αντιμετώπισης μιας εχθρικής εταιρικής εξαγοράς, από τη στιγμή που οι μάντζερ που δεν προσφέρουν τις μετοχές τους αυξάνουν την ισχύ τους σε ψήφους. Αυτή η αμυντική στρατηγική φαίνεται να είναι επιτυχής. Περισσότερο από το 70% των επιχειρήσεων που επαναγόρασαν μετοχές για αυτόν το λόγο διατήρησαν την ανεξαρτησία τους. Η ανακοίνωση μιας αμυντικής επαναγοράς συνοδευόταν από αρνητική πλεονάζουσα απόδοση γύρω στο 1,5%. Κατά τη διάρκεια ολόκληρου του εταιρικού αγώνα για τον έλεγχο, οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για τις εταιρείες που διατήρησαν την ανεξαρτησία τους ήταν 16%, ενώ εταιρείες στις οποίες ο έλεγχος πέρασε σε άλλα χέρια είχαν σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις της τάξης του 29%. Επομένως, η επιτυχής αντίσταση μέσω επαναγορών σε μια εξαγορά, είχε σχέση με μεγάλες απώλειες για τους μετόχους-στόχους της εξαγοράς. Ο Denis ερμήνευσε αυτό το αποτέλεσμα ως ενδεικτικό του ότι ο κύριος λόγος για μια τέτοιου είδους αμυντική συμπεριφορά είναι η περιχαράκωση της διοίκησης.

3.5.3 Ερμηνείες επαναγορών μετοχών

Στον Πίνακα 3.1 παρουσιάζονται τα κύρια αποτελέσματα των μελετών περιπτώσεων στα διάφορα είδη επαναγορών μετοχών και περιλαμβάνονται ερμηνείες των αποτελεσμάτων από τους ερευνητές. Το μέσο πριμ για τις επαναγορές με προσφορές μετοχών σε σταθερή τιμή είναι γύρω στο 22%, το τμήμα του αριθμού των μετοχών που έχουν οι επενδυτές και τα άτομα της επιχείρησης στην κατοχή τους και αναζητείται είναι περίπου 16% και οι μετοχές που απομένουν έχουν πλεονάζουσες αποδόσεις του 12% με 18% από την ανακοίνωση της επαναγοράς και μετά. Οι περισσότεροι από τους

ερευνητές ερμηνεύουν αυτά τα αποτελέσματα ως συναφή με το θετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των επαναγορών με προσφορά σε σταθερή τιμή ή με την υπόθεση ότι οι επαναγορές αποτελούν σηματοδότηση για την αγορά.

Οι επαναγορές στην ανοιχτή αγορά είναι ο πιο κοινός τύπος επαναγοράς. Το μέσο τμήμα του αριθμού των μετοχών που αναζητείται είναι περίπου 5%, το οποίο είναι ουσιαδώς χαμηλότερο από τις επαναγορές που γίνονται με προσφορά σε σταθερή τιμή. Η επίδραση του πλούτου στις μετοχές που απομένουν είναι επίσης χαμηλότερη (περίπου 3%) και προφανώς, δεν υπάρχει πριμ για τις μετοχές που επαναγοράζονται. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, οι επαναγορές στην ανοιχτή αγορά αποτελούν πιο αδύναμο σημάδι από τις επαναγορές με προσφορά σε σταθερή τιμή. Ωστόσο, οι συγγραφείς των μελετών που ανέλυσαν τις πρώτες ισχυρίζονται ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να εμπλέκονται σε προγράμματα επαναγοράς με αυτή την μέθοδο όταν οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες, δίνοντας έτσι θετικά σημάδια στους συμμετέχοντες στην αγορά.

Οι δημοπρασίες είναι νέα μέθοδος επαναγοράς μετοχών. Οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν αυτή τη μέθοδο επιθυμούν να επαναγοράσουν περίπου 15% του αριθμού των μετοχών που έχουν οι επενδυτές και τα άτομα της επιχείρησης στην κατοχή τους, κάτι το οποίο είναι συγκρίσιμο με τις προσφορές σε σταθερή τιμή. Παρόλα αυτά, η φύση της επαναγοράς μέσω δημοπρασίας, επιτρέπει στις επιχειρήσεις να πληρώνουν χαμηλότερο πριμ, περίπου 13%. Οι πλεονάζουσες αποδόσεις κυμαίνονται μεταξύ του 6% και 8%, οι οποίες είναι επίσης χαμηλότερες από ότι στις επαναγορές με προσφορά σε σταθερή τιμή. Ακόμη μια φορά, μια ερμηνεία των αποτελεσμάτων βρίσκεται στο πλαίσιο της υπόθεσης πληροφόρησης. Μια διαφορετική ερμηνεία είναι ότι οι εναπομείναντες μέτοχοι έχουν υψηλότερη τιμή επιφύλαξης για τις μετοχές τους προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο αύξηση στις τιμές των μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1

Περίληψη των βασικών αποτελεσμάτων και ερμηνειών από τις μελέτες περιπτώσεων για την επαναγορά μετοχών

Συγγραφείς μελετών	Μέθοδοι επαναγοράς	Μέγεθος δείγματος	Μέσο πληρωτέο Πριμ (%)	Μέσο μερίδιο των μετοχών που ζητά η επιχείρηση (%)	Επίδραση πλούτου στον αριθμό των μετοχών που απομένουν στην κατοχή των επενδυτών και των ατόμων της επιχείρησης (outstanding remaining shares) τις μέρες με βάση την ανακοίνωση -3 έως +30 ^α (%)	Υπόθεση που υποστηρίζεται από τα αποτελέσματα (ερμηνεία των ερευνητών)
Masulis (1980)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	199	23	16	18.2	Φορολογικά πλεονεκτήματα και μεταφορές πλούτου
Dann (1981)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	143	22.46	15.3	18.5	Θετικό περιεχόμενο πληροφόρησης (signaling)
Vermaelen (1981)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	131	22.76	15.0	13.6	Πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά
Lakonishok και Vermaelen (1990)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	221	21.8	17.0	12.54	Πληροφόρηση για την άμυνα μικρών επιχειρήσεων εναντίον εξαγορών από μεγάλες επιχειρήσεις
Hertzel και Jain (1991)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	127 ^β	16.7	14.8	10.1	Πληροφόρηση σχετικά με το επίπεδο και τον κίνδυνο των μελλοντικών κερδών
Dann, Masulis και Myers (1991)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	122	24	16	17.68	Πληροφόρηση σχετικά με το επίπεδο και τον κίνδυνο των μελλοντικών κερδών
Comment και Jarrell (1991)	Προσφορά σε σταθερή τιμή	59	20.6	18.8	12	Πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά
Vermaelen (1981)	Ανοιχτής αγοράς	243	-	5.0	3.3	Πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά
Bartov (1991)	Ανοιχτής αγοράς	185	-	5.28	2.96	Πληροφόρηση σχετικά με το επίπεδο και τον κίνδυνο των μελλοντικών κερδών
Comment και Jarrell (1991)	Ανοιχτής αγοράς	1.157	-	7 ^γ	2.3	Πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά
Comment και Jarrell (1991)	Μέσω δημοπρασίας	63	12.8	15.6	8.3	Πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά

Πηγή: Lease, Ronald et al, (1999).

α: αρκετές από τις μελέτες έγιναν για μικρότερες περιόδους

β: οι επιχειρήσεις παρακολουθούνται από την εταιρεία ερευνών επενδύσεων "Value Line"

γ: δεν έχει αναφερθεί, έχει εκτιμηθεί από άλλα αποτελέσματα

Οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι οι επαναγορές προκαλούνται από αρκετούς παράγοντες. Επιχειρήσεις με περισσότερο ρευστό από αυτό που χρειάζονται για τη λειτουργία τους είναι πολύ πιθανόν να επαναγοράσουν τις μετοχές τους. Επιχειρήσεις χαμηλής μεγέθυνσης είναι πιο πιθανόν να επαναγοράσουν μετοχές γιατί οι επενδυτικές τους ευκαιρίες συρρικνώνονται. Οι ερευνητές βρίσκουν στοιχεία ότι και η ανακοίνωση των επαναγορών αλλά και η πραγματική επαναγορά γίνονται σε μεγαλύτερη συχνότητα όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν πίεση των τιμών προς τα κάτω. Δεν υπάρχουν στοιχεία ότι η δυσμενής επιλογή στην αγορά αποτελεί λόγο για επαναγορές, όπως δεν υπάρχουν στοιχεία ότι η υποτίμηση στην αγορά των μελλοντικών ταμιακών ροών ή της μεγέθυνσης σε κέρδη είναι κίνητρο ώστε η διοίκηση να αποφασίσει να προβεί σε επαναγορά. Στην πραγματικότητα, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που επαναγοράζουν αντιμετωπίζουν μια μείωση της λειτουργικής τους απόδοσης, έχουν πλεονάζον ρευστό, επενδύουν λιγότερο στα χρόνια που ακολουθούν μετά την ανακοίνωση και ο κίνδυνός τους είναι σημαντικά χαμηλότερος στα μετά την ανακοίνωση χρόνια. Είναι επίσης σαφές ότι η αγορά δεν αφομοιώνει όλα τα νέα που περιέχονται στην ανακοίνωση μιας επαναγοράς, είτε πρόκειται για μείωση του κινδύνου, μείωση του αντιπροσωπευτικού κόστους είτε για κάποια άλλη λανθασμένη αξιολόγηση. Η αργή αντίδραση της αγοράς είναι ιδιαίτερα εμφανής για μετοχές που τείνουν διαπραγματεύονται σε χαμηλότερη τιμή (value stocks).

3.5.4 Εμπειρικά δεδομένα για τα μερίσματα σε σύγκριση με τις επαναγορές μετοχών

Έχοντας τα μεγέθη των πραγματικών επαναγορών οι ερευνητές είχαν τη δυνατότητα να εξετάσουν τον τρόπο που οι πολιτικές μερισμάτων και επαναγορών αλληλεπιδρούν. Ήταν επίσης δυνατό να συμπεριλάβουν στην έρευνα το ερώτημα αν οι επιχειρήσεις βλέπουν αυτές τις μεθόδους ως υποκατάστατα. Πολλές από τις θεωρίες που παρουσιάστηκαν και σε αυτό και στο προηγούμενο κεφάλαιο επιδρούν στο αν οι επαναγορές και τα μερίσματα είναι υποκατάστατα ή αν χρησιμοποιούνται και τα δύο μαζί για διαφορετικούς σκοπούς, το οποίο θα ήταν ενδεικτικό του ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των πολιτικών μερισμάτων και επαναγορών.

Θεωρίες που απευθύνουν το ζήτημα της συνολικής πολιτικής αποδόσεων, όπως των Miller και Rock (1985) ή του Bhattacharya (1979) και οι οποίες δεν κάνουν καμία

διάκριση μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών, υπαινίσσονται ότι αυτές οι δύο πολιτικές είναι τέλεια υποκατάστατα. Άλλες θεωρίες, που βασίζονται σε διαφορετική φορολόγηση, όπως των John και Williams (1985) και Allen, Bernardo και Welch (2000), ισχυρίζονται ότι αυτές οι δύο πολιτικές αποδόσεων είναι ξεκάθαρα διαφορετικές και δεν μπορεί να υπάρξει υποκατάσταση μεταξύ των δύο.

Υποκατάσταση υπαινίσσονται και οι θεωρίες αντιπροσωπευτικού κόστους, αλλά η υποκατάσταση δεν είναι τέλεια. Από τη μια πλευρά και οι επαναγορές και οι μερισματικές πληρωμές μειώνουν τα χρήματα που έχει η διοίκηση στη διάθεσή της και κατ' επέκταση μειώνουν δυνητική κατάχρηση. Από την άλλη πλευρά, τα μερίσματα αποτελούν ισχυρότερη δέσμευση γιατί η διοίκηση έχει μεγαλύτερη υποχρέωση να διατηρεί μια σταθερή μερισματική πολιτική, κάτι που δεν ισχύει για τις επαναγορές (Lintner, 1956). Έτσι, είναι δυνατό η διοίκηση να διανέμει το προσωρινά πλεονάζον ρευστό μέσω επαναγορών και το πλεονάζον ρευστό που έχει σε πιο μόνιμη βάση μέσω μερισμάτων.

Υπάρχει και άλλος λόγος που οι μάνατζερ μπορεί να έχουν κίνητρο να πληρώσουν λιγότερα μερίσματα και να διανείμουν περισσότερο από το ρευστό στη μορφή των επαναγορών. Αυτός είναι ότι τα δικαιώματα μετοχών γίνονται όλο και πιο δημοφιλή. Τα δικαιώματα μετοχών μπορούν να επηρεάσουν τον τρόπο πληρωμής για δύο τουλάχιστον λόγους. Πρώτον, από τη στιγμή που τα δικαιώματα τυπικά δεν προστατεύονται από τα μερίσματα, οι μάνατζερ (που κατέχουν δικαιώματα μετοχών) έχουν ένα κίνητρο, με το διαθέσιμο ρευστό, να επαναγοράσουν μετοχές, παρά να το δώσουν ως απόδοση με την μορφή μερίσματος. Δεύτερον, οι αναλυτές της αγοράς εστιάζουν την αξιολόγηση των μετοχών στα νούμερα των κερδών ανά μετοχή. Από τη στιγμή που η άσκηση των δικαιωμάτων μετοχών αποδυναμώνει τα κέρδη ανά μετοχή, και το συμβούλιο των διευθυντών και η διοίκηση μπορεί να αποφασίσουν να επαναγοράσουν περισσότερες μετοχές, ώστε να εμποδίσουν αυτή την αποδυνάμωση. Έτσι, τα δικαιώματα μετοχών μπορεί να οδηγήσουν στην υποκατάσταση των μερισμάτων με επαναγορές.

Θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι, εξ' ορισμού, τα μερίσματα και οι επαναγορές είναι τέλεια υποκατάστατα. Μια επιχείρηση μπορεί είτε να πληρώνει μερίσματα είτε να επαναγοράζει τις μετοχές της. Αν, και μόνο αν η συνολική απόδοση θεωρείται διαρκής και δεδομένη, τότε αυτή η δήλωση είναι σωστή. Όμως η απόδοση δεν μπορεί να είναι δεδομένη. Οι επιχειρήσεις μπορούν να αλλάξουν τα ποσά των ρευστών που κρατούν,

μπορούν να αλλάξουν το ποσό των ρευστών που πάει σε επενδύσεις και μπορούν να μεταβάλλουν το ποσό των ρευστών που αντλούν από άλλες πηγές, όπως ο δανεισμός.

Επομένως, υπάρχει ένας άλλος τρόπος για να τεθεί το ερώτημα τι συμβαίνει με τις συνολικές εταιρικές αποδόσεις από τη στιγμή που οι επαναγορές έχουν γίνει τόσο δημοφιλείς. Έχουν μειωθεί τα μερίσματα ανάλογα με την αύξηση των επαναγορών ώστε να παραμείνουν οι συνολικές αποδόσεις σε ένα σταθερό επίπεδο ή έχουν αυξηθεί οι συνολικές αποδόσεις; Το γεγονός ότι οι επαναγορές γίνονται όλο και πιο δημοφιλείς μπορεί να είναι ιδιαίτερος σημαντικό για τις εταιρείες, τους επενδυτές και αυτούς που αποφασίζουν για την πολιτική των επιχειρήσεων. Η απάντηση στην ερώτηση αυτή έχει σημαντικές επιρροές όσον αφορά στα εταιρικά ποσοστά επανεπένδυσης, στην κατανομή πόρων και στον ρόλο που παίζουν οι φόροι για τις αποφάσεις σε μια επιχείρηση.

Γενικότερα, από την εξέταση στοιχείων σε μελέτες, φαίνεται ότι σε σχέση με τα συνολικά κέρδη, οι συνολικές πληρωμές αποδόσεων έχουν αυξηθεί διαχρονικά. Οι αποδόσεις σε μερίσματα δεν αυξήθηκαν, παρά την μεγάλη αύξηση των επαναγορών. Παρόλα αυτά, όταν κλιμακώνεται η πληρωμή αποδόσεων σε ρευστό σύμφωνα με την αξία της αγοράς, η εικόνα αλλάζει. Διαχρονικά η μερισματική απόδοση μειώνεται, ενώ η απόδοση από επαναγορές αυξάνεται. Όμως, τα συνολικά δεδομένα μπορεί να κρύβουν μια ποιοτική διαφορά των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, θα μπορούσαν να υπάρχουν επιχειρήσεις που δεν είχαν πληρώσει ποτέ μερίσματα και πρόσφατα άρχισαν να μοιράζουν ρευστό με την μορφή επαναγορών. Την ίδια στιγμή, οι επιχειρήσεις που πλήρωναν μερίσματα μπορεί να συνέχισαν να το κάνουν.

Για να προσδιορίσουν την αλληλεπίδραση μεταξύ επαναγορών και μερισματικής πολιτικής, οι Gullon και Michaely (2002) εξέτασαν αυτή τη σχέση στο επίπεδο μιας επιχείρησης, ατομικά. Η έρευνά τους βασίζεται στην ανάλυση του Lintner (1956) για το πώς καθορίζουν οι επιχειρήσεις την μερισματική τους πολιτική. Ο Lintner παρατήρησε ότι οι αποφάσεις της επιχείρησης για μερισματική αλλαγή, αποτελούσαν μια λειτουργία του στοχευμένου ποσοστού απόδοσης που ήθελαν. Χρησιμοποιώντας αυτό το υπόδειγμα οι Gullon και Michaely υπολόγισαν την αναμενόμενη μερισματική πληρωμή για μια εταιρεία βασιζόμενοι στην συμπεριφορά του μερίσματος της στο παρελθόν και προσδιόρισαν αν οι πραγματικές μερισματικές πληρωμές ήταν πάνω ή κάτω από τις αναμενόμενες. Με αυτόν τον τρόπο, μπόρεσαν να παρατηρήσουν αν μια επιχείρηση είχε αποκλίσεις από την μερισματική πολιτική που ακολουθούσε στο παρελθόν. Αν η χρήση των επαναγορών αύξανε την απόδοση και δεν επηρέαζε την μερισματική

πολιτική, τότε δεν θα υπήρχε καμία σχέση μεταξύ του σφάλματος πρόβλεψης για τα μερίσματα από το υπόδειγμα του Lintner και των επαναγορών. Αν όμως, οι επαναγορές μείωναν την μερισματική απόδοση, τότε η έρευνα θα είχε ως αποτέλεσμα μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του σφάλματος πρόβλεψης για το μέρισμα (πραγματικό μείον αναμενόμενο) και των επαναγορών. Με άλλα λόγια, μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών θα έδειχνε ότι οι επαναγορές μετοχών έχουν χρηματοδοτηθεί, κατά ένα μέρος, από δυνητικές μερισματικές αυξήσεις.

Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι το μερισματικό σφάλμα πρόβλεψης συσχετίζεται αρνητικά με την απόδοση επαναγοράς μετοχών. Το σφάλμα πρόβλεψης γίνεται πιο αρνητικό όσο αυξάνεται η απόδοση από την επαναγορά μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερο επαναγοράζουν οι επιχειρήσεις, το πραγματικό μέρισμα είναι χαμηλότερο από το αναμενόμενο. Επίσης, η απόδοση της επαναγοράς έχει αρνητική επιρροή στο μερισματικό σφάλμα πρόβλεψης ακόμη και όταν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων έχουν ελεγχθεί. Γενικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που πληρώνουν μέρισμα υποκαθιστούσαν τα μερίσματα με επαναγορές μετοχών. Αλλά, η την υποκατάσταση δεν είναι ένα (δηλαδή, δεν είναι τέλεια υποκατάστατα). Το εύρημα αυτό υποστηρίζει την ιδέα ότι η πολιτική επαναγοράς μετοχών και η μερισματική πολιτική είναι αλληλένδετες.

Σημαντική όμως είναι η γνώση σχετικά με το ποιες εταιρείες χρησιμοποιούν επαναγορές ή μερίσματα και κάτω από ποιες συνθήκες. Το πρώτο ζήτημα είναι η σχέση μεταξύ των προγραμμάτων δικαιωμάτων μετοχών και της πολιτικής αποδόσεων. Η αποζημίωση ως κίνητρο, όπως τα δικαιώματα μετοχών, θα μπορούσε να επηρεάσει την συνολική απόδοση αν ευθυγραμμίσει τα κίνητρα της διοίκησης με αυτά των μετόχων. Η διοίκηση των επιχειρήσεων πείθεται να μην επενδύσει σε σχέδια που καταστρέφουν την αξία και να πληρώσει περισσότερα στους μετόχους. Έτσι, η αποζημίωση ως κίνητρο μπορεί να αυξήσει τη συνολική απόδοση. Επιπρόσθετα, ο μάνατζερ που έχουν δικαιώματα μετοχών, τα οποία δεν προστατεύονται από τα μερίσματα, θα έχουν κίνητρο να μεταβάλλουν την μορφή των αποδόσεων από μερίσματα σε επαναγορές.

Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα 1.100 μη χρηματοδοτικών επιχειρήσεων, κατά την περίοδο 1993-1997, οι Fenn και Liang (2000) ανέφεραν μια αρνητική σχέση μεταξύ των σχεδίων για δικαιώματα μετοχών και των μερισμάτων. Το εύρημα αυτό υποστηρίζει την ιδέα ότι η χρήση σχεδίων που προσφέρουν κίνητρα στη διοίκηση, μειώνει τα κίνητρα των μάνατζερ να πληρώσουν μερίσματα. Επιπλέον, τα διατμηματικά

αποτελέσματα της παλινδρόμησης έδειξαν ότι 1) η μερισματική απόδοση σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος των σχεδίων δικαιωμάτων μετοχών, 2) οι αποδόσεις επαναγορών σχετίζονται θετικά με το μέγεθος των σχεδίων δικαιωμάτων μετοχών και 3) η συνολική απόδοση σχετίζεται αρνητικά με τα σχέδια δικαιωμάτων μετοχών. Η μείωση της συνολικής απόδοσης ήταν μεγαλύτερη από την αύξηση στις επαναγορές.

Από ένα δείγμα 324 επιχειρήσεων, που ανακοινώνουν μια αλλαγή στην μερισματική πολιτική το 1993, η Joll (1998) βρήκε μια θετική σχέση μεταξύ της απόφασης επαναγοράς και του μεγέθους του διοικητικού σχεδίου δικαιωμάτων μετοχών. Ο Weisbenner (2000) επέκτεινε αυτές τις μελέτες. Έψαξε αν η ομάδα που είχε στην κατοχή της τα δικαιώματα μετοχών (οι εργαζόμενοι ή η διοίκηση της εταιρείας), μπορούσαν να διαφοροποιήσουν την επιλογή για μέθοδο απόδοσης. Εκ των προτέρων, περιμένει κανείς να μπορούν να το κάνουν. Αν αυτοί που έχουν δικαιώματα μετοχών είναι κυρίως μη διοικητικοί υπάλληλοι, τότε η μερισματική προστασία αποτελεί λιγότερο καθοριστικό παράγοντα (γίνεται ότι η διοίκηση δεν μεγιστοποιεί τον πλούτο των εργαζομένων). Ο παράγοντας της αποδυνάμωσης εξακολουθεί να είναι σημαντικός, από τη στιγμή που επηρεάζει όλους όσους έχουν μετοχές, όχι μόνο τους εργαζόμενους. Έτσι, στην περίπτωση μη διοικητικών σχεδίων δικαιωμάτων μετοχών, αναμένεται μια αύξηση των επαναγορών, όχι όμως και μείωση των μερισμάτων. Αν τα διοικητικά στελέχη έχουν δικαιώματα μετοχών, τότε αναμένεται και μια μείωση των μερισμάτων και μια αύξηση των επαναγορών.

Ο Weisbenner (2000) για αυτές τις υποθέσεις βρήκε και εμπειρικά στοιχεία που να τις υποστηρίζουν. Το μέγεθος του προγράμματος δικαιωμάτων μετοχών μιας επιχείρησης, είχε σημαντική επίδραση στην πολιτική επαναγοράς (προφανώς στην προσπάθεια αποφυγής μιας αποδυνάμωσης). Τα προγράμματα δικαιωμάτων μετοχών σχετίζονται επίσης με την τάση μιας επιχείρησης να μειώνει τα κέρδη που διακρατεί. Δεύτερον, όσο περισσότερα δικαιώματα μετοχών είναι στην κατοχή διοικητικών στελεχών, τόσο πιο πιθανόν είναι η επιχείρηση να μειώσει τα μερίσματα και να διακρατήσει μεγαλύτερο μέρος των κερδών της (πιθανώς είναι αποτέλεσμα του κινήτρου των μάντζερ να μην πληρώνουν μερίσματα).

Οι έρευνες δείχνουν μια σημαντική σχέση μεταξύ αποζημίωσης (αποζημίωσης των στελεχών της διοίκησης πιο συγκεκριμένα) και του τύπου της πολιτικής απόδοσης. Καθώς η έκταση των προγραμμάτων δικαιωμάτων μετοχών αυξάνεται, οι επιχειρήσεις τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερες επαναγορές και να μειώνουν τα

διακρατούμενα κέρδη. Όταν τα περισσότερα από αυτά τα προγράμματα δικαιωμάτων μετοχών προορίζονται για την ανώτερη διοίκηση, τα μερίσματα τείνουν να μειώνονται.

Οι Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) βρήκαν έναν άλλο σημαντικό σύνδεσμο μεταξύ των χαρακτηριστικών της επιχείρησης και της πολιτικής αποδόσεων. Όπως στο υπόδειγμα του Lintner, οι συγγραφείς υπέθεσαν ότι τα μερίσματα αποτελούσαν πιο μόνιμη δέσμευση από ότι ήταν οι επαναγορές μετοχών. Έτσι, τα μερίσματα ήταν πιο πιθανόν να πληρωθούν από τα μόνιμα κέρδη και οι επαναγορές ήταν πιο πιθανόν να χρησιμοποιηθούν ως ένας τρόπος για την διανομή των προσωρινών ταμιακών ροών. Ο εμπειρικός ισχυρισμός αυτής της υπόθεσης είναι ότι οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερη μεταβλητότητα στις ταμιακές ροές, τείνουν να χρησιμοποιούν επαναγορές, ενώ επιχειρήσεις με χαμηλότερη μεταβλητότητα των ταμιακών ροών τείνουν να χρησιμοποιούν μερίσματα.

Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα γεγονότων επαναγοράς και μερισματικών αλλαγών, οι Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) βρήκαν ότι επιχειρήσεις που επαναγόρασαν τις μετοχές τους είχαν υψηλότερη μεταβλητότητα του λειτουργικού εισοδήματος, σε σχέση με επιχειρήσεις, που απλώς αύξαναν τα μερίσματα ή με επιχειρήσεις που αύξαναν τα μερίσματα και επαναγόραζαν τις μετοχές τους. Δεν προκαλεί έκπληξη το ότι βρήκαν πως επιχειρήσεις που δεν πλήρωναν σε ρευστό είχαν την υψηλότερη μεταβλητότητα ταμιακών ροών. Όπως και προγενέστερες μελέτες, βρήκαν επίσης ότι αν και τα μερίσματα φαίνεται να πληρώνονται από μόνιμα κέρδη, δεν υπάρχουν στοιχεία που να βρίσκουν βελτίωση των κερδών μετά από μια αύξηση των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα του Lie (2001) δείχνουν επίσης στην ίδια κατεύθυνση. Βρήκε ότι οι προσφορές σε σταθερή τιμή ήταν πιο πιθανόν να συμβούν όταν οι επιχειρήσεις είχαν πλεονάζον ρευστό στο ισοζύγιό τους (προσωρινή συσσώρευση ρευστών) και τα μερίσματα ήταν πιο πιθανόν να αυξηθούν με το πλεονάζον ρευστό στην δήλωση εισοδήματος (πιθανώς μια μόνιμη αύξηση στην ταμιακή ροή).

Γενικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι τουλάχιστον σε διατμηματικές μελέτες, οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δικαιώματα μετοχών περισσότερο, είναι πιο πιθανόν να χρησιμοποιήσουν επαναγορές μετοχών. Τα στοιχεία επίσης συσχετίζουν τις επιχειρήσεις που επαναγοράζουν μόνο με τις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο (σε σχέση με αυτές που πληρώνουν μερίσματα και με αυτές που πληρώνουν μερίσματα και επαναγοράζουν και μετοχές). Υπάρχουν επίσης ενδείξεις ότι η αύξηση της δημοτικότητας των επαναγορών μπορεί να σχετίζεται με αλλαγές στη

νομοθεσία. Η έκταση στην οποία αυτές οι μεταβλητές μπορούν να εξηγήσουν την μεγάλη αύξηση των επαναγορών και την πιο μικρή αύξηση των αποδόσεων γενικότερα, δεν είναι γνωστή.

3.6 Ανακεφαλαίωση

Οι επαναγορές ανοιχτής αγοράς είναι η επικρατέστερη μέθοδος αποδόσεων. Δεδομένου του οικονομικού κλίματος και της απορύθμισης των επαναγορών μετοχών παγκοσμίως, φαίνεται ότι αυτό το φαινόμενο θα διαρκέσει. Από τις διάφορες μελέτες δεν είναι εμφανής ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να επιλέξουν μια πολιτική απόδοσης και συγκεκριμένα, πως αποφασίζουν αν θα διανείμουν ρευστό με την μορφή μερισμάτων ή επαναγορών μετοχών. Επίσης, δεν είναι γνωστός ο τρόπος, με τον οποίο αυτή η απόφαση επηρεάζει τα διακρατούμενα κέρδη των επιχειρήσεων και τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Από τα εμπειρικά δεδομένα δίνονται ορισμένες κατευθύνσεις. Οι καινούριες επιχειρήσεις, που αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο, προτιμούν τις επαναγορές από τα μερίσματα. Πολλές μεγάλες και εδραιωμένες επιχειρήσεις, έχουν υποκαταστήσει τις επαναγορές με τα μερίσματα. Δεν έχουν καταργήσει τα μερίσματα, αλλά τα αυξάνουν με πολύ μικρότερο ρυθμό απ' ό τι συνήθιζαν. Επιχειρήσεις με πιο μεταβλητά κέρδη τείνουν να υποκαθιστούν συχνότερα. Παρόλα αυτά, ο προσδιορισμός της επιλογής δεν είναι σαφής.

Επιλεγμένη βιβλιογραφία

Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch, "A theory of Dividends Based on Tax Clientele.", *Journal of Finance* 55 no. 6 (2000): 2499-2536.

Amihud, Y., and H. Mendelson, "Asset Pricing and Bid-Ask Spread.", *Journal of Financial Economics* 17 (1986): 223-250.

Bagwell, L., "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity.", *Journal of Finance* 47 no. 1 (1992): 71-105.

Bagwell, L., "Share Repurchase and Takeover Deterrence.", *RAND Journal of Economics* 22 (1991): 72-88.

Bajaj, M., and A. Vijh, "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes.", *Journal of Financial Economics* 26 (1990): 193-219.

Barclay, M., and C. Smith, Jr., "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 22 no. 1 (1988): 61-82.

Bartov, E., "Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 275-294.

Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand Fallacy'."., *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 259-270.

Brennan, M., and A. Thakor, "Shareholder Preferences and Dividend Policy.", *Journal of Finance* 45 no. 4 (1990): 993-1019.

Brown, David, T., and Michael. D. Ryngaert, "The Determinants of Tendering Rates in Interfirm and Self-Tender Offers.", *Journal of Business* 65 (1991): 529-556.

Chowdhry, B., and V. Nanda, "Repurchase Premia as a Reason for Dividends: A Dynamic Model of Corporate Payout Policies.", *Review of Financial Studies* 7 no. 2 (1994): 321-350.

Comment, R., and G. Jarrell, "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases.", *Journal of Finance* 46 no. 4 (1991): 1243-1271.

Dann, L., "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders.", *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 113-138.

Dann, L., R. Masulis, and D. Mayers, "Repurchase Tender Offers and Earnings Information.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 217-251.

Denis, D., "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends.", *Journal of Finance* 45 (1990): 1433-1456.

Denis, D., D. Denis, and A. Sarin, "Information Content of Dividend Changes: Cash flow, signaling, overinvestment, and dividend clienteles.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (1994): 567-587.

Dunsby, A., "Share Repurchases, Dividends, and Corporate Distribution Policy.", Working Paper, *Wharton School of Business*, Philadelphia, 1994.

Easley, D., S. Hvidkjaer, and M. O' Hara, "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?", *Journal of Finance* (2002).

Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends.", *American Economic Review* 74 (1984): 650-659.

Fenn, George, W., and N. Liang, "Good News and Bad News about Share Repurchases.", Working Paper, *Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve* (1997).

Grullon, G., and R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis.", *The Journal of Finance* 62 no.4 (2002).

Hertzel, M., and P. Jain, "Earnings and Risk Changes around Stock Repurchase Tender Offers.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 253-274.

Hodrick, Laurie, S., "Does Price Elasticity Affect Corporate Financial Decision?", Working Paper, *New York: Columbia University* (1996).

Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen, "Market Underreaction to Open Market Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 39 (1995): 181-208.

Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 355-384.

Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover.", *American Economic Review* 76 (1986): 323-329.

John, K., and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium.", *Journal of Finance* 40 (1985):1053-1070.

Jolls, C., "The Role of Compensation in Explaining the Stock Repurchase Puzzle.", Working Paper, *Cambridge, Mass.: Harvard Law School* (1996, 1998).

Kamma, S., G. Kanatas, and S. Raymar, "Dutch Auction versus Fixed-Price Self-Tender Offers for Common Stock.", *Journal of Financial Intermediation* 2 (1992): 277-307.

Kaplan, S., and D. Reishus, "Outside Directorships and Corporate Performance.", *Journal of Financial Economics* 27 (1990): 389-410.

Lakonishok, J., and T. Vermaelen, "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers.", *Journal of Finance* 45 no.2 (1990): 455-477.

Lie, E., "Financial Flexibility and the Corporate Payout Policy.", Working Paper, *College of William and Mary, VA* (2001).

Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.", *American Economic Review* 46 no. 2 (1956): 97-113.

Lucas, Deborah, J., and Robert, L., McDonald, "Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33 no.2 (1998).

Masulis, R., "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes.", *Journal of Finance* 35 no.2 (1980): 305-321.

Miller, M., and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information.", *Journal of Finance* 40 (1985): 1031-1051.

Ofer, A., and A. Thakor, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends.", *Journal of Finance* 42 (1987): 365-394.

Stephens, Clifford, P., and Michael, J. Weisbach, "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs.", *Journal of Finance* 53 (1998): 313-334.

Vermaelen, T., "Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study.", *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 139-183.

Weisbenner, S., "Corporate Share Repurchase in the Mid-1990s: What Role do Stock Options Play.", Working Paper, MIT (2000).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.

4.1 Εισαγωγή

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάστηκαν οι πολιτικές απόδοσης κερδών που είναι δυνατόν να επιλέξει μια εταιρεία για να διανείμει τα κέρδη της και να ικανοποιήσει τους μετόχους της. Οι δύο αυτές πολιτικές είναι η μερισματική πολιτική και η πολιτική επαναγοράς μετοχών. Η μερισματική πολιτική για πολλά χρόνια αποτελούσε επιλογή των επιχειρήσεων, καθώς το επενδυτικό κοινό φαινόταν να έχει ανταπόκριση σε αυτήν και οι επενδυτές θεωρούσαν ότι μέσω των μερισμάτων μειωνόταν το αντιπροσωπευτικό κόστος. Στην μερισματική πολιτική έβρισκε ανταπόκριση και η θεωρία σχετικά με την πληροφόρηση που φέρουν τα μερίσματα για την κατάσταση της επιχείρησης στην αγορά, καθώς ανακοινώσεις μερισμάτων εκλαμβάνονταν ως θετικό σημάδι για την αξία της επιχείρησης και παραλείψεις μερισμάτων (δηλαδή μειώσεις) ως αρνητικό. Βέβαια, μεγάλες πελατειακές ομάδες φαίνεται να επηρεάζουν τις αποφάσεις της επιχείρησης για το ποια πολιτική απόδοσης κερδών θα επιλέξει βάσει της φορολόγησης, που στα μερίσματα είναι υψηλή.

Η πολιτική επαναγοράς μετοχών γίνεται όλο και πιο δημοφιλής και παρά το γεγονός ότι δεν έχει αντικαταστήσει τα μερίσματα φαίνεται να χρησιμοποιείται στον ίδιο βαθμό. Μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους, έχει φορολογικά πλεονεκτήματα και δεν δεσμεύει την εταιρεία, η οποία μπορεί να ανακοινώσει μια επαναγορά, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι είναι και υποχρεωμένη να προβεί σε αυτήν. Από την θεωρητική βιβλιογραφία και τις εμπειρικές μελέτες που παρουσιάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια δεν βγαίνει σαφές συμπέρασμα για το κριτήριο με το οποίο αποφασίζουν οι εταιρείες να διανείμουν μέρισμα ή να προχωρήσουν σε επαναγορές μετοχών.

Στη συνέχεια του κεφαλαίου γίνεται ανάλυση μιας ελληνικής εταιρείας, της Μυτιληναίος Α.Ε.- Όμιλος Επιχειρήσεων και μια προσπάθεια συσχέτισης, της ημερομηνίας

ανακοίνωσης καταβολής μερίσματος και επαναγοράς μετοχών, με την πορεία της μετοχής, δηλαδή τις αντιδράσεις του επενδυτικού κοινού, καθώς επίσης και τη συσχέτιση της επιλογής της ημερομηνίας ανακοίνωσης με άλλα γεγονότα. Αρχικά αναλύεται η πορεία της μετοχής και στη συνέχεια παρουσιάζεται η μερισματική πολιτική, ενώ στο τέλος γίνεται αναφορά στις επαναγορές μετοχών που έχει κάνει η εταιρεία.

4.2 Εταιρικό Προφίλ

Η Μυτιληναίος Α.Ε.- Όμιλος Επιχειρήσεων, αποτελεί σήμερα έναν από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς ομίλους διεθνώς, που δραστηριοποιείται στους τομείς της Μεταλλουργίας, της Ενέργειας και της Άμυνας. Η εταιρεία, που ως μεταλλουργική εταιρεία διεθνούς εμπορίου και συμμετοχών ιδρύθηκε το 1990, αποτελεί μετεξέλιξη παλαιάς μεταλλουργικής οικογενειακής επιχείρησης που ξεκίνησε τη δραστηριότητά της το 1908. Με γνώμονα τη συνεχή ανάπτυξη και πρόοδο και με στόχο να συνεχίσει ο Όμιλος να πρωταγωνιστεί σε κάθε δράση του, στο πλαίσιο της πολύχρονης παρουσίας και της δραστηριότητάς του, προωθεί με συνέπεια το όραμά του να αποτελέσει τον ισχυρό και ανταγωνιστικό ευρωπαϊκό όμιλο της «Βαρίας Βιομηχανίας». Σε αυτή την κατεύθυνση, τα κύρια βήματα στην ανάπτυξη και εξέλιξη του ομίλου είχαν ως εξής.

Από το 1991 έως το 1994, μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, συγκεντρώθηκαν στη μητρική εταιρεία όλες οι δραστηριότητες των θυγατρικών επιχειρήσεων και το 1995 η εταιρεία εισήλθε στο Χ.Α. Κατά την περίοδο 1996-1997 ο όμιλος, με τη σύναψη στρατηγικών συμφωνιών συνεργασίας με κορυφαία μεταλλουργικά συγκροτήματα χαλκού, ψευδαργύρου, μολύβδου και αλουμινίου των χωρών της Βαλκανικής, ισχυροποίησε τη θέση του στις διεθνείς αγορές μετάλλων. Το διάστημα 1998-1999, με την εξαγορά του μεταλλουργικού συγκροτήματος επεξεργασίας ψευδαργύρου και μολύβδου, SOMETRA S.A. στη Ρουμανία, όπως επίσης και με την εξαγορά ποσοστού 30% της Hellenic Copper Mines Ltd, παραγωγού χαλκού στην Κύπρο, ο όμιλος εδραίωσε την ηγετική του θέση στην παραγωγή των βασικών μετάλλων.

Επιπλέον, το 1999 με την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου, της ΜΕΤΚΑ Α.Ε., του μεγαλύτερου μεταλλοκατασκευαστικού συγκροτήματος της Ελλάδας, ο όμιλος διέυρνε ουσιαστικά τη δραστηριότητά του. Η εταιρεία διαθέτει τεράστια εμπειρία και σημαντική τεχνογνωσία στον τομέα της ενέργειας και στο πλαίσιο αυτό συνεργάζεται σε θέματα

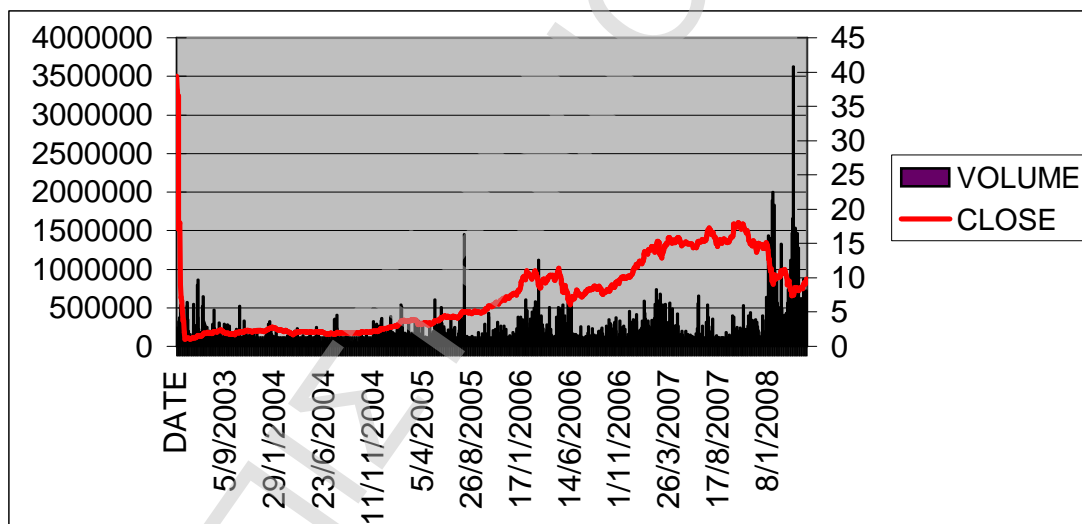
κατασκευών και συντήρησης με κορυφαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, όπως η ΔΕΗ. Επίσης, η ΜΕΤΚΑ Α.Ε. διαθέτει σημαντικό εξοπλισμό, ενώ, μέσω της συμμετοχής της σε αμυντικά προγράμματα, κατατάσσεται μεταξύ των βιομηχανιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με μεγάλη εξειδίκευση σε σύνθετες και υψηλής ποιότητας κατασκευές.

Το 2000, ο όμιλος εξαγόρασε το 43% της κρατικής βιομηχανίας οχημάτων ΕΛΒΟ Α.Β.Ε., μέσω ιδιωτικοποίησης και ταυτόχρονα ανέλαβε τη διοίκηση με στόχο την εξυγίανση και τη δημιουργία μιας ανταγωνιστικής, με τα κριτήρια του ελεύθερου ανταγωνισμού, επιχείρησης. Την τριετία 2001-2004 η εταιρεία παρουσίασε κερδοφορία αναστρέφοντας τη μακροχρόνια σειρά αρνητικών αποτελεσμάτων. Ακόμη, το 2001, ο όμιλος Μυτιληναίος εισήλθε στο χώρο της παραγωγής και εμπορίας ενέργειας. Στόχος είναι η αξιοποίηση των δυνατοτήτων που διαμορφώνονται στην Ελλάδα με την απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Για το σκοπό αυτό ο όμιλος ίδρυσε δύο νέες εταιρείες και συγκεκριμένα τη Μυτιληναίος παραγωγή και Εμπορία Ηλεκτρονικής Ενέργειας Α.Ε. και τη Μυτιληναίος Αιολική Ενεργειακή Ελλάδος Α.Ε..

Τον Μάρτιο του 2005, η Μυτιληναίος Α.Ε.- Όμιλος Επιχειρήσεων ανακοίνωσε την ολοκλήρωση της εξαγοράς του πλειοψηφικού ποσοστού που κατέχει η Alcan Inc. στην Αλουμίνιον της Ελλάδος Α.Ε.. Βάσει τη σχετικής συμφωνίας, η Μυτιληναίος ΑΕ. - Όμιλος Επιχειρήσεων απόκτησε αρχικά το 53% του μετοχικού κεφαλαίου της Αλουμίνιον της Ελλάδος ΑΕ. από την Alcan. Το 2006 ο όμιλος προχώρησε στην εξαγορά των εταιρειών Δέλτα Project και Spider Ενεργειακή . Με τις συγκεκριμένες εξαγορές ο όμιλος ισχυροποιεί το χαρτοφυλάκιο του στον τομέα των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ). Παράλληλα, η ΜΕΤΚΑ προχώρησε στη σύναψη στρατηγικής συνεργασίας με την εταιρεία ALSTOM, για την από κοινού ανάληψη και εκτέλεση έργων στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Το 2007 δημιουργήθηκε η Endesa Hellas μετά από συμφωνία με τον ισπανικό κολοσσό ενέργειας Endesa Europa. Η νέα εταιρία αρχικής κεφαλαιοποίησης 1,2 δις ευρώ αποτελεί τον μεγαλύτερο ανεξάρτητο παραγωγό ενέργειας στην Ελλάδα, με προγραμματισμένη ισχύ ως το 2010 πάνω από 1400MW.

4.3 Η πορεία της μετοχής

Η εταιρεία εισήχθη στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών (Χ.Α.) τον Ιούλιο του 1995. Τον Αύγουστο του 1997, προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και μετάταξη των μετοχών της από την παράλληλη στην κύρια αγορά του Χ.Α.. Οι μετοχές της εταιρείας είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες στο Χ.Α. και χαρακτηρίζονται από υψηλή εμπορευσιμότητα. Παρατηρώντας κανείς την πορεία της μετοχής, από το 2000 έως σήμερα, βλέπει ότι η τιμή της αρχικά παρουσίαζε πτώση μέχρι το 2003. Από το 2003 μέχρι και τον Οκτώβριο του 2007 η μετοχή παρουσίασε ανοδική πορεία, όμως η τιμή της είχε πτώση από τον Νοέμβριο του 2007. Για το 2007, η τιμή κλεισίματος της μετοχής την 31.12.2007 διαμορφώθηκε στα €14,36. Σήμερα, η τιμή της μετοχής έχει διαμορφωθεί περίπου στα €9. Η πορεία της μετοχής και του όγκου συναλλαγών από την 1/1/2000-12/5/2008 εμφανίζεται στο Διάγραμμα 4.1.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1

Πορεία Μετοχής και Όγκος Συναλλαγών (2000-2008)

Διαχρονικά, και για έτη που είναι διαθέσιμα δεδομένα, ο μέσος όγκος συναλλαγών είναι αυξημένος. Το 2005 φθάνει τα 166.721 τμχ ημερησίως, το 2006 αυξάνεται σε 198.731 τμχ ημερησίως και το 2007 ανέρχεται σε 187.796 τμχ ημερησίως, σημειώνοντας μια μικρή πτώση σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Στον Πίνακα 4.1 φαίνονται τα συνοπτικά στοιχεία που αφορούν την εξέλιξη της μετοχής κατά την περίοδο 01/01/2005 έως 31/12/2007. Για τα τρία έτη η μέση τιμή της μετοχής είναι ανάλογη του όγκου

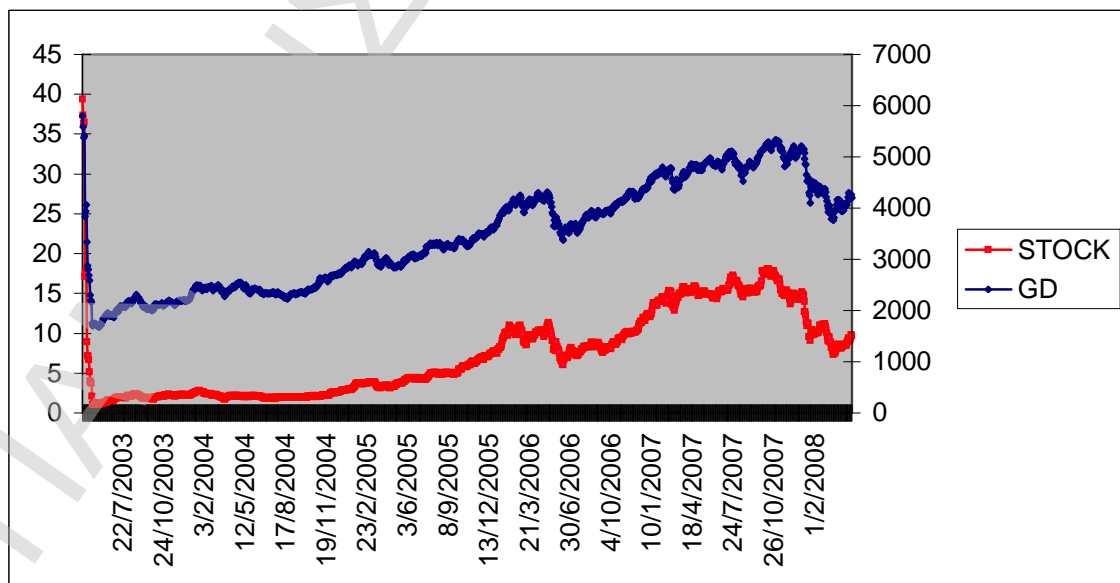
συναλλαγών. Αυξάνεται το 2006 και παρουσιάζει πτώση το 2007. η υψηλότερη τιμή της μετοχής κατά την τριετία είναι €30 και παρατηρείται το 2006, ενώ η χαμηλότερη τιμή είναι €6,84 το 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

Χρηματιστηριακά στοιχεία μετοχής της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ για τις χρήσεις 2005-2007

	2005	2006	2007
Μέση τιμή	€11,29	€22,29	€14,76
Κατώτατη τιμή	€6,84	€14,56	€12,19
Ανώτατη τιμή	€18,70	€30,00	€18,17
Μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών	166.721 τμχ	198.731 τμχ	187.796 τμχ
Μέση ημερήσια Αξία Συναλλαγών	-	€4.432.383	€6.653.623
Καθαρό Μέρισμα μετοχής χρήσης	€0,40	€0,60	€0,51

Στο Διάγραμμα 4.2 παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής σε σχέση με τον γενικό δείκτη του Χ.Α.. Από εδώ φαίνεται ότι η εξέλιξη της μετοχής και του Γενικού Δείκτη είναι παράλληλη με την μετοχή να ακολουθεί την τάση του Γενικού Δείκτη. Μέχρι το 2003 και ο γενικός δείκτης και η τιμή της μετοχής πέφτουν. Από το 2003 μέχρι το 2007 παρατηρείται άνοδος και του γενικού δείκτη και της τιμής της μετοχής και στη συνέχεια μειώνονται οι τιμές και των δύο.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2

Συγκριτικό Διάγραμμα Πορείας Μετοχής και Γενικού Δείκτη

4.4 Μερισματική πολιτική

Πάγια πολιτική της εταιρείας, όπως προβλέπεται και από τον νόμο 2190/1920, είναι η διανομή μερίσματος που θα αντιστοιχεί σε ποσοστό τουλάχιστον 35% επί των κερδών προ φόρων, αφαιρουμένων των εταιρικών βαρών, του τακτικού αποθεματικού και του αναλογούντος φόρου ή το 6% επί του καταβεβλημένου μετοχικού της κεφαλαίου, αφαιρουμένου του αναλογούντος φόρου, όποιο ποσό εκ των δύο είναι μεγαλύτερο. Το μέρισμα καταβάλλεται στους μετόχους εντός δύο μηνών από την ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Η εταιρεία στη διαμόρφωση της μερισματικής της πολιτικής, πέρα από την εξασφάλιση ικανοποιητικού μερίσματος για τους μετόχους, συνυπολογίζει την αναμενόμενη σημαντική αύξηση των μεγεθών και την συνεπακόλουθη ανάγκη της για κεφάλαιο κίνησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2

Ετήσια μερίσματα (2000-2008)

Χρονική Περίοδος	Κωδ. Μετοχής	Τύπος	Ημ/νία Αποκοπής	Ημ/νία Πληρωμής	Τιμή €
01/01/2000-31/12/2000	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	02/07/2001	06/08/2001	0,29347
01/01/2001-31/12/2001	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	01/07/2002	12/08/2002	0,060
01/01/2002-31/12/2002	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	26/06/2003	01/08/2003	0,050
01/01/2003-31/12/2003	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	25/06/2004	02/08/2004	0,100
01/01/2004-31/12/2004	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	24/05/2005	16/06/2005	0,200
01/01/2005-31/12/2005	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	18/05/2006	26/05/2006	0,400
01/01/2006-31/12/2006	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	26/04/2007	07/05/2007	0,600
01/01/2007-31/12/2007	ΜΥΤΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑ	12/05/2008	20/05/2008	0,51

Πηγή: http://www.ase.gr/content/gr/Companies/ListedCo/Profiles/pr_Divs...

Η εταιρεία, την τελευταία δεκαετία διανέμει μέρισμα κάθε χρόνο. Μια γενική εικόνα των μερισμάτων, από το 2000 μέχρι και σήμερα δίνεται στον Πίνακα 4.2. Για το 2002 ο όμιλος έδωσε μέρισμα €4.052.034 από τα κέρδη μετά φόρων του 2003, που ανερχόταν σε €10.308.742,56, το 2004 τα κέρδη μετά φόρων ανήλθαν σε €14.399.322,72 και το μέρισμα που έδωσε ο όμιλος για την χρήση του 2003 ήταν €8.104.068. Το 2005 το μέρισμα ήταν 36,15% των κερδών. Η πρόταση του διοικητικού συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων ήταν η διανομή μερίσματος από τα κέρδη χρήσης 2006 συνολικού ποσού €24.312.204, που αντιστοιχούσε σε €0,60 ανά μετοχή, έναντι μερίσματος €0,40 ανά μετοχή για την χρήση 2005. Κατά τη διάρκεια της χρήσης 2007 ο Όμιλος προχώρησε σε πληρωμές μερισμάτων ποσού €5.168.796, εκ των οποίων

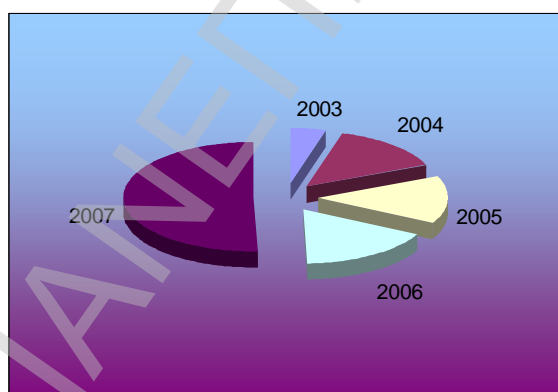
ποσό €22.975.769 δόθηκε σε μετόχους της μητρικής και το υπόλοιπο σε μετόχους της μειοψηφίας από τις θυγατρικές του ομίλου. Σχετικά με τη διανομή μερίσματος, η διοίκηση της εταιρείας, λαμβάνοντας υπ' όψιν μεταξύ άλλων την αποδοτικότητα του Ομίλου, τις προοπτικές και τα επενδυτικά πλάνα πρότεινε τη διανομή μερίσματος ίσου με €0,51 ανά μετοχή, έναντι €0,25 ανά μετοχή το 2006 (υπολογιζόμενο για λόγους σύγκρισης βάσει του αναμορφωμένου αριθμού μετοχών λαμβάνοντας υπ' όψιν την διάσπαση των μετοχών). Η τελευταία ανακοίνωση της εταιρείας για τη διανομή μερίσματος για τη χρήση 2007 έγινε την 08/05/2008. Στον Πίνακα 4.3 παρουσιάζεται η μερισματική πολιτική που ακολούθησε η εταιρεία την τελευταία πενταετία, για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3

Πίνακας μερισματικής πολιτικής (ποσά σε χιλιάδες €)

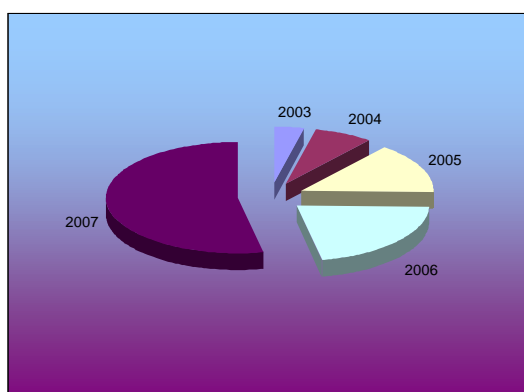
	2003	2004	2005	2006	2007
Κέρδη Μετά Από Φόρους	10.308	14.399	44.834	56.632	161.073
Συνολικό Μέρισμα	4.052	8.104	16.208	24.312	59.662
% Επί των κερδών	39,30	56,28	36,15	46,19	37,04

Διαχρονικά τα κέρδη της εταιρείας αυξάνονται και παράλληλα αυξάνεται και το ποσό που διανέμεται ως μέρισμα (Διαγράμματα 4.3 και 4.4). Όμως, όταν το μέρισμα που διανέμεται εκφράζεται ως ποσοστό επί των κερδών μετά από φόρους, τότε παρατηρείται ότι από το 2003 έως και το 2007 το ποσοστό παρουσιάζει αυξομειώσεις κάθε έτος και μείωση σε σχέση με το 2006 (Διάγραμμα 4.5).



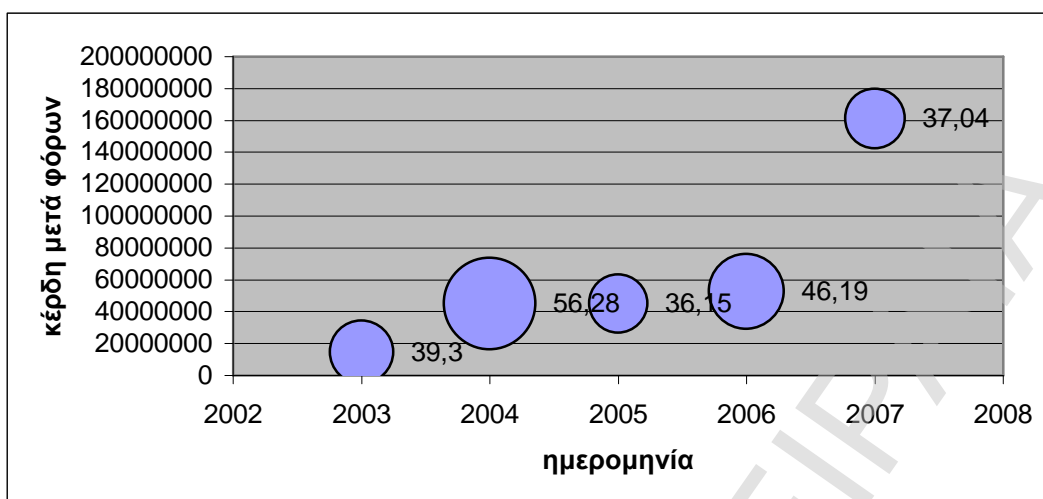
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3

Ετήσια Σύγκριση Κερδών (2003-07)



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4

Ετήσια Σύγκριση Μερισμάτων (2003-07)



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5
Εξέλιξη Μερισμάτων σε Αναλογία με τα Κέρδη

Ανακοινώσεις μερισμάτων

Στις διάφορες μελέτες που έχουν γίνει πάνω στην μερισματική πολιτική σημαντικό ρόλο παίζουν οι ανακοινώσεις και ο λόγος για τον οποίο γίνονται, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο μια ανακοίνωση διανομής μερίσματος επηρεάζει τους επενδυτές. Στην ενότητα αυτή γίνεται μια προσπάθεια κατανόησης της χρονικής στιγμής που επιλέγει η εταιρεία να κάνει την ανακοίνωση της διανομής μερίσματος και πως αυτή επηρεάζει τους μετόχους. Οι χρονικές στιγμές των ανακοινώσεων φαίνονται στον Πίνακα 4.4.

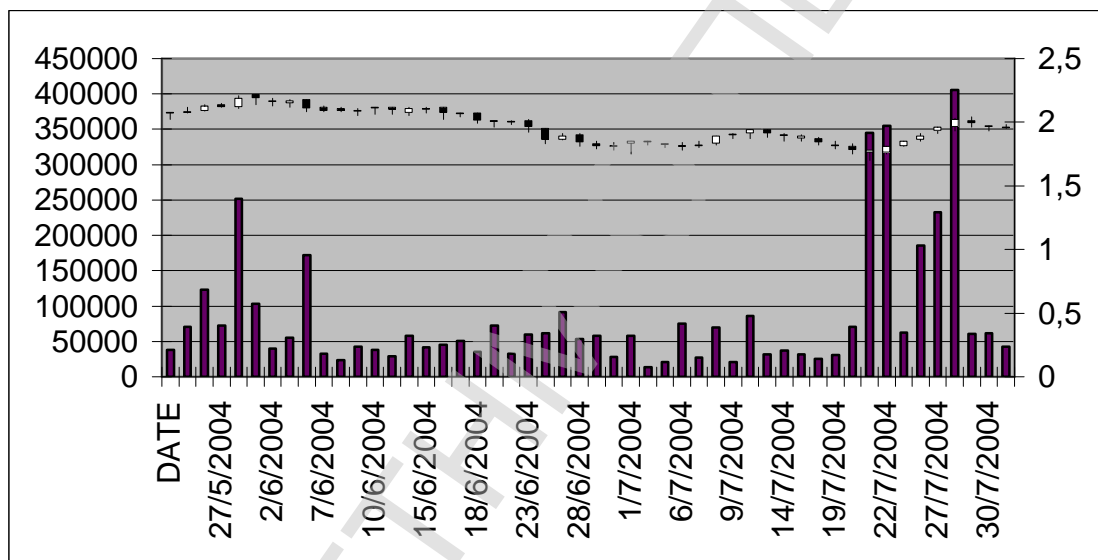
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4

Χρονικές στιγμές ανακοίνωσης μερισμάτων

Χρήση για την οποία δίνεται μέρισμα	Ημερομηνία ανακοίνωσης καταβολής μερίσματος
2000	28/02/2001
2003	25/06/2004
2004	24/05/2005
2005	16/05/2006
2006	24/04/2007
2007	08/05/2008

Για τις χρήσεις 2000-2002 αν και έχει καταβληθεί μέρισμα δεν υπάρχει κάποια σχετική ανακοίνωση. Βέβαια, πρέπει να σημειωθεί ότι στις 28/02/2001 η ανακοίνωση αναφέρει απλώς ότι κάποια στιγμή θα δοθεί μέρισμα και το ύψος του μερίσματος, χωρίς άλλες διευκρινήσεις, επομένως δεν μπορεί να θεωρηθεί η ημερομηνία αυτή ως η τελική ανακοίνωση. Για τον λόγο αυτό η ανάλυση στην εργασία θα γίνει από την επόμενη ημερομηνία, δηλαδή την 25/06/2004.

25/06/2004



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6

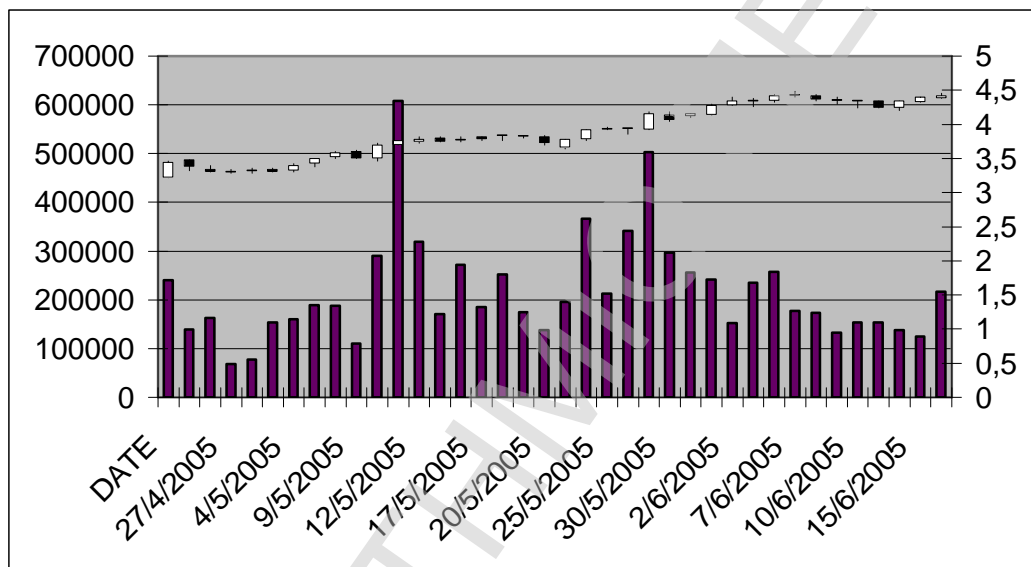
Πορεία Μετοχής 25/05/2004-03/08/2004

Αρχικά θα παρατηρηθεί η πορεία της μετοχής για ένα μήνα πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης καταβολής του μερίσματος και για ένα σχεδόν μήνα μετά. Κατά συνέπεια, εξετάζεται η πορεία της μετοχής για το διάστημα 25/05/2004-03/08/2004, ώστε να συμπεριληφθεί και η ημερομηνία πληρωμής του μερίσματος. Το ίδιο γίνεται και στα επόμενα διαγράμματα.

Η μετοχή έχει μικρή πτωτική τάση πριν την ανακοίνωση. Μετά την ανακοίνωση της καταβολής μερίσματος η τιμή έχει μικρές αυξομειώσεις αλλά δεν θα μπορούσε κανείς να πει ότι διαφαίνεται ξεκάθαρα πτώση ή άνοδος της τιμής της μετοχής. Τις ημέρες της ανακοίνωσης φαίνεται να αυξάνεται ελαφρώς ο όγκος των συναλλαγών χωρίς όμως κάποια αξιοσημείωτη μεταβολή και η τιμή της μετοχής διατηρείται σχεδόν στα ίδια

επίπεδα μέχρι και την έναρξη καταβολής του μερίσματος. Η ανακοίνωση της διανομής μερίσματος και η στιγμή που έγινε, δεν φαίνεται να έχουν σχέση με κάποιο από τα γεγονότα του έτους, άλλα μάλλον έγινε ώστε να ενισχυθεί η μετοχή και επειδή πάγια τακτική των εταιρειών που διανέμουν μέρισμα είναι να έχουν μια σταθερότητα, δηλαδή να καταβάλουν μέρισμα κάθε χρόνο και να μην υπάρχουν παραλείψεις μερισμάτων.

24/05/2005



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7

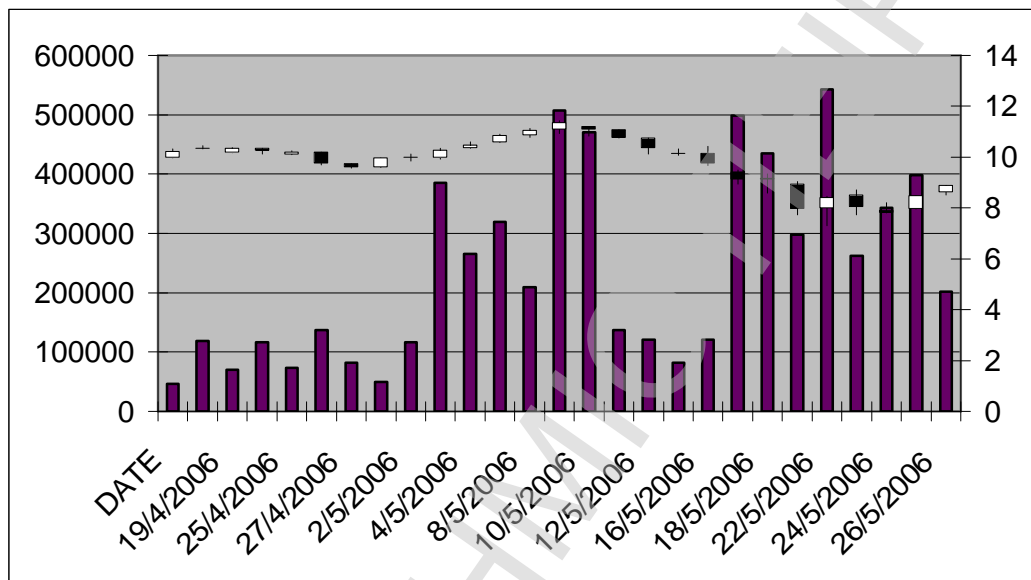
Πορεία Μετοχής 25/04/2005-17/06/2005

Από το Διάγραμμα 4.7 φαίνεται μια ελαφρώς ανοδική πορεία της μετοχής, η οποία όμως ενισχύεται μετά την ανακοίνωση και μέχρι και την μέρα έναρξης πληρωμής του μερίσματος η τιμή της μετοχής αυξάνεται. Γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης καταβολής του μερίσματος ο όγκος των συναλλαγών είναι αυξημένος.

Το 2005 για τον όμιλο αποτέλεσε μια χρονιά κερδοφορίας κατά την οποία όλα τα μεγέθη παρουσίαζαν μεγάλη αύξηση σε σχέση με το προηγούμενο έτος (αύξηση πωλήσεων κατά 140%, αύξηση στα αποτελέσματα προ φόρων και τόκων και στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα κατά 275% και αύξηση στα αποτελέσματα μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας κατά 515%). Τον Μάρτιο του 2005 βέβαια η εταιρεία εξαγόρασε το πλειοψηφικό πακέτο της Αλουμίνιον της Ελλάδος και τον Ιούνιο ολοκληρώθηκε η πώληση. Το γεγονός αυτό εξηγεί τον αυξημένο όγκο συναλλαγών.

Επομένως, από τα γεγονότα της περιόδου ανακοίνωσης δεν φαίνεται να υπάρχει κάποιος ιδιαίτερος λόγος επιλογής της συγκεκριμένης ημερομηνίας ανακοίνωσης της καταβολής μερίσματος.

16/05/2006



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.8

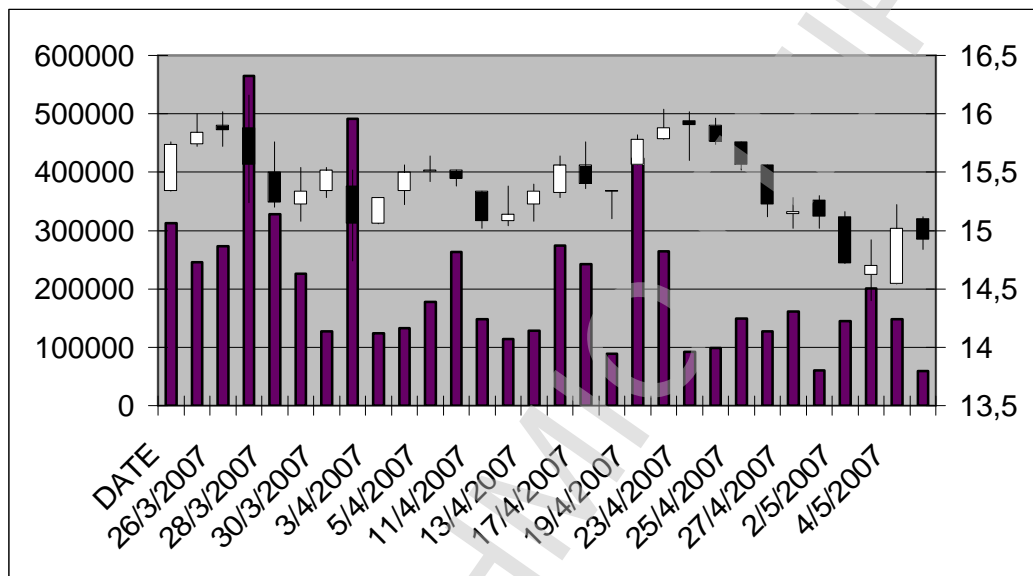
Πορεία Μετοχής 18/04/2006-29/05/2006

Στις 09/05/2006 η μετοχή κυμαινόταν περίπου στα €11,36. Τις επόμενες μέρες μέχρι και την ανακοίνωση του μερίσματος σημειώνεται πτώση της τιμής της μετοχής η οποία σταματά με την έναρξη καταβολής του μερίσματος. Την επόμενη μέρα της ανακοίνωσης και μέχρι και την καταβολή του μερίσματος παρατηρείται ιδιαίτερα αυξημένος όγκος συναλλαγών.

Στις 11/05/2006 η εταιρεία ανακοίνωσε τα αποτελέσματα του πρώτου τριμήνου του έτους, όπου παρουσίασε αύξηση όλων των μεγεθών. Παράλληλα, την ημερομηνία ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων σημειώθηκε αύξηση της τιμής της μετοχής. Στις 22/05/2006 η εταιρεία βγάζει δελτίο τύπου σχετικά με την απόφασή της να προχωρήσει σε διασύνδεση των νησιών του Νοτιοδυτικού Αιγαίου με την κατασκευή πάρκου παραγωγής ανανεώσιμης ενέργειας συνολικής ισχύος περίπου 800MW, στην Μήλο, Κίμωλο, Πολύαιγο, Σέριφο. Το δελτίο τύπου ακολουθεί αυξημένος όγκος συναλλαγών

και αύξηση της τιμής της μετοχής, τα οποία μπορεί να οφείλονται εξίσου και στην ανακοίνωση στις 23/05/2006 ότι η Morgan Stanley International Ltd, αγόρασε μετοχές της Μυτιληναίος, αυξάνοντας έτσι το ποσοστό συμμετοχής της.

24/04/2007

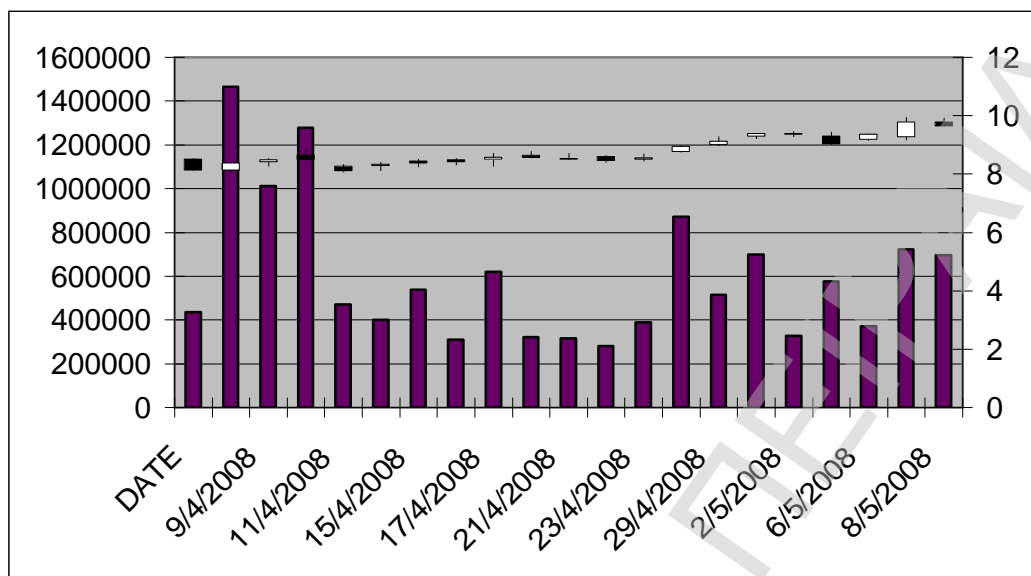


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.9

Πορεία Μετοχής 23/03/2007-08/05/2007

Η τιμή της μετοχής τον μήνα πριν την ανακοίνωση είναι αυξανόμενη και αγγίζει περίπου τα €16 πριν την ανακοίνωση. Μετά την ανακοίνωση αρχίζει να μειώνεται και αυξάνεται ξανά μετά την αποκοπή του μερίσματος. Την χρονική στιγμή της ανακοίνωσης, είχε ήδη δρομολογηθεί η συμφωνία με την Endesa για την δημιουργία της Endesa Ελλάς Α.Ε.. Μάλιστα, η Endesa θα έκανε συνεισφορά €600εκατ. τα οποία, όπως δήλωσε ο πρόεδρος του Δ.Σ. της Μυτιληναίος θα χρησιμοποιούνταν για καινούρια έργα και μονάδες. Σε ό,τι αφορούσε τις επενδύσεις δήλωσε ότι θα γινόταν δαπάνη €60 εκατ. για την αύξηση της παραγωγής της αλουμίνας και άλλες βιομηχανικές επενδύσεις για την αύξηση της παραγωγικότητας και για βελτίωση των περιβαλλοντικών όρων λειτουργίας.

08/05/2008



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.10

Πορεία Μετοχής 08/04/2008-09/05/2008

Όσον αφορά την πιο πρόσφατη ανακοίνωση, για τον μήνα που προηγήθηκε αυτής, η μετοχή είχε σχετικά μικρές αυξομειώσεις όμως η γενικότερη πορεία της μετοχής ήταν ανοδική. Την μέρα της ανακοίνωσης έφτασε την υψηλότερη τιμή, €9,78 και τις επόμενες μέρες είχε μικρή πτώση, ενώ ο όγκος συναλλαγών γύρω από την ανακοίνωση ήταν σχετικά αυξημένος.

Τον μήνα πριν την ανακοίνωση της καταβολής μερίσματος είχε προηγηθεί η έκθεση της HSBC, η οποία μείωνε την τιμή στόχο της μετοχής από €19,2 σε €11,5€. Σύμφωνα με την χρηματιστηριακή η νέα τιμή-στόχος υποδηλώνει περιθώριο ανόδου της τάξης του 38% από τα τρέχοντα επίπεδα. Επίσης, η χρηματιστηριακή πρόβλεψε μείωση των εκτιμήσεων της για τα επαναλαμβανόμενα κέρδη ανά μετοχή, το διάστημα 2008-10 κατά 38%-77%. Επιπλέον, στα τέλη Απριλίου έγινε αποδεκτή η γνωμοδότηση και η σχετική εισήγηση της Ρυθμιστικής Αρχής Ενέργειας, από το Υπουργείο Ανάπτυξης, για την ένταξη της Μονάδας Συμπαγωγής Ηλεκτρισμού και Θερμότητας στο ηλεκτρικό σύστημα της χώρας.

4.5 Επαναγορές Μετοχών

Η εταιρεία στις 23/06/2006 ανακοίνωσε ότι μετά από απόφαση του Δ.Σ. στις 22/06/2006, που ελήφθη σε συνέχεια της από 14/06/2006 απόφασης της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της, θα αγόραζε κατά το χρονικό διάστημα από 4/07/2006 έως 4/01/2007 μέχρι 2.026.017 ιδίων μετοχών (ποσοστό 10% του συνόλου των μετοχών της) μέσω του Χ.Α., με κατώτατο όριο αγοράς την τιμή των €5 και ανώτατο όριο την τιμή των €35. Κατά την έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας, η οποία πραγματοποιήθηκε στις 16 Φεβρουαρίου 2007, αποφασίστηκε ομόφωνα αύξηση του ανώτατου ορίου τιμής αγοράς των μετοχών από €35 σε €50 ανά μετοχή, ενώ κατά τους λοιπούς όρους του προγράμματος απόκτησης ιδίων μετοχών αποφάσισε ότι ισχύει η από 14/06/2006 απόφασή της. Η πρώτη φάση του προγράμματος ολοκληρώθηκε στις 17/01/2007, με την εταιρεία να κατέχει ίδιες μετοχές που αντιστοιχούσαν στο 1,62% του μετοχικού της κεφαλαίου. Στις 16/02/2007 ολοκληρώθηκε η δεύτερη φάση του προγράμματος επαναγοράς και η εταιρεία κατείχε 1.251.998 ίδιες μετοχές, που αντιστοιχούσαν στο 3,09% του μετοχικού της κεφαλαίου. Η τελευταία φάση του προγράμματος ολοκληρώθηκε στις 13/06/2007. Η εταιρεία τότε είχε στην κατοχή της 2.348.291 ίδιες μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούσαν στο 5,80% του μετοχικού της κεφαλαίου.

Στις 7/12/2007 η εταιρεία αποφάσισε την έναρξη άλλου προγράμματος επαναγοράς μετοχών με διάρκεια από 13/12/2007 έως 6/12/2009 για αγορά 2.522.461 ιδίων μετοχών με κατώτατο όριο τιμής αγοράς €5 και ανώτατο €60. Από την 01/01/2008 μέχρι 31/01/2008 η Μυτιληναίος Α.Ε. αγόρασε 248.955 ίδιες μετοχές οι οποίες αντιπροσωπεύουν 5,03% του μετοχικού της κεφαλαίου και το πρόγραμμα συνεχίζεται.

Η εταιρεία προέβη και σε αγορές ιδίων μετοχών στις 08/01/2007 και στις 16/01/2007 καθώς έκρινε ότι η αγορά μετοχών της δεν είχε ιδιαίτερο βάθος και χαρακτηριζόταν από χαμηλή ρευστότητα. Οι επαναγορές μετοχών έγιναν από την επιχείρηση για ενίσχυση της χρηματιστηριακής της αξίας και φαίνεται να είχε αποτέλεσμα καθώς η τιμή της μετοχής ενισχυόταν μετά από τις ανακοινώσεις επαναγορών.

4.6 Ανακεφαλαίωση

Από την ανάλυση του κεφαλαίου και έχοντας ως σημείο αναφοράς την ημερομηνία ανακοίνωσης των μερισμάτων και επαναγορών δεν μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι υπάρχουν κάποια συγκεκριμένα κριτήρια με βάση τα οποία η εταιρεία επιλέγει την χρονική στιγμή ανακοίνωσης των μερισμάτων. Στις επαναγορές η χρονική στιγμή της ανακοίνωσης συμπίπτει με τη στιγμή που η εταιρεία αποφασίζει ότι η μετοχή της πρέπει να ενισχυθεί.

Η διανομή μερίσματος φαίνεται να αποτελεί πάγια τακτική της επιχείρησης ώστε να ικανοποιούνται οι επενδυτές και συνάδει περισσότερο με την θεωρία ότι ελλείψεις και παραλείψεις μερισμάτων δίνουν αρνητική εικόνα για την επιχείρηση. Γενικότερα, η εταιρεία τα χρόνια που εξετάζονται έχει κλείσει συμφωνίες, έχει εξαγοράσει ποσοστά άλλων επιχειρήσεων και η κατάστασή της μπορεί να ερμηνευτεί θετικά. Από τα γεγονότα γύρω από τις ανακοινώσεις αλλά και τις υπόλοιπες μέρες του έτους η εταιρεία φαίνεται να έχει προοπτικές εξέλιξης. Επομένως, και οι δύο πολιτικές, η μερισματική πολιτική και η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιούνται από την εταιρεία για την ενίσχυση της μετοχής της και της χρηματιστηριακής της αξίας. Η μερισματική πολιτική χρησιμοποιείται περισσότερο για την ικανοποίηση των επενδυτών, ενώ η πολιτική επαναγοράς γίνεται για την ενδυνάμωση της μετοχής. Οι ανακοινώσεις μερισμάτων γίνονται κατά προσέγγιση την ίδια περίοδο σε ετήσια βάση, ενώ οι επαναγορές ανακοινώνονται όποτε κρίνει η εταιρεία ότι είναι απαραίτητο.

Επιλεγμένη Βιβλιογραφία

<http://www.ase.gr/>

<http://www.capital.gr/>

<http://www.economics.gr/AllMedia/ gr/>

<http://www.euro2day.gr/>

<http://www.mytilineos.gr/>

<http://www.naftemporiki.gr>

<http://www.reporter.gr/>

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

Αρτίκης, Γ., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων.», *Interbooks* (2002).

Βασιλείου, Δ. και Ν. Ηρειώτης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική.», *Rosili* (2008).

Καραθανάσης Γ., «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», 3^η έκδοση, *Εκδόσεις Ευγ. Μπένου* (1999).

Ξενόγλωσση

Aharony, J., and I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis.", *Journal of Finance* 35 (1980): 1-12.

Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch, "A theory of Dividends Based on Tax Clientele.", *Journal of Finance* 55 no. 6 (2000): 2499-2536.

Ambarish, R., K. John, and J. Williams, "Efficient Signaling with Dividends and Investments.", *Journal of Finance* 42 (1987): 321-344.

Amihud, Y., and H. Mendelson, "Asset Pricing and Bid-Ask Spread.", *Journal of Financial Economics* 17 (1986): 223-250.

Asquith, P., and D. Mullins, Jr., "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth.", *Journal of Finance* 56 (1983): 77-96.

Bagwell, L., "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity.", *Journal of Finance* 47 no. 1 (1992): 71-105.

Bagwell, L., "Share Repurchase and Takeover Deterrence.", *RAND Journal of Economics* 22 (1991): 72-88.

Bajaj, M., and A. Vijh, "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes.", *Journal of Financial Economics* 26 (1990): 193-219.

Barber, B., and R. Castanias, "Why do Firms Initiate Dividends?", *unpublished working paper*, (1992).

Barclay, M., "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices before the Income Tax.", *Journal of Financial Economics* 19 no. 1 (1987): 31-44.

Barclay, M., and C. Smith, Jr., "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 22 no. 1 (1988): 61-82.

Bartov, E., "Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 275-294.

Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *Journal of Finance* 52 (1997): 1007-1034.

Berle, A., and G. Means, "The Modern Corporation and Private Property.", *New York: The MacMillan Company*, (1932).

Bernheim, D., and A. Wantz, "A Tax-based Test of the Dividend Signaling Hypothesis.", *American Economic Review* 85 no. 3 (1995): 532-551.

Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand Fallacy'."., *Bell Journal of Economics* 10 (1979): 259-270.

Black, F., and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns.", *Journal of Financial Economics* 1 (1974): 1-22.

Blume, M., "Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence.", *Review of Economics and Statistics* 62 (1980): 567-577.

Blume, M., J. Crockett, and I. Friend, "Stock Ownership in the United States: Characteristics and Trends.", *Survey of Current Business* 54 (1974): 16-40.

Bodie Z., R. Merton, and D. Ceeton, "Financial Economics.", 2nd edition, *Prentice Hall* (2007).

Boyd, J., and R. Jagannathan, "Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks: Fitting Some Pieces of the Puzzle.", *Review of Financial Studies* 7 no. 4 (1994): 711-741.

Brealey R., S. C. Myers, and F. Allen, "Corporate Finance.", 8th edition, *McGraw-Hill* (2006).

Brennan, M., "Taxes, Market Valuation, and Financial Policy.", *National Tax Journal* 23 (1970): 417-429.

Brennan, M., and A. Thakor, "Shareholder Preferences and Dividend Policy.", *Journal of Finance* 45 no. 4 (1990): 993-1019.

Brown, David, T., and Michael. D. Ryngaert, "The Determinants of Tendering Rates in Interfirm and Self-Tender Offers.", *Journal of Business* 65 (1991): 529-556.

Chen, Nai Fu, B. Grundy, and R. Stambaugh, "Changing Risk, Changing Risk Premiums, and Dividend Yield Effects.", *Journal of Business* 63, (1990): S51-S70.

Chowdhry, B., and V. Nanda, "Repurchase Premia as a Reason for Dividends: A Dynamic Model of Corporate Payout Policies.", *Review of Financial Studies* 7 no. 2 (1994): 321-350.

Comment, R., and G. Jarrell, "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases.", *Journal of Finance* 46 no. 4 (1991): 1243-1271.

Constantinides, G., and B. Grundy, "Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals.", *Review of Financial Studies* 2 (1989): 445-465.

Dann, L., "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders.", *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 113-138.

Dann, L., R. Masulis, and D. Mayers, "Repurchase Tender Offers and Earnings Information.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 217-251.

DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner, "Reversal of Fortune, Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth.", *Journal of Financial Economics* 40 (1996): 341-371.

Denis, D., "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends.", *Journal of Finance* 45 (1990): 1433-1456.

Denis, D., D. Denis, and A. Sarin, "Information Content of Dividend Changes: Cash flow, signaling, overinvestment, and dividend clienteles.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (1994): 567-587.

Dimson, E., and M. Mussavian, "A Brief History of Market Efficiency.", *European Financial Management* 4 no. 1 (1998): 91-193.

Dunsby, A., "Share Repurchases, Dividends, and Corporate Distribution Policy.", Working Paper, *Wharton School of Business*, Philadelphia, 1994.

Eades, K., P. Hess, and E. Kim, "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 1 (1984): 3-34.

Easley, D., S. Hvidkjaer, and M. O' Hara, "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?", *Journal of Finance* (2002).

Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends.", *American Economic Review* 74 (1984): 650-659.

Elton, E., and M. Gruber, "Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect.", *Review of Economics and Statistics* 52 (1970): 68-74.

Fama, E., "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance.", *Journal of Financial Economics* 49 (1998): 283-306.

Fama, E., and K. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.", *Journal of Financial Economics* 33 (1993): 3-56.

Fama, E., and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control.", *Journal of Law and Economics* 26 (1983a): 301-325.

Fama, E., and M. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims.", *Journal of Law and Economics* 26 (1983b): 327-349.

Fenn, George, W., and N. Liang, "Good News and Bad News about Share Repurchases.", Working Paper, *Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve* (1997).

Frankfurter, G., and J. Gong, "Empirical Tests of a Dividend Signaling Equilibrium Model.", *Louisiana State University*, Unpublished Working Paper, (1992).

Frankfurter, G., and R. Wood, Jr, "The Evolution of Corporate Dividend Policy.", *Journal of Financial Education* 23 (1997): 16-33.

Gonedes, N., "Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items.", *Journal of Accounting Research* 16 (1978): 26-79.

Green, R., and K. Rydqvist, "Ex-day Behavior with Dividend Preference and Limitation to Short-term Arbitrage: The Case of Swedish Lottery Bonds.", *Journal of Financial Economics* 53 (1999): 145-187.

Grullon, G., and R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis.", *The Journal of Finance* 62 no.4 (2002).

Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *The Journal of Business*, (2002).

Grundy, B., "Trading Volume and Stock Returns Around Ex-dividend Dates.", Working Paper, *University of Chicago (Chicago, IL)*, (1985).

Handjinicolaou, G., and A. Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 1 (1984): 35-63.

Healy, P., and K. Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions.", *Journal of Financial Economics* 21 no. 2 (1988): 149-176.

Hertzel, M., and P. Jain, "Earnings and Risk Changes around Stock Repurchase Tender Offers.", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991): 253-274.

Hodrick, Laurie, S., "Does Price Elasticity Affect Corporate Financial Decision?", Working Paper, *New York: Columbia University* (1996).

Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen, "Market Underreaction to Open Market Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 39 (1995): 181-208.

Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases.", *Journal of Financial Economics* 57 (2000): 355-384.

Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover.", *American Economic Review* 76 (1986): 323-329.

Jensen, M., and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.", *Journal of Financial Economics* 3 no. 4 (1976): 305-360.

John, K., and A. Kalay, "Costly Contracting and Optimal Payout Constraints.", *Journal of Finance* 37 no. 2 (1982): 457-470.

John, K., and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium.", *Journal of Finance* 40 (1985):1053-1070.

Jolls, C., "The Role of Compensation in Explaining the Stock Repurchase Puzzle.", Working Paper, Cambridge, Mass.: Harvard Law School (1996, 1998).

Kalay, A., "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect.", *Journal of Finance* 37 (1982a): 1059-1070.

Kalay, A., "Stockholders-Bondholder Conflict and Dividend Constraints.", *Journal of Financial Economics* 10 (1982b): 211-233.

Kalay, A., and U. Loewenstein, "The Information Content of the Timing of Dividend Announcements.", *Journal of Financial Economics* 16 (1986): 373-388.

Kalay, A., and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Reexamination.", *Financial Management* 29 no. 2 (2000).

Kalay, A., and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Reexamination.", Working Paper, University of Utah, Salt Lake City, Utah, 1993.

Kamma, S., G. Kanatas, and S. Raymar, "Dutch Auction versus Fixed-Price Self-Tender Offers for Common Stock.", *Journal of Financial Intermediation* 2 (1992): 277-307.

Kaplan, S., and D. Reishus, "Outside Directorships and Corporate Performance.", *Journal of Financial Economics* 27 (1990): 389-410.

Karpoff J., and R. Walkling, "Dividend Capture in NASDAQ Stocks.", *Journal of Financial Economics* 28 (1/2) (1990): 39-66.

Karpoff J., and R. Walkling, "Short Term Trading around Ex-Dividend Days: Additional Evidence.", *Journal of Financial Economics* 21 (1988): 291-298.

Kato, K., and U. Loewenstein, "The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan.", *Review of Financial Studies* 8 (1995): 817-847.

Keim, D., "Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns.", *Journal of Financial Economics* 14 (1985): 473-489.

Koski, J., and R., Michaely, "Prices, Liquidity and the Information Content of Trades.", *Review of Financial Studies* 13 no. 3 (2000): 659-696.

Kumar, P., "Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends.", *Review of Financial Studies* 1 no. 2 (1988): 111-136.

Lakonishok, J., and T. Vermaelen, "Tax Induced Trading around Ex-Dividend Dates.", *Journal of Financial Economics* 16 (1986): 287-319.

Lakonishok, J., and T. Vermaelen, "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers.", *Journal of Finance* 45 no.2 (1990): 455-477.

Lang, L., and R. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis.", *Journal of Financial Economics* 24 (1989): 137-154.

Lease, R., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, and O. Sarig, "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value.", *Harvard Business School Press* (1999).

Lewellen, W., K. Stanley, R. Lease, and G. Schlarbaum, "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon.", *Journal of Finance* 33 no. 5 (1978):1385-1399.

Lie, E., "Financial Flexibility and the Corporate Payout Policy.", Working Paper, *College of William and Mary, VA* (2001).

Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.", *American Economic Review* 46 no. 2 (1956): 97-113.

Litzenberger, R., and K. Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence.", *Journal of Financial Economics* 7 (1979): 163-195.

Long, J., "Efficient Portfolio Choice with Differential Taxation of Dividend and Capital Gains.", *Journal of Financial Economics* 5 (1977): 25-53.

Long, J., "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider.", *Journal of Financial Economics* 6 (1978): 235-264.

Lucas, Deborah, J., and Robert, L., McDonald, "Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33 no.2 (1998).

Masulis, R., "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes.", *Journal of Finance* 35 no.2 (1980): 305-321.

Michaely R., and M. Murgia, "The Effects of Tax Heterogeneity on Prices and Volume around the Ex-Dividend Day: Evidence from the Milan Stock Exchange.", *Review of Financial Studies* 8 (1995): 369-399.

Michaely R., R. Thaler, and K. Womack, "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?", *Journal of Finance* 50 (1995): 573-608.

Michaely R., and J. Vila, "Equilibrium Determination of Stock Prices around the Ex-Dividend Day.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30 no. 2 (1995): 171-198.

Michaely R., and J. Vila, "Trading Volume with Private Valuations: Evidence from the Ex-dividend Day.", *Review of Financial Studies* 9 no. 2 (1996): 471-510.

Michaely R., and J. Vila, and J. Wang, "A Model of Trading Volume with Tax-induced heterogeneous Valuation and Transaction Costs.", *Journal of Financial Intermediation* (1997).

Miller, M., and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.", *Journal of Business* 34 no. 4 (1961): 411-433.

Miller, M., and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information.", *Journal of Finance* 40 (1985): 1031-1051.

Miller, M., and M. Scholes, "Dividends and Taxes.", *Journal of Financial Economics* 6 (1978): 333-364.

Miller, M., and M. Scholes, "Dividends and Taxes: Empirical Evidence.", *Journal of Political Economy* 90 (1982): 1118-1141.

Morgan, I., "Dividends and Capital Asset Prices.", *Journal of Finance* 37 (1982): 1071-1086.

Myers, S., "Outside Equity.", *Journal of Finance* 55 no. 3 (2000): 1005-1038.

Myers, S., "Still Searching for Capital Structure.", Keynote address delivered at the *HEC International Conference*, (1990).

Myers, S., "Comments on "The Informational Content of Dividends." In *Macroeconomics: Essays in Honor of Franco Modigliani.*, John Bossons, Rudiger Dornbush, and Stanley Fischer, eds. *Cambridge, MA: MIT Press*, (1987).

Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing.", *Journal of Financial Economics* 5 no. 2 (1977): 147-175.

Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have.", *Journal of Financial Economics* 13 no. 2 (1984): 187-221.

Naranjo, A., M. Nimalendram, and M. Ryngaert, "Stock Returns, Dividend Yield and Taxes.", *Journal of Finance* 53 no. 6 (1998): 2029-2057.

Ofer, A., and D. Siegel, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends.", *Journal of Finance* 42 (1987): 889-911.

Ofer, A., and A. Thakor, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends.", *Journal of Finance* 42 (1987): 365-394.

Peterson, P., D. Peterson, and J. Ang, "Direct Evidence on the Marginal Rate of Taxation on Dividend Income.", *Journal of Financial Economics* 14 (1985): 267-282.

Pettit, R., "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency.", *Journal of Finance* 27 (1972): 993-1008.

- Poterba, J., and L. Summers**, "New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends.", *Journal of Finance* 39 (1984): 1397-1415.
- Rosenberg, B., and V. Marathe**, "Tests of Capital Asset Pricing Hypotheses.", *Research in Finance* 1 (1979): 115-224.
- Ross, S., R. Westerfield, and J. Jaffe**, "Corporate Finance.", *Chicago: Irwin*, 1996.
- Rozeff, M.**, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios.", *The Journal of Financial Research* 5 (1982): 249-259.
- Salvatore, D.**, "Managerial Economics in a Global Economy.", 5th edition, *Thomson South-Western* (2004).
- Shleifer, A., and R. Vishney**, "Large Shareholders and Corporate Control.", *Journal of Political Economy* 94 (1986): 461-488.
- Smith, C., Jr.**, "Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings.", *Journal of Financial Economics* 5 no. 3 (1977): 273-307.
- Stephens, Clifford, P., and Michael, J. Weisbach**, "Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs.", *Journal of Finance* 53 (1998): 313-334.
- Stiglitz, J. E.**, „Some aspects of the Taxation of Capital Gains.", *Journal of Public Economics* 21 (1983): 257-296.
- Van Horne, J.**, "Financial Management and Policy.", 12th edition, *Prentice Hall* (2002).
- Vermaelen, T.**, "Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study.", *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 139-183.
- Watts, R.**, "The Information Content of Dividends.", *Journal of Business* 46 no. 2 (1973): 191-211.
- Weisbenner, S.**, "Corporate Share Repurchase in the Mid-1990s: What Role do Stock Options Play.", Working Paper, *MIT* (2000).
- Williams, J.**, "Efficient Signaling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases.", *Journal of Finance* 43 (1988): 737-747.

Internet

<http://www.ase.gr/>

<http://www.capital.gr/>

<http://www.economics.gr/AllMedia/ gr/>

<http://www.euro2day.gr/>

<http://www.mytilineos.gr/>

<http://www.naftemporiki.gr>

<http://www.reporter.gr/>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ