

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

ΚΛΕΦΤΟΓΙΑΝΝΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ- ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	4
• (Α) ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	
- Signaling theory.....	5
- Free cash flow hypothesis.....	6
- “Behavioural life cycle” theory.....	7
- Flexibility και μερίσματα	8
• (Β) ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	
- Lintner.....	10
- Allen & Michaely.....	12
- Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα μερισμάτων.....	14
• (Γ) Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	
- “Dividend irrelevance hypothesis” (Miller & Modigliani).....	16
- “Bird in the hand theory” (Gordon).....	19
• (Δ) THE EX-DIVIDEND DAY PUZZLE	
i) Η “tax preference or differential theory” (Η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας).....	21
- Litzenberger και Ramaswamy.....	22
- Το “clientele effect”.....	23
- Elton και Gruber.....	23
ii) arbitrage by short-term traders (κερδοσκοπία από βραχυχρόνιους επενδυτές).....	25
iii) microstructure effects (μικροοικονομικοί παράγοντες).....	26
- Σχόλια.....	28
3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ - ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	31
Θεσμικό περιβάλλον.....	31
Εφαρμογή μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα.....	32
Το φαινόμενο ex-dividend day puzzle στην Ελλάδα.....	33
Η συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών απέναντι στα μερίσματα.....	36
Η signaling theory στην Ελλάδα.....	37
4. Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ	40
- Χονγκ- Κονγκ.....	40
- Η.Π.Α. - Ιαπωνία.....	44
- Καναδάς.....	50
- Κίνα.....	55
- Αυστραλία.....	58
- Πορτογαλία.....	59
- Τουρκία.....	62
- Πολωνία.....	64
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ	68
6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	71
7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ- ΠΙΝΑΚΕΣ.....	75

Η παρούσα εργασία έχει σκοπό να μελετήσει τη μερισματική πολιτική μέσα από την επισκόπηση της αρθρογραφίας. Όπως φάνηκε στην πορεία, το να εξηγήσει κανείς τη μερισματική πολιτική έχει αποτελέσει μία από τις πιο μεγάλες προκλήσεις για τους οικονομολόγους. Έχει μάλιστα τοποθετηθεί στη λίστα με τα δέκα πιο σημαντικά άλυτα προβλήματα της οικονομικής επιστήμης (Bhattacharyya, 2007, σελ.4). Θα επιχειρήσουμε να δώσουμε μια όσο το δυνατό πληρέστερη εικόνα σε θεωρητικό κατεξοχόν επίπεδο.

Σε πρώτη φάση θα συζητηθεί ο σκοπός της μερισματικής πολιτικής. Με αφετηρία το ερώτημα του Black (1976) “γιατί οι εταιρείες διανέμουν μερίσματα” θα παρουσιάσουμε θεωρίες που αποπειράθηκαν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα.

Στη συνέχεια, θα παρουσιάσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν το σχεδιασμό της μερισματικής πολιτικής. Σημαντική βοήθεια σε αυτήν την προσπάθεια προσφέρουν τα άρθρα του Lintner (1956), και των Allen και Michaely (1995). Το κομμάτι που ακολουθεί θα αναφερθεί σύντομα στην οπτική γωνία των στελεχών για τη μερισματική πολιτική της εταιρείας και την έλλειψη ελευθερίας αποφάσεων που κάποια στιγμή έχουν λόγω σύγκρουσης συμφερόντων με τους μετόχους (*agency conflict*).

Κατόπιν θα εξετάσουμε πώς επηρεάζεται η αγοραία αξία της μετοχής από τη μερισματική πολιτική. Βασικές θεωρίες που θα δούμε: “*Dividend irrelevance hypothesis*”(Miller- Modigliani, 1961), “*Bird in the hand theory*” (Gordon, 1961).

Θα μας απασχολήσει εκτενώς το *ex-dividend day puzzle* δηλαδή το φαινόμενο της πτώσης της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε ποσό μικρότερο του μερίσματος. Το παράδοξο σε αυτήν τη συμπεριφορά της μετοχής έγκειται στο γεγονός ότι σύμφωνα με τις αρχές του Walras, σε μία τέλεια αγορά (*perfect Walrasian market*) όπου απουσιάζουν οι φόροι, τα έξοδα συναλλαγών και άλλες ατέλειες, οι τιμές των μετοχών μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος όφειλαν να πέφτουν σε ποσό ακριβώς ίσο με την αξία του μερίσματος που καταβλήθηκε για κάθε μετοχή. Στην πράξη ωστόσο αποδεικνύεται ότι κάτι τέτοιο δε συμβαίνει.

Μέσα από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας είναι εύκολο να διαπιστώσει κανείς ότι οι απόψεις των μελετητών σε αρκετά σημεία διαφωνούν ως προς τα αίτια του φαινομένου. Ουσιαστικά διαμορφώνονται τρεις Θεωρητικές Σχολές: Η πρώτη υποστηρίζει ότι η

φορολογία σε βάρος των μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών ευθύνεται για τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος (*tax-effect hypothesis*). Στα πλαίσια αυτά, θα αναφερθούμε στην *tax differential theory* (Litzenberger και Ramaswamy, 1979) και στο *clientele effect* με βασικούς εκφραστές τους Elton και Gruber (1970). Η δεύτερη σχολή αποδίδει το φαινόμενο στην κερδοσκοπία από βραχυχρόνιους επενδυτές (*arbitrage by short-term traders*), την οποία πραγματεύτηκε στα άρθρα του ο Kalay (1982). Οι εκπρόσωποι της τρίτης σχολής πάλι διατείνονται ότι πρέπει να διερευνηθεί ο ρόλος της επίδρασης των μικροοικονομικών παραγόντων (*microstructure effects*), ο οποίος αναδεικνύεται εξίσου αν όχι πιο σημαντικός. Εκεί θα συναντήσουμε τη θεωρία περί “διακριτότητας” των τιμών των μετοχών (*discreteness theory*) που ανέπτυξαν οι Bali και Hite (1998), και το φαινόμενο *bid - ask bounce* που ερεύνησαν οι Frank και Jagannathan (1998). Όλα τα παραπάνω θα συζητηθούν εκτενώς.

Ύστερα θα περιγράψουμε το θεσμικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Αυτό το οποίο είναι άξιο απορίας στην Ελλάδα είναι ότι δεδομένης της απουσίας φορολογίας τόσο σε βάρος των μερισμάτων όσο και των κεφαλαιακών κερδών, η τιμή της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα έπρεπε να πέφτει σε ποσοστό ίσο με το διανεμηθέν μέρισμα. Όμως αυτή πέφτει σε ποσοστό μικρότερο. Τα αίτια αυτού του φαινομένου εκ των πραγμάτων δε μπορούν να ερμηνευθούν από τη θεωρία περί “φορολογίας” (*tax-effect theory*). Τα άρθρα των Milonas και Travlos (2001) και Dasilas (2007) αποδεικνύονται εξαιρετικά χρήσιμα σε αυτήν την κατεύθυνση, καθώς προσφέρουν ενδιαφέρουσες εξηγήσεις για το εν λόγω ζήτημα. Οι μεν πρώτοι αποκλείουν την ευθύνη της θεωρίας περί “φορολογίας” αλλά και αυτήν των μικροοικονομικών παραγόντων, όπως αυτοί έχουν οριστεί από τη μέχρι τώρα αρθρογραφία και υπογραμμίζουν την ανάγκη για περαιτέρω έρευνα. Ο Dasilas απορρίπτει και αυτός τις δύο προαναφερθείσες θεωρίες και καταλήγει ότι το *short-term trading* είναι υπεύθυνο για το πρόβλημα.

Στη συνέχεια, θα αναφερθούμε στη συμπεριφορά των επενδυτών στην Ελλάδα και στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που εμφανίζουν (Maditinos *et al.*, 2007). Όπως θα φανεί και στην ανάλυση η *signaling theory* είναι αυτή που ταιριάζει περισσότερο για να αποδόσει καλύτερα τη συμπεριφορά αυτή. Περισσότερα θα μας αποκαλύψει η ανάλυση του άρθρου των Asimakopoulos *et al.* (2007), οι οποίοι επισημαίνουν ότι όταν στην Ελλάδα οι εταιρείες ανακοινώνουν αύξηση μερίσματος τότε σημειώνεται μείωση της τιμής της μετοχής, αντίθετα από ό,τι θα περίμενε κανείς.

Μετά, θα δοθεί μια παρουσίαση της μερισματικής πολιτικής μιας σειράς χωρών. Αρωγός στην προσπάθεια αυτή θα είναι πρόσφατα άρθρα βασισμένα σε έρευνες που έχουν διεξαχθεί. Θα δούμε τόσο το πώς εφαρμόζεται η μερισματική πολιτική σε κάθε χώρα αλλά και το πρόβλημα της πτώσης της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος πώς εμφανίζεται σε κάθε χώρα και πού έχουν εντοπιστεί τα αίτια του. Η επιλογή των χωρών έγινε με βάση τη συνεισφορά στην οικονομική επιστήμη των συμπερασμάτων που απορρέουν από τις έρευνες που διεξήχθησαν σε αυτές. Ένα επιπλέον κριτήριο ήταν η γεωγραφική διασπορά τους στο παγκόσμιο χάρτη, να υπάρχει δηλαδή ένα εύρος στο φάσμα γνώσεων που προσφέρουν και να μην προέρχονται όλες από την ίδια ήπειρο. Ειδικότερα, οι δύο τελευταίες χώρες επελέγησαν ως εκπρόσωποι η μία (Τουρκία) των αναδυόμενων χωρών και η δεύτερη (Πολωνία) των οικονομιών σε μετάβαση (μετα-κομμουνιστικές χώρες). Τέλος, στο Παράρτημα Α υπάρχουν συνόψεις που παρουσιάζουν συγκεντρωτικά βασικά σημεία της εργασίας, όπως τις θεωρίες που έχουν διατυπωθεί για το πρόβλημα της πτώσης της τιμής των μετοχών (Σύνοψη 1) ή τα χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής και των επενδύτων στην Ελλάδα (Σύνοψη 2). Στο Παράρτημα Β, ο Πίνακας εκθέτει συνοπτικά τα χαρακτηριστικά ή τα προβλήματα της μερισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα με βάση την αρθρογραφία, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας.

Υπό αυτό το πρίσμα, στο πρώτο μέρος (κεφάλαιο 2) θα επιδιωχθεί μία παρουσίαση του θεωρητικού πλαισίου και στα επόμενα κεφάλαια μία συγκριτική παρουσίαση στοιχείων της μερισματικής πολιτικής του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (κεφάλαιο 3) και αυτής μιας σειράς σημαντικών ξένων χρηματαγορών (κεφάλαιο 4), ενώ τελειώνοντας θα παραθέσουμε τα συμπεράσματα της εργασίας (κεφάλαιο 5).

Στο παρών κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε πρώτα ορισμένες γενικές πληροφορίες για τα μερίσματα και τη μερισματική πολιτική, πριν αναφερθούμε στο κατά πόσον οι επενδυτές προτιμούν υψηλά ή χαμηλά μερίσματα και πριν σχολιάσουμε τις θεωρίες που έχουν διατυπωθεί για να ερμηνεύσουν αυτές τις προτιμήσεις των επενδυτών και τις συνέπειές τους για τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής.

A) ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Αν και έχει διατυπωθεί η άποψη ότι δεν έχει δοθεί ικανοποιητική εξήγηση ως προς το γιατί οι εταιρείες διανέμουν μέρος των κερδών τους ως μερίσματα ή γιατί οι επενδυτές ενδιαφέρονται τόσο για αυτά (Black, 1976), μια λογική ερμηνεία θα μπορούσε να είναι αυτή που ακολουθεί. Όπως είναι γνωστό, οι επενδυτές αγοράζοντας μετοχές αποσκοπούν στην αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων τους, η οποία επιτυγχάνεται κυρίως μέσα από τη πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών και την είσπραξη μερισμάτων. Αυτός ακριβώς είναι και ο λόγος για τον οποίο οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα, η προσέλκυση επενδυτών. Ειδικότερα, οι επενδυτές από τη μία πλευρά δανείζοντας τα χρήματά τους στις εταιρείες αποβλέπουν στο κεφαλαιακό κέρδος και στην είσπραξη μερισμάτων, ενώ οι εταιρείες από την άλλη βρίσκουν με αυτόν τον τρόπο τα απαραίτητα χρήματα για την πραγματοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Τα μερίσματα στην ουσία είναι επιστροφή χρημάτων στους μετόχους και πρέπει να χρηματοδοτούνται από τις ταμειακές ροές της εταιρείας, αν και στις μέρες μας δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο οι διάφορες εταιρείες να αντλούν δανειακά κεφάλαια προκειμένου να διανείμουν μερίσματα. Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές εταιρείες προτιμούν αντί να μοιράσουν χρήματα στους μετόχους τους με τη μορφή μερισμάτων, να πράξουν το ανωτέρω με τη μέθοδο της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Έτσι, επιτυγχάνουν την αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής τους δομής υποκαθιστώντας μετοχές με δανειακά κεφάλαια.

Πριν προχωρήσουμε στη σύντομη παρουσίαση βασικών θεωριών που έχουν διατυπωθεί προκειμένου να ερμηνεύσουν τους λόγους για τους οποίους μία εταιρεία διανέμει μερίσματα, είναι σκόπιμο να αναφέρουμε ότι αυτά καταβάλλονται είτε με τη μορφή μετρητών είτε με τη μορφή μετοχών. Για την πρώτη κατηγορία έχουν γραφεί οι περισσότερες θεωρίες τις οποίες θα συζητήσουμε στη συνέχεια. Εις ό,τι αφορά στη δεύτερη κατηγορία, αξίζει να αναφερθεί ότι παρουσιάζει ομοιότητες με τη διανομή δωρεάν μετοχών (*stock splits*). Έχει, ωστόσο, το πλεονέκτημα ότι συνοδεύεται από χαμηλότερα έξοδα συναλλαγής και αυτό

συμβαίνει γιατί το μέρισμα επανεπενδύεται στην ίδια μετοχή. Μολαταύτα το μειονέκτημα του μερίσματος με τη μορφή μετοχής είναι ότι για το μικροεπενδυτή είναι μια πιο ακριβή λύση. Σύμφωνα με τους Dong *et al.* (2005) και σε σχέση με την οικονομική θεωρία περί “συμπεριφορισμού” (βλέπε Shefrin και Statman, 1984), τα μερίσματα σε μορφή μετοχών προτιμώνται σε σχέση με αυτά που διανέμονται σε μορφή μετρητών, ειδικότερα όταν μία εταιρεία δεν έχει διαθέσιμη πλεονάζουσα ρευστότητα για να πληρώσει μετρητοίς.

Signaling theory

Κάποιες από τις θεωρίες που επιχειρούν να ερμηνεύσουν το ερώτημα “γιατί οι εταιρείες διανέμουν μέρισμα” έχουν ως αφετηρία την “ασύμμετρη πληροφόρηση” μεταξύ στελεχών και μετόχων, και διατείνονται ότι οι εταιρείες μπορεί μέσω της καταβολής μερίσματος να δηλώνουν μελλοντική κερδοφορία. Με άλλα λόγια, η *information signaling theory* υποστηρίζει ότι τα μερίσματα εμπεριέχουν φορτίο πληροφοριών, το οποίο είναι σημαντικό για τους επενδυτές, καθώς λόγω της “ασύμμετρης πληροφόρησης” στερούνται πρόσβασης σε δεδομένα που είναι γνωστά στα εσωτερικά στελέχη.

Μία πειστική άποψη που πρώτη τεκμηρίωσε την πιο πάνω θεωρία ανήκει στον **Bhattacharya, S (1979)**, ο οποίος ισχυρίστηκε ότι η ύπαρξη “ασύμμετρης πληροφόρησης” μεταξύ των στελεχών και των εξωτερικών επενδυτών μιας εταιρείας μπορεί να παίζει ρόλο “εκπομπής σήματος” όσον αφορά στα μερίσματα. Δηλαδή, τα μερίσματα σύμφωνα με την παραπάνω θεωρία αποτελούν για τους επενδυτές σημάδι αναγνώρισης της μελλοντικής πορείας και κερδοφορίας μιας εταιρείας λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, η οποία στερεί από οποιονδήποτε τρίτο γνώσεις για τις προοπτικές μίας εταιρείας, οικείες όμως στα εσωτερικά στελέχη. Μάλιστα, υποστηρίζεται ότι όσο καλύτερα είναι τα νέα για τις δυνατότητες και τη δύναμη στήριξης των σχεδίων μιας εταιρείας τόσο υψηλότερα είναι τα μερίσματα που αυτή διανέμει.

Μια σειρά από συγγραφείς έχουν ασχοληθεί με την ανάπτυξη μοντέλων τα οποία αντικρύζουν την ασύμμετρη πληροφόρηση από διαφορετική οπτική γωνία και μελετούν τη σχέση μερίσματος – παραγωγικότητας, ή μερίσματος – φορολογίας, ή μερίσματος - *cash flow*. Εδώ, όμως, θα μας απασχολήσει το εξής: Σύμφωνα με τη *signaling theory* υψηλότερα μερίσματα αποτελούν δείκτη υψηλότερης αξίας της εταιρείας. Επομένως, αυξήσεις στα μερίσματα θα έχουν ως αποτέλεσμα θετικές αφύσικες αποδόσεις με την ανακοίνωση της διανομής των μερισμάτων. Επιπλέον, με δεδομένα όλα τα υπόλοιπα στοιχεία ίδια, η αξία της εταιρείας θα έπρεπε να είναι αύξουσα συνάρτηση του μερίσματος (Bhattacharyya, 2007, σελ.10).

Αντίθετα, η θεωρία που υποστηρίζει ο **Bhattacharyya, N.** (2007, σελ.10), και την οποία αναλύει διεξοδικότερα στη διπλωματική για το διδακτορικό τίτλο του (2000), διατείνεται ότι τα υψηλότερα μερίσματα, εξαρτώμενα από τη διαθεσιμότητα σε μετρητά, αποτελούν ένδειξη ενός χαμηλότερου επιπέδου εκπροσώπησης των μετόχων και θα έχουν ως αποτέλεσμα χαμηλότερη αφύσικη απόδοση και χαμηλότερη αξία της εταιρείας. Σε παρόμοιες γραμμές κινείται και η άποψη που διατυπώνουν σε άρθρο τους οι **Asimakopoulos et al.** (2007) το οποίο θα αναλύσουμε εκτενώς στο κεφάλαιο 3. Εδώ αρκεί μόνο να αναφέρουμε ότι και αυτοί υποστηρίζουν ότι τα υψηλά μερίσματα έχουν αρνητική αφύσικη απόδοση.

Free cash flow hypothesis

Άλλες πάλι θεωρίες υπογραμμίζουν ότι οι διανομές μερισμάτων αμβλύνουν τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εσωτερικών στελεχών και μετόχων, καθώς μειώνουν το ποσό ρευστών που οι πρώτοι έχουν στη διάθεσή τους, γιατί όπως έχει επισημανθεί αυτοί δεν ενεργούν πάντα προς όφελος των μετόχων. Ειδικότερα, η **free cash flow hypothesis (FCF)** προέκυψε ως αποτέλεσμα της προσπάθειας της εμπειρικής έρευνας να δοκιμάσει να θέσει τη *signaling theory*, η οποία έχει πιο θεωρητική ανάπτυξη και βάση, στις διαστάσεις των δεδομένων της πραγματικότητας (Bhattacharyya N., 2007, σελ.7). Υπό αυτό το πρίσμα τα μερίσματα χρησιμοποιούνται από τους μετόχους ως μέσο που εξαναγκάζει τα στελέχη να περιορίζουν τις άσκοπες επενδύσεις.

Ο **Easterbrook (1984)** υποθέτει ότι τα μερίσματα χρησιμοποιούνται για να απομακρύνουν την περίσσεια μετρητών από τον έλεγχο των στελεχών και να την προσφέρουν στους μετόχους. Αυτό συνεπάγεται ότι τα στελέχη θα είναι υποχρεωμένα να αποτανθούν στη χρηματαγορά, προκειμένου να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση για τα νέα τους σχέδια. Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια την επιβολή πειθαρχίας στα στελέχη και έτσι μειώνει το κόστος παρακολούθησης των στελεχών (*monitoring*). Επιπρόσθετα, η ανάγκη να απευθυνθούν τα στελέχη στην αγορά για αναζήτηση κεφαλαίου λειτουργεί ως αντίβαρο στην απόστροφή τους για ανάληψη κινδύνου.

Ο **Jensen (1986)** συνέδεσε το σκεπτικό πίσω από τις αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής με τη ρευστότητα μιας εταιρείας σε μετρητά (*free cash flow*). Υποστηρίζει δηλαδή ότι σε μία εταιρεία με σημαντική ρευστότητα μετρητών, και λόγω της προαναφερόμενης σύγκρουσης, εύκολα η διοίκηση παρουσιάζει την τάση να υιοθετήσει επενδυτικά σχέδια με αρνητική παρούσα αξία με σκοπό να αυξήσει το μέγεθος της εταιρείας, αντί να καταβάλλει

μερίσματα σε μετρητά. Ισχυρίζεται μάλιστα ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις λαμβάνουν χώρα όταν είτε ο εξαγοραστής κατέχει μεγάλη ποσότητα *free cash flow* είτε όταν αυτός που εξαγοράζεται διαθέτει μεγάλη ποσότητα ρευστότητας, η οποία δεν έχει αποδοθεί στους μετόχους. Αξίζει να σημειωθεί ότι αν και ο Jensen στο εν λόγω άρθρο δεν ασχολήθηκε με το θέμα των μερισμάτων, οι εμπειρικοί ερευνητές της μερισματικής πολιτικής συχνά κάνουν αναφορά στη δουλειά του για να προτρέψουν σε δοκιμή της σχέσης της *free cash flow* θεωρίας με τη μερισματική πολιτική (Bhattacharya, 2007). Πράγματι, ο Jensen πραγματεύεται περισσότερο την έννοια του χρέους. Για την ακρίβεια αναφέρει ότι “*debt can be an effective substitute for dividends*” (“το χρέος μπορεί να είναι ένα αποτελεσματικό υποκατάστατο των μερισμάτων”).

Σε γενικές γραμμές, η *free cash flow* θεωρία έρχεται να προσφέρει λύση με κάποιο τρόπο στο πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων (*agency conflict*) μεταξύ στελεχών και μετόχων. Οι πρώτοι αντιμετωπίζονται με καχυποψία, καθώς με τη στάση τους και για να μη χάσουν μέρος από τη δύναμη ή από τα οφέλη που αποκομίζουν από την εταιρεία, προβαίνουν σε πολύ συντηρητικές ή ζημιογόνες επιλογές για τους μετόχους. Επιπλέον, η ίδια θεωρία προωθεί το επιχείρημα ότι τα υψηλότερα μερίσματα είναι καλύτερα διότι έτσι αφαιρούνται μετρητά από τα χέρια των στελεχών, αφήνοντας στη διάθεσή τους μικρότερα κονδύλια για να σπαταλήσουν. Ένα ακόμα χαρακτηριστικό, που αποτελεί ομοιότητα με τη *signaling theory*, είναι ότι η ανακοίνωση υψηλότερων μερισμάτων θα οδηγήσει σε υψηλότερη αφύσικη απόδοση.

“Behavioural life –cycle” theory

Τα “υγιή” μερίσματα αποτελούν ένδειξη ότι μία εταιρεία παράγει πραγματικά κέρδη τα οποία αυξάνουν μακροπρόθεσμα. Οι **Shefrin και Statman** (1984) διατύπωσαν τη “*behavioural life-cycle*” θεωρία, η οποία βασίζεται στον αυτοέλεγχο του ορθολογικού (*rational*) ιδιώτη επενδυτή. Αυτή η θεωρία αναφέρεται κυρίως σε εκείνους τους επενδυτές που επιλέγουν να καταναλώνουν από τα μερίσματα. Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν κυρίως οι ηλικιωμένοι, οι οποίοι δε λαμβάνουν πλέον εισόδημα από εργασία και ενδιαφέρονται να έχουν μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό των ορθολογικών επενδυτών είναι ότι τους νοιάζει η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου τους σε σχέση με τον κίνδυνο του, σε αντίθεση με τους “φυσιολογικούς” (*normal*) επενδυτές οι οποίοι, σύμφωνα με τους παραπάνω συγγραφείς, επηρεάζονται από μεροληψία και συναισθηματισμό (Statman, 2005).

Flexibility και μερίσματα

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε στην οπτική των στελεχών μιας εταιρείας για τη μερισματική πολιτική της για να συμπληρώσουμε περισσότερα κομμάτια στην εικόνα μας για τη μερισματική πολιτική. Για την ακρίβεια θα εξετάσουμε πώς η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας επηρεάζει την ελαστικότητα της διοίκησης για τη λήψη αποφάσεων σχετικών με την ανάληψη οικονομικών επενδύσεων (*management's financial flexibility*) και πώς η ίδια η μερισματική πολιτική επηρεάζεται από τα διλήμματα της διοίκησης όσον αφορά στην προαναφερθείσα ελαστικότητα. Υλικό θα χρησιμοποιήσουμε από το άρθρο των **Blau και Fuller (2008)**, οι οποίοι ασχολήθηκαν με το θέμα και για αυτό το λόγο αναπτύσσουν ένα μοντέλο εταιρικής μερισματικής πολιτικής βασισμένο στην ιδέα ότι η διοίκηση δίνει σημασία στη λειτουργική ευελιξία-ελαστικότητα.

Για να κατανοήσουμε το θέμα καλύτερα, θα χρειαστεί να αναφερθούμε για μία ακόμη φορά στο ότι η πληρωμή μερισμάτων είναι σαν να αφαιρεί χρήματα από τον έλεγχο των στελεχών και να τα προσφέρει στους επενδυτές, περιορίζοντας με αυτόν τον τρόπο την ελευθερία αποφάσεων της διοίκησης, καθώς οι επενδυτές μπορεί να μη συμφωνήσουν ως προς την περαιτέρω αξιοποίηση των κεφαλαίων στο μέλλον. Αντίθετα, μειώνοντας τα μερίσματα και εξοικονομώντας χρήματα η διοίκηση αυξάνει την ευελιξία της. Αυτό βελτιώνει την ικανότητα της διοίκησης να επενδύει σε έργα που πιστεύει ότι έχουν μακροπρόθεσμο όφελος για τους μετόχους, για τα οποία όμως οι μέτοχοι δε θα παρέχουν τα απαιτούμενα κεφάλαια επειδή πιστεύουν ότι αυτά θα έχουν αρνητική επίπτωση στην αξία της εταιρείας. Μολαταύτα, το τίμημα της μη πληρωμής μερίσματος είναι μία μείωση στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Τα παραπάνω ζητήματα προκαλούν βαθύ προβληματισμό στη διοίκηση.

Οι λόγοι για τους οποίους οι μέτοχοι μπορεί να αρνηθούν να συναινέσουν στην ανάληψη ενός επενδυτικού έργου έχουν να κάνουν κυρίως με την καχυποψία με την οποία αντιμετωπίζουν τις ιδέες που προτείνουν τα στελέχη. Αυτό μπορεί να συμβαίνει είτε γιατί δε βρίσκουν πραγματικά προσοδοφόρες και αξιόπιστες τις προτάσεις τους, είτε επειδή φοβούνται ότι υπάρχει δόλος πίσω από αυτές και μάλιστα προσωπικό όφελος για τα στελέχη σε βάρος του πλούτου της εταιρείας και των μετόχων. Αυτό βέβαια σημαίνει ότι μπορεί να ακυρωθούν αληθινά αξιολογες προτάσεις. Παρόλα αυτά, οι μέτοχοι προτιμούν τη διανομή μερίσματος προκειμένου να αμβλυνθεί η σύγκρουση συμφερόντων των δύο πλευρών (*agency conflict*).

Από την άλλη πλευρά, όπως οι συγγραφείς επισημαίνουν, είναι χλιοειπωμένη η διαπίστωση ότι παραμένουν και σήμερα ακόμα άγνωστοι οι πραγματικοί λόγοι για τους οποίους μία εταιρεία διανέμει μερίσματα. Γενικά υποστηρίζεται ότι τα στελέχη της διοίκησης λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική βασισμένες όχι μόνο στα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους αλλά και σε αυτά των τιμών των μετοχών τους. Αυτό όμως δεν εξηγεί το γεγονός ότι εξαιρετικά επιτυχημένες εταιρείες όπως η Cisco και η Microsoft ποτέ μέχρι τώρα δεν έχουν διανείμει μερίσματα και ας έχουν σημειώσει κέρδη για πολλά χρόνια.

Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνάς τους βρίσκουν ότι οι πληρωμές των μερισμάτων είναι αρνητικά συσχετιζόμενες με την τιμή των μετοχών και ότι οι επενδυτές εκτιμούν περισσότερο τα μερίσματα όταν προέρχονται από εταιρείες που έχουν χαμηλή χρηματιστηριακή τιμή. Τα αποτελέσματα, επίσης υποδεικνύουν ότι όσο ο κίνδυνος μιας επένδυσης αυξάνει, τόσο μειώνεται το διανεμόμενο μερίσμα και ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας και του εγγενούς κινδύνου της. Τέλος, εταιρείες με μικρούς δείκτες Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια ή με υψηλή ρευστότητα καταβάλλουν χαμηλότερο μερίσμα από ό,τι εταιρείες με υψηλούς δείκτες Ξ/Ι και χαμηλότερη ρευστότητα. Οι συγγραφείς καταλήγουν εκφράζοντας την πεποίθηση ότι οι ανησυχίες περί ελαστικότητας των αποφάσεων των στελεχών είναι το κομμάτι που λείπει από το παζλ για την κατανόηση της μερισματικής πολιτικής.

Αυτό που εν τέλει ίσως έχει σημασία για μια εταιρεία - και στο οποίο αξίζει να δώσουμε έμφαση - είναι ότι θα ήταν φρόνιμο να φροντίζει να μη διαρραγεί η σχέση εμπιστοσύνης που αυτή αναπτύσσει μέσω της μερισματικής της πολιτικής με τους επενδυτές που έχουν μετοχές της στο χαρτοφυλάκιό τους. Ο,τιδήποτε θα κλόνιζε αυτή τη σχέση - μια ασταθής μερισματική πολιτική λόγω χάρη- θα ήταν προς ζημία της εταιρείας σε βάθος χρόνου. Είτε θα έριχνε την αξία της τιμής της μετοχής της, είτε θα απομάκρυνε μερίδα των επενδυτών οι οποίοι θα έβλεπαν με επιφύλαξη τυχόν αλλαγές στην επενδυτική της πολιτική.

B) ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Σε αυτό το σημείο θα ήταν απαραίτητο να αναφερθούμε λίγο εκτενέστερα στους παράγοντες εκείνους που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική. Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι (*managers*) των εταιρειών, αρμόδιοι για τη σχεδίαση και εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής, συνήθως έχουν ένα μακροχρόνιο στόχο όσον αφορά στην αναλογία των κερδών και των μερισμάτων, τον οποίο φροντίζουν να προσεγγίζουν σταδιακά, ώστε να μην υπάρχουν αυξομειώσεις στα μερίσματα. Εδώ, αξίζει να σημειώσουμε δύο σημαντικές παρατηρήσεις της εμπειρικής έρευνας σχετικά με τη μερισματική πολιτική: α) οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερές μερισματικές πολιτικές και β) ξοδεύουν ένα σημαντικό μέρος των κερδών τους ως μερίσματα (Lintner, 1956).

Lintner

Ο **John Lintner** στην πρωτοποριακή δουλειά που παρουσίασε το 1956, κατόπιν έρευνας σε 600 εταιρείες 28 από τις οποίες μελέτησε ενδελεχώς, κατασκεύασε ένα θεωρητικό μοντέλο συμπεριφοράς της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών. Σε αυτό το μοντέλο εντοπίζει δεκαπέντε παράγοντες που επηρεάζουν καθοριστικά το σχεδιασμό της μερισματικής πολιτικής κάθε εταιρείας. Μερικοί από αυτούς είναι: το μέγεθος της εταιρείας, τα έξοδα για εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, η προθυμία να χρησιμοποιήσουν εξωτερική χρηματοδότηση, η χρήση της διανομής μερισμάτων με τη μορφή μετοχών, η σταθερότητα των κερδών, ο σχετικός μέσος όρος των κερδών στο επενδεδυμένο κεφάλαιο, ο μέσος όρος των λόγων τιμής προς κέρδη, ο ισολογισμός και η δυνατότητα της εταιρείας για χρηματοδότηση σε ρευστό, η κεφαλαιοποίηση, καθώς και το μέγεθος και η σχετική σημασία της μετοχικής ιδιοκτησίας από το *management* και άλλες ομάδες ελέγχου (Lintner, 1956, σελ.98).

Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις καθορίζουν ως στόχο ένα ποσό μερίσματος, σχεδιασμένο έτσι ώστε η επιχείρηση να μπορεί να διατηρήσει τις επενδύσεις της σε κεφάλαιο και να μπορεί να επιτύχει την αποσκοπούμενη ανάπτυξή της μακροπρόθεσμα, και φροντίζουν η μερισματική τους πολιτική να προσαρμόζεται ανάλογα με αυτό. Σε αυτά τα πλαίσια κινούμενες και προσκολλημένες σε σταθερές μερισματικές πολιτικές, οι επιχειρήσεις σε περίπτωση σημαντικής αύξησης στα κέρδη, δεν αυξάνουν τα μερίσματα ξαφνικά αλλά διαδοχικά σε συνάρτηση με το μέρισμα που έχουν θέσει ως στόχο.

Όπως υπογραμμίζει ο Lintner (1956), στη συντριπτική τους πλειοψηφία οι διοικήσεις των εταιρειών προσπαθούν να αποφύγουν με κάθε τρόπο να κάνουν αλλαγές στα διανεμόμενα μερίσματα, καθώς πιστεύουν ότι οι μέτοχοι προτιμούν σταθερότητα ή

τουλάχιστον σταδιακή αύξηση. Επιπλέον, θεωρούν ότι αξίζει δικαιωματικά στους μετόχους να εισπράττουν μέρος των κερδών μέσω της καταβολής μερίσματος. Είναι επίσης χαρακτηριστική –και ίσως αντικατοπτρίζει την ευμάρεια της περιόδου μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο- η πεποίθηση ότι μια σώφρων και προνοητική διοίκηση οφείλει να σχεδιάζει την οικονομική της πολιτική με τρόπο ώστε να αποφεύγει δυσάρεστες καταστάσεις όπως την ξαφνική και απότομη μείωση του μερίσματος σε σχέση με αυτό που συνήθιζε να διανέμει. Ο φόβος μιας πιθανής άσχημης αντίδρασης από πλευράς των μετόχων - και ο Lintner (1956) αναφέρει ότι κάτι τέτοιο έχει συμβεί - υπάρχει πάντα στο μυαλό των διοικητικών στελεχών, οι οποίοι φροντίζουν να ακολουθούν σαφώς οριοθετημένες πολιτικές ή τουλάχιστον κάποια συστηματικά μοτίβα συμπεριφοράς.

Με άλλα λόγια, θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε τα συμπεράσματά του στα εξής:

- Οι εταιρείες έχουν μακροχρόνιους στόχους αναφορικά με τη μερισματική τους απόδοση. Οι ώριμες εταιρείες με σταθερή επιχειρηματική δράση συνήθως πληρώνουν με μορφή μερισμάτων ένα μεγάλο μέρος των κερδών. Από την άλλη, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν χαμηλή, αν όχι ανύπαρκτη, μερισματική απόδοση.
- Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι δίνουν περισσότερη προσοχή στις ποσοστιαίες αλλαγές των μερισμάτων παρά στις αλλαγές τους σε απόλυτα μεγέθη.
- Οι αλλαγές στα μερίσματα, ακολουθούν τις αλλαγές στα μακροχρόνια κέρδη. Αυτό στην ουσία σημαίνει ότι αν μία επιχείρηση έχει αυξανόμενα κέρδη, δε θα προβεί από το επόμενο έτος άμεσα στην αντίστοιχη αύξηση στο μέρισμα προκειμένου να εναρμονιστεί με το στόχο που έχει αναφορικά με τη μερισματική της πολιτική. Στην ουσία, μια τέτοια κίνηση θα σηματοδοτούσε την ανάγκη για μείωση του μερίσματος της εταιρείας σε μία άσχημη χρονιά, γεγονός που μόνο αρνητικά θα μπορούσε να εκλειφθεί από τους μετόχους και το χρηματιστήριο. Αυτός επομένως είναι ο λόγος για τον οποίο προτιμάται η σταδιακή εξομάλυνση των μερισμάτων προς τους επιδιωκόμενους στόχους που θέτει η διοίκηση.
- Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι είναι απρόθυμοι να κάνουν αλλαγές στη μερισματική τους πολιτική, οι οποίες μπορεί λόγω των συνθηκών να πρέπει να αντιστραφούν.

Νεότερες μελέτες έρχονται να επιβεβαιώσουν το “μοντέλο συμπεριφοράς” (*behavioral model*) του Lintner (1956). Οι **Fama και Babiak** (1968) αναδιαμορφώνουν το μοντέλο του Lintner (1956) υιοθετώντας μια πιο κατανοητή εμπειρικά προσέγγιση και συμφωνούν με τα ευρήματά του ότι δηλαδή οι εταιρείες ακολουθούν σταθερές μερισματικές πολιτικές.

Ειδικότερα, οι Fama και Babiak (1968), αφού δοκιμάζουν μία σειρά από μοντέλα, αναγνωρίζουν την αποτελεσματικότητα αυτού του Lintner. Πιο συγκεκριμένα, απαλείφοντας το σταθερό όρο (*constant term*) και προσθέτοντας περισσότερα επίπεδα χρονικών υστερήσεων στη μεταβλητή των κερδών, βελτιώνουν την ικανότητα πρόβλεψης αλλαγών του μοντέλου των μερισμάτων για κάθε επιπρόσθετο χρόνο δεδομένων (Fama και Babiak, 1968, σελ.1160).

Στις αναδυόμενες αγορές όμως, όπως διαπιστώνουν σε έρευνά τους οι **Glen et al. (1995)**, οι εταιρείες αν και μπορεί να έχουν θέσει ως στόχο ένα ποσό μερίσματος, δεν ακολουθούν ωστόσο σταθερές μερισματικές πολιτικές.

Allen και Michaely

Εκτός από τους “παράγοντες συμπεριφοράς” που εντοπίζει ο Lintner, οι **Allen και Michaely** (1995, σελ.832) παρουσιάζουν μια λίστα πέντε ατελειών της αγοράς, οι οποίες επίσης επηρεάζουν το σχεδιασμό της μερισματικής πολιτικής. Αυτές είναι οι ακόλουθες: **α)** η ασύμμετρη πληροφόρηση (*asymmetric information*), **β)** τα ατελή συμβόλαια (*incomplete contracts agency cost*), **γ)** οι φόροι, **δ)** οι θεσμικοί περιορισμοί, και **ε)** το κόστος συναλλαγών.

Όταν υπάρχει πιθανότητα αλλαγής στην κερδοφορία μιας εταιρείας, τότε αυτή τείνει να προσαρμόζει τη μερισματική της πολιτική στις εκάστοτε αλλαγές. Εάν, από τη μία πλευρά τα διοικητικά στελέχη περιμένουν άνοδο κερδών στο μέλλον, η οποία θα είναι ικανή να προσφέρει στήριξη σε βάθος χρόνου σε ενδεχόμενη αύξηση του μερίσματος που θα καταβληθεί, τότε προχωρούν σε αύξηση του ύψους του μερίσματος. Από την άλλη πάλι, σε καιρούς οικονομικής δυσπραγίας, όπως επισημαίνουν οι **De Angelo και De Angelo** (1990), επιχειρήσεις με καλό παρελθόν στην καταβολή μερισμάτων προτιμούν να μειώσουν τα μερίσματά τους αντί να παραλείψουν την πληρωμή τους από φόβο μήπως ζημιώσουν τη δημόσια εικόνα της εταιρείας.

Από τα παραπάνω εύκολα συνάγει κανείς το συμπέρασμα ότι λόγω της προσήλωσης σε μια σταθερή μερισματική πολιτική, η όποια αλλαγή σε αυτήν είναι δυνατόν να εκληφθεί από το αγοραστικό κοινό ως αλλαγή στις προσδοκίες της διοίκησης για τα μελλοντικά κέρδη. Η παράμετρος αυτή γνωστή ως “*information content*” των μερισμάτων διατυπώθηκε πρώτα από τους **Miller και Modigliani** (1961) και εκφράζει την άποψη ότι εφόσον οι εταιρείες ακολουθούν σταθερές μερισματικές πολιτικές, κάθε αλλαγή σε αυτές εκτιμάται πολύ προσεκτικά από τους επενδυτές ως σημάδι μελλοντικής κερδοφορίας της εταιρείας. Συνολικά, - όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενο σημείο - οι εμπειρικές μελέτες

(Bhattacharya, 1979) δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά θετικά στις αυξήσεις μερισμάτων και αρνητικά όταν αυτά μειώνονται. Έχει μάλιστα υπογραμμιστεί, Allen και Michaely (1995, σ.823-825), ότι η αντίδραση της αγοράς στη μείωση μερισμάτων είναι πιο έντονη.

Εις ό,τι αφορά στη δεύτερη παράμετρο που αναφέρουν στη λίστα τους οι Allen και Michaely (1995), δηλαδή το *agency cost*, αρκεί να αναφέρουμε ότι ως νέα θεωρία του *corporate finance*, επικεντρώνεται στο ζήτημα του πώς η μερισματική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μείωση του *agency cost*. Στα πλαίσια αυτά, η μερισματική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους μετόχους ώστε να οδηγήσει τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους στη σωστή κατεύθυνση και να απαλλοτριώσουν (*expropriate*) πλούτο από τους δανειστές της εταιρείας. Έχει πολλάκις επισημανθεί η ύπαρξη, ενδεχομένως, σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των *managers* και των μετόχων. Οι πρώτοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν τους πόρους μιας εταιρείας προς ίδιον όφελος αντί να τους θέσουν προς όφελος των μετόχων. Η μερική λύση σ' αυτήν την πιθανή σύγκρουση, όπως έχει προταθεί και έχουμε συζητήσει στην προηγούμενη ενότητα, θα ήταν να μειωθεί το ποσό των μετρητών που ελέγχει η διοίκηση με το να διανεμηθεί αρκετό μέρος του ως μέρισμα στους μετόχους.

Μεγάλο μέρος της επιστημονικής έρευνας έχει επικεντρωθεί στη μελέτη της επίδρασης των φόρων στη μερισματική πολιτική. Ιδιαίτερα, η παρουσία μιας επιλεκτικής φορολογικής μεταχείρισης των κεφαλαιακών κερδών σε σχέση με το εισόδημα το προερχόμενο από μερίσματα, έχει οδηγήσει στη διατύπωση της υπόθεσης μιας φορολογικά υποκινούμενης θετικής σχέσης ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στις αποδόσεις τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (*risk-adjusted returns*). Αυτή η υπόθεση δοκιμάζεται κυρίως εξετάζοντας τη σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στις αποδόσεις τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, και αναλύοντας τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Πλήθος άρθρων έχουν γραφεί για να ερμηνεύσουν τη συμπεριφορά της μετοχής εκείνη την ημέρα και τις ιδιαιτερότητες που εμφανίζει σε διαφορετικές αγορές και σε διαφορετικά οικονομικά και φορολογικά περιβάλλοντα, όπως θα δούμε διεξοδικά σε επόμενη ενότητα (Δ).

Οι δύο τελευταίες παράμετροι που σύμφωνα με τους Allen και Michaely (1995) λαμβάνονται σοβαρά υπ' όψιν από τους *managers*, όταν σχεδιάζουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών τους, αφορούν στους θεσμικούς περιορισμούς και τα έξοδα συναλλαγών. Τα μεν πρώτα μπορεί να συνδέονται με νομικές δεσμεύσεις που απαγορεύουν σε πολλά ιδρύματα να επενδύουν σε μετοχές που δε διανέμουν μέρισμα, όπως αυτό δικαιολογείται για έντονα αναπτυσσόμενες εταιρείες ή για εταιρείες που δεν έχουν κέρδη. Ενώ τα δεύτερα έχουν

κυρίως να κάνουν με τα άμεσα και τα έμμεσα έξοδα των συναλλαγών κατά την καταβολή του μερίσματος.

Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα των μερισμάτων

Ως απόρροια των παραπάνω χαρακτηριστικών της μερισματικής πολιτικής μπορεί να προχωρήσει κανείς στην επισήμανση συγκεκριμένων πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων. Ένα από τα πλεονεκτήματα που συνοδεύουν την καταβολή του μερίσματος είναι το σταθερό εισόδημα που παρέχεται στους επενδυτές, εφόσον και η μερισματική πολιτική παραμένει σταθερή. Οι επενδυτές, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, προσβλέπουν κατά κύριο λόγο σε ένα, αν είναι δυνατό, αυξανόμενο μέρισμα, το οποίο θα αυξάνει το εισόδημά τους και θα τους επιτρέπει να συντηρούν στο επιθυμητό το βιοτικό τους επίπεδο.

Ένα ακόμα πλεονέκτημα είναι ότι το μέρισμα αποτελεί δείκτη ανάπτυξης της εταιρείας. Όταν δηλαδή μία εταιρεία ανακοινώνει σε μακροχρόνια βάση αύξηση των μερισμάτων, σημαίνει ότι έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσει αυτά τα μερίσματα και ότι βρίσκεται σε αναπτυξιακή τροχιά. Με άλλα λόγια, η είσπραξη ταμειακών ροών από τη λειτουργία της επιχείρησης ικανών να χρηματοδοτούν την πληρωμή των μερισμάτων υποδεικνύει με βεβαιότητα και μία πολύ καλή αναπτυξιακή πορεία για την εταιρεία.

Ένα τελευταίο πλεονέκτημα που θα πρέπει να σημειώσουμε είναι και το γεγονός ότι τα μερίσματα αυξάνονται όταν η εταιρεία δεν έχει συγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια που θα της αποφέρουν κάποια ικανοποιητική απόδοση. Λόγου χάρη, οι εταιρείες με κάποιες μεθόδους, όπως για παράδειγμα αυτήν της παρούσας αξίας, εξετάζουν ποια εγχειρήματα τους συμφέρει να αναλάβουν. Αν η απόδοση που θα κερδίσουν από αυτά είναι μεγαλύτερη του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο τότε αυτό κρίνεται καλό. Με αυτήν τη λογική, οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι αντί να δεσμεύουν τα χρήματα των επενδυτών σε μακροχρόνιες επενδύσεις που θα έχουν μειωμένη απόδοση σε σχέση με αυτήν που θα μπορούσαν μόνοι τους οι επενδυτές να πετύχουν, τους τα επιστρέφουν πίσω με τη μορφή του μερίσματος.

Από την άλλη πλευρά, ως μειονεκτήματα από τη πληρωμή των μερισμάτων θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τους φόρους που υφίστανται και τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Όσον αφορά στους φόρους, το μειονέκτημα έγκειται στη διπλή φορολογία. Πιο αναλυτικά, τα μερίσματα φορολογούνται σε επίπεδο επιχείρησης και ξαναφορολογούνται και σε επίπεδο φυσικών προσώπων. Αυτό βέβαια, δεν συμβαίνει στην Ελλάδα, αλλά στις πιο πολλές χώρες όπως λόγου χάρη στην Αμερική. Έτσι λοιπόν, τα κεφαλαιακά κέρδη στις χώρες

που εφαρμόζεται διπλή φορολογία έχουν σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των μερισμάτων, καθώς υπόκεινται σε φόρο μόνο κατά τη στιγμή της πώλησης μίας μετοχής.

Σχετικά με τη χρηματοδότηση των μερισμάτων, το πρόβλημα εντοπίζεται στον τρόπο τον οποίο θα επιλέξει μία εταιρεία για να αντλήσει τους απαραίτητους πόρους. Στην περίπτωση που η χρηματοδότηση για την καταβολή του μερίσματος προκύπτει αμιγώς από τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας δεν υπάρχει κανένα πρόβλημα. Το πρόβλημα ανακύπτει όταν η εταιρεία προκειμένου να πληρώσει μέρισμα αποφασίζει τη χρηματοδότηση του με έκδοση καινούργιων μετοχών ή με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Αξίζει να αναφέρουμε ότι στην πρώτη περίπτωση αλλάζει το ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης, ενώ στη δεύτερη αλλάζει η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας.

Γ) Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Το ερώτημα του κατά πόσον η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας μπορεί να έχει συνάφεια με την αγοραία αξία της μετοχής της έχει απασχολήσει αρκετούς μελετητές στην επιστήμη των Οικονομικών. Οι εξηγήσεις για τη σχέση ανάμεσα στη μερισματική πολιτική και τις αναμενόμενες αποδόσεις ποικίλλουν τόσο όσο και οι προσεγγίσεις που υιοθετούνται κάθε φορά για να εξεταστεί το θέμα. Κάποιοι έχουν υποστηρίξει ότι η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση της αξίας της μετοχής οφείλεται κατά κύριο λόγο στα «σινιάλα» (πληροφορίες) που μπορεί κανείς να συλλέξει από τις ανακοινώσεις για τα μερίσματα των εταιρειών. Άλλοι έχουν προτείνει ότι οι διαφοροποιήσεις στη φορολογία που επιβάλλονται στις εναλλακτικές μορφές των αποδόσεων των μετόχων παίζουν ρόλο στη διαμόρφωση της αξίας της μετοχής. Κάποιοι άλλοι τέλος, ισχυρίζονται ότι η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας είναι “άσχετη” με τη διαμόρφωση της αξίας της μετοχής της.

Σχετικά με το ζήτημα αυτό και ιδιαίτερα με το κατά πόσον η πολιτική διανομής των κερδών επηρεάζει και σε πολλές περιπτώσεις αλλάζει την αξία μίας μετοχής ή απλά μας προμηθεύει με ένα στοιχείο αναφορικά με την αξία της, έχουν αναπτυχθεί τρεις θεωρίες. Αυτή των Modigliani – Miller (1961) (εκφράζει την “κεντρώα τάση”) που υποστηρίζει ότι το μέρισμα αφήνει αδιάφορους τους επενδυτές, αυτή των Gordon (1961) – Lintner (1956) (εκφράζει τη “δεξιά τάση”) που θεωρεί ότι οι επενδυτές προτιμούν τις υψηλές μερισματικές αποδόσεις και αυτή των Litzenberger – Ramaswamy (1979) (εκφράζει την “αριστερή τάση”) η οποία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές προτιμούν επιχειρήσεις με χαμηλή μερισματική απόδοση (Brealy *et al.*, 2006).

“Dividend irrelevance hypothesis” (Miller και Modigliani)

Σε γενικές γραμμές, οι πρώτες εμπειρικές έρευνες βρήκαν ότι η πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος δεν ήταν σημαντικά διαφορετική από το ποσό του μερίσματος. Οι Miller – Modigliani (1961) (στο εξής MM) ήταν οι πρώτοι που υποστήριξαν ότι το μέρισμα είναι “άσχετο” (*irrelevant*) και δεν επηρεάζει την αξία μίας μετοχής. Αυτό βέβαια, σύμφωνα με τη θεωρία τους, ισχύει σε αγορές που δεν παρουσιάζουν καμία ατέλεια. Ειδικότερα, με δεδομένη την επενδυτική πολιτική μίας εταιρείας, το πώς οι επενδυτές εισπράττουν το εισόδημα τους, αν είναι δηλαδή με τη μορφή μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών, δεν θα επηρέαζε καθόλου την αγοραία τιμή της μετοχής σε μία τέτοιου είδους αγορά. Στο κλασικό για την επιστήμη των Οικονομικών άρθρο τους το 1961, διατύπωσαν τα ακόλουθα για τη μερισματική πολιτική των εταιρειών.

Καταρχήν, ως βασικό δεδομένο της θεωρίας τους έθεσαν την ύπαρξη μίας εταιρείας με κατασταλαγμένη πολιτική σε ό,τι αφορά στο επενδυτικό της πρόγραμμα, η χρηματοδότηση του οποίου πρόκειται να γίνεται εν μέρει από δανειοδότηση και εν μέρει από παρακράτηση κερδών. Θεώρησαν επίσης ότι η εταιρεία αυτή έχει αποφασίσει ότι ό,τι χρήματα εμφανίζονται ως πλεόνασμα θα διανεμηθούν ως μερίσματα.

Στη συνέχεια εξέτασαν τι είναι πιθανό να συμβεί αν η εταιρεία θελήσει να αυξήσει το ποσοστό διανομής των κερδών με αύξηση του μερίσματος και με δεδομένη την επενδυτική και χρηματοδοτική της πολιτική. Τα επιπλέον λεφτά που θα χρειαστεί, θα πρέπει να προέλθουν από κάπου. Ωστόσο, εφόσον η χρηματοδοτική της πολιτική δε μπορεί να μεταβληθεί, ο μόνος τρόπος να χρηματοδοτηθεί αυτή η αύξηση του μερίσματος, όπως υποστήριξαν, είναι μέσω της έκδοσης νέων μετοχών. Οι νέοι μέτοχοι όμως θα συμμετάσχουν σε αυτή την έκδοση των μετοχών και θα δώσουν τα χρήματά τους μόνο εάν αυτές αξίζουν όσα δώσουν. Ο μόνος τρόπος να το κάνει αυτό η εταιρεία είναι μέσω της μεταβίβασης της αξίας από τους παλαιούς στους νέους μετόχους.

Με άλλα λόγια, οι νέοι μέτοχοι αγοράζουν μετοχές που αξίζουν όσα πλήρωσαν, ενώ οι παλαιοί μέτοχοι θα βρεθούν από τη μία πλευρά να έχουν κερδίσει ένα μερίσμα και από την άλλη να έχουν απωλέσει ένα μέρος της κατοχής τους στην εταιρεία το οποίο είναι ακριβώς ίσο με την αξία του μερίσματος που έλαβαν. Στην ουσία τους είναι αδιάφορο το αυξημένο μερίσμα, αφού μπορούν αν θέλουν να αποκτήσουν μετρητά πουλώνοντας κάποιες από τις μετοχές τους και να καταλήξουν έτσι με το ίδιο μειωμένο μερίδιο κατοχής στην εταιρεία.

Σε κάθε περίπτωση αυτό που παρατηρείται ότι συμβαίνει σύμφωνα με τους MM (1961) είναι ότι εφόσον οι επενδυτές μπορούν να κερδίσουν χρήματα με τρόπο διαφορετικό από αυτόν της καταβολής μερίσματος, δεν είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές εταιρειών οι οποίες καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα. Η μερισματική πολιτική, όπως φαίνεται, δεν έχει καμία επίδραση στο *market value* της εταιρείας (Šestáková, 2002, σελ.24).

Η θεωρία τους στο πέρασμα των ετών έχει δεχθεί έντονη κριτική. Έχει κυρίως κατηγορηθεί ότι βασίζεται σε υποθέσεις που μάλλον θα έπρεπε να χαρακτηριστούν ως εξωπραγματικές, αφού δέχεται ως δεδομένο ότι το όλο σύστημα λειτουργεί σε μια τέλεια αγορά από την οποία απουσιάζουν φόροι, κόστη συναλλαγών ή τυχόν άλλες ατέλειες. Οι κριτικοί που εκπροσωπούν τη “δεξιά” τάση δίνουν έμφαση στο γεγονός ότι οι MM (1961) αγνοούν την ύπαρξη κινδύνου. Πιό αναλυτικά, όπως υποστηρίζουν, ένα υψηλό μερίσμα

σήμερα είναι ένα βέβαιο εισόδημα, ενώ το εισόδημα που προκύπτει από την πώληση μετοχών είναι ένα αβέβαιο εισόδημα για το μέλλον. Ένα επιπλέον επιχειρήμα που προβάλλουν είναι ότι οι MM (1961) δε λαμβάνουν υπ' όψιν την πληροφόρηση που εμπεριέχεται στην αύξηση ενός μερίσματος. Οι πολέμιοι που εκπροσωπούν την “αριστερή” τάση, από την πλευρά τους, εστιάζουν την κριτική τους σε ανησυχίες για το σύστημα φορολογίας. Το ερώτημα που απευθύνουν διατυπώνεται ως εξής: “Αν οι φόροι στα μερίσματα είναι υψηλότεροι από τους φόρους που επιβάλλονται στα κέρδη κεφαλαίου, τότε ο μέτοχος δε μπορεί να είναι αδιάφορος ως προς τη μορφή με την οποία επιθυμεί να κερδίσει το εισόδημά του” (Šestáková, 2002).

Ενδεικτικό στοιχείο της διαχρονικότητας του προβληματισμού που υπάρχει στην επιστημονική κοινότητα των οικονομολόγων γύρω από τη θεωρία των MM (1961) είναι και το άρθρο που πρόσφατα δημοσίευσε ο **Handley (2008)**. Εκεί επιχειρεί να ασκήσει κριτική σε άρθρο των De Angelo και De Angelo (2006) - στο εξής DD - επάνω στη θεωρία των MM (1961). Οι DD (2006) αποπειρώνται να καταδείξουν, όπως και άλλοι μελετητές επιχειρήσαν στο παρελθόν, τα ελαττώματα της θεωρίας των MM (1961) και να αποδείξουν ότι το κεντρικό τους συμπέρασμα είναι λανθασμένο.

Σημαντικό ρόλο στην επιχειρηματολογία τους παίζουν η επαναγορά μετοχών και όλα εκείνα τα πιθανά οικονομικά εμπόδια που μπορούν να προκύψουν στους *managers* και να τους εμποδίσουν να πραγματοποιήσουν το έργο που τους έχει ανατεθεί για την εταιρεία (*agency costs*). Με μία σειρά εξισώσεων που ο Handley (2008) παρουσιάζει αναλυτικά, καταλήγει στο ότι οι DD (2006) οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι οι MM (1961) απαιτούν οι εταιρείες να πληρώνουν το 100% των FCF (*Free Cash Flow*) σε κάθε περίοδο και τοιουτοτρόπως εμποδίζουν την παρακράτηση κερδών με κάθε επιπλέον διανομή πάνω από το επίπεδο των FCF να επιδοτείται από έκδοση νέων μετοχών που είναι δίκαια αποτιμημένες.

Ο συγγραφέας αποπειράται να κρατήσει ίσες αποστάσεις και από τις δύο πλευρές επιστημαίνοντας λάθη και στον προβληματισμό των DD (2006). Όπως διαπιστώνει η αφετηρία των λανθασμένων συμπερασμάτων έγκειται στο γεγονός ότι τα ερωτήματα που τίθενται μπορεί να είναι εσφαλμένα ευθύς εξαρχής ή τα σημεία εστίασης της μελέτης. Οι DD (2006) εστιάζοντας στις συνολικές πληρωμές και όχι μόνο στα μερίσματα, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι MM (1961) απαιτούν να διανέμουν οι εταιρείες το 100% των ελεύθερων χρηματοροών τους σε κάθε χρονική περίοδο, καθιστώντας με αυτόν τον τρόπο απαγορευτικό να διατεθούν τα μετρητά αυτά για κάποιον άλλο σκοπό. Αντίθετα, αν κάποιος επικεντρώσει την προσοχή του μόνο στα μερίσματα και αν χειριστεί την επαναγορά των μετοχών -η οποία γίνεται προκειμένου να παραμείνει η επενδυτική πολιτική της εταιρείας σταθερή - ως

αρνητική έκδοση μετοχών, τότε χαμηλά διανεμόμενα μερίσματα είναι πιθανό να υπάρξουν κι έτσι η προσέγγιση των MM (1961) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αποδειχθεί η “ασχετότητα-αδιαφορία” (*irrelevance*) της μερισματικής πολιτικής σε μία τέλεια χρηματαγορά.

Είναι πολύ σημαντικό να τονιστεί ότι το συμπέρασμα των DD (2006), ότι η πολιτική που καθορίζει τον τρόπο διανομής των κερδών (*payout policy*) είναι σχετική σε μία τέλεια αγορά, δεν καθιστά τη θεωρία των MM (1961) περί “αδιαφορίας” του μερίσματος (*dividend irrelevance theory*) άσχετη, δεδομένης της θεμελιώδους διαφοράς που υπάρχει στην αντιμετώπιση των *agency costs*. Υπό αυτό το πρίσμα, η συμβολή των DD (2006) έγκειται στο γεγονός ότι τονίζουν τη σημασία που έχει, προκειμένου να έχει ισχύ το θεώρημα των MM (1961), η πλήρης διανομή της παρούσας αξίας των ελεύθερων χρηματοροών που προέρχονται από τη σταθερή επενδυτική πολιτική της εταιρείας.

“Bird in the hand” theory (Gordon)

Σύμφωνα με τη θεωρία του **Gordon (1961)** “*bird in the hand theory*” οι επενδυτές, πιστεύουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα πιθανά μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη και ως εκ τούτου προτιμούν τα πρώτα. Δηλαδή, ορμώμενος από τον παράγοντα της λύσης της αβεβαιότητας που ενυπάρχει στα μερίσματα, ο Gordon (1961) έθεσε ως κεντρική ιδέα της θεωρίας του το ότι τα μερίσματα προτιμώνται λόγω του χαμηλότερου επενδυτικού κινδύνου σε αντίθεση με την αβεβαιότητα που συνοδεύει τα κεφαλαιακά κέρδη λόγω υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου.

Εάν ισχύει αυτό, οι επενδυτές θα αποδίδουν μεγαλύτερη αξία σε εταιρείες που έχουν υψηλή μερισματική απόδοση. Με άλλα λόγια, υψηλό μέρισμα θα έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερη σημερινή τιμή (P_0), το οποίο σημαίνει ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί μία επιχείρηση επηρεάζει την τιμή της μετοχής της.

Ο τύπος του Gordon αποδίδει τα παραπάνω και είναι ο εξής:

$$P_0 = D_1 / K_S - g$$

όπου:

P_0 : η τρέχουσα αξία της μετοχής στο χρόνο 0

D_1 : το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή τη χρονική περίοδο 1

K_S : η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων, και τέλος

g : ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.

Η αξία λοιπόν μίας επιχείρησης είναι ίση με τη παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων και αυτός είναι ο λόγος που ο Gordon (1961) προτρέπει τις επιχειρήσεις να διατηρούν ένα υψηλό *payout ratio* (δείκτης μερισμάτων / καθαρά κέρδη).

Από τα παραπάνω εύκολα συμπεραίνει κανείς ότι εφόσον τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, όσα πρεσβεύει ο Gordon (1961) έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία περί “αδιαφορίας” των Miller και Modigliani (1961). Ωστόσο, υπάρχει έντονη αμφισβήτηση σε βάρος της θεωρίας του Gordon (1961) όπως φαίνεται από άρθρα που καταδεικνύουν ότι το μοντέλο του αποτυγχάνει, εάν τεθεί σε μία τέλεια αγορά όπου οι επενδυτές συμπεριφέρονται ως “ορθολογικοί επενδυτές” (*rational investors*) (βλέπε Bhattacharya, 1979).

4) “THE EX-DIVIDEND DAY PUZZLE”

Σαράντα χρόνια έρευνας δε στάθηκαν αρκετά, όπως διαπιστώνουν οι Μυλωνάς και Τραυλός σε άρθρο τους του 2001, για να λύσουν το σημαντικότερο αίνιγμα της οικονομικής επιστήμης, αυτό της αφύσικης συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Θεωρητικά, στις τέλει αγορές κεφαλαίου, και σε έναν κόσμο όπου απουσιάζει η φορολογία και αγνοεί την αξία του χρήματος (*time value*) στη βραχυχρόνια περίοδο μεταξύ της ημερομηνίας μετά την αποκοπή του μερίσματος και της ημερομηνίας καταβολής του, όπως υποστηρίζεται, οι τιμές των μετοχών μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα έπρεπε να πέφτουν τόσο όσο το ποσό του μερίσματος που καταβλήθηκε προκειμένου να αποφευχθεί η κερδοσκοπία. Στην πράξη, όμως, όπως αποδεικνύεται από τα στοιχεία ερευνών που έχουν διεξαχθεί σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, διαφορετικές χώρες, διαφορετικά συστήματα αγοράς και κανονισμούς φορολογίας, οι τιμές των μετοχών μειώνονται σε ποσοστό μικρότερο του καταβληθέντος μερίσματος (*ex-dividend day puzzle*).

Οι ερμηνείες που κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί προκειμένου να εξηγήσουν το εν λόγω φαινόμενο διαφέρουν και φαίνεται να διαμορφώνουν τρεις “Θεωρητικές Σχολές”. Η πρώτη στηρίζεται στη διαφορετικότητα με την οποία αντιμετωπίζονται φορολογικά τα κεφαλαιακά κέρδη σε βάρος των μερισμάτων, η οποία αποκαλύπτει έμμεσα το προφίλ και τη φορολογική κλίμακα στην οποία ανήκει ο οριακός επενδυτής. Η δεύτερη Σχολή εξετάζει την ύπαρξη *arbitrage* από τους βραχυχρόνιους επενδυτές. Η τρίτη Σχολή προβάλλει την επίδραση μικροοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν τη δομή της αγοράς όπως το “βήμα τιμής” (*tick size*), η παλινδρόμηση μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης (*bid-ask bounce*) ή η “διακριτότητα των τιμών” (*price discreteness*).

i) Η “tax preference or differential theory” (Η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας)

Παραδοσιακά, το ποσοστό φορολόγησης των μερισμάτων ξεπερνά αυτό των κεφαλαιακών κερδών. Οι επενδυτές που φορολογούνται κατά αυτόν τον τρόπο και οι οποίοι ανησυχούν αποκλειστικά για τις συνολικές αποδόσεις τους μετά τη φορολογία, θα έχουν μία προτίμηση για τα κεφαλαιακά κέρδη πριν αυτά φορολογηθούν. Η “*tax differential hypothesis*”, απόρροια των παραπάνω προβληματισμών, έρχεται να εξηγήσει την ύπαρξη μίας αφύσικα θετικής απόδοσης κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος, κατά την οποία η τιμή της μετοχής υποχωρεί κατά λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή και για λόγους φορολογίας υπάρχει προτίμηση για τα κεφαλαιακά κέρδη στο όριο. Στοιχεία που αποδεικνύουν αυτήν την προτίμηση παρατίθενται

από τους Elton και Gruber (1970), Litzenberger και Ramaswamy (1979). Σε αυτήν την ενότητα θα μας απασχολήσουν κυρίως οι δύο τελευταίοι.

Litzenberger και Ramaswamy

Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και των αρχών του 1980 μία σειρά από μελέτες ασχολήθηκαν με την επίδραση της μερισματικής απόδοσης υιοθετώντας το μοντέλο του Brennan (1970) για την αποτίμηση των κεφαλαιακών στοιχείων μετά τη φορολογία (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*).

Η εκδοχή του Brennan για το CAPM είναι η ακόλουθη:

$$E(\tilde{R}_i - r_f) = a_0 \beta_i + a_1 (d_i - r_f),$$

Το προσαρμοσμένο μοντέλο του υιοθετεί την αμφισβητούμενη υπόθεση ότι ο συντελεστής του μερίσματος είναι σταθερός για όλες τις μετοχές. Οι **Litzenberger και Ramaswamy (1979)** επεξεργάζονται ένα μοντέλο τροποποιώντας αυτό του Brennan για να απαλείψουν αυτή την υπόθεση. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους καταδεικνύουν ότι υπάρχει μία έντονα θετική σχέση μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων πριν τη φορολογία και των μερισματικών αποδόσεων των κοινών μετοχών. Επιπλέον, ο συντελεστής της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης βρέθηκε θετικός, μικρότερος από τη μονάδα, αλλά σημαντικά διαφορετικός από το μηδέν.

Όπως οι ίδιοι επισημαίνουν δύο τύποι περιορισμών επιβάλλονται στον ατομικό δανεισμό. Ο πρώτος περιορισμός θέτει ως όριο για το μέγιστο επιτόκιο του άνευ κινδύνου δανεισμού το εισόδημα που κερδίζουν τα άτομα από τα μερίσματα. Με άλλα λόγια, το επιτόκιο δανεισμού δε μπορεί να ξεπερνά το ατομικό εισόδημα που προέρχεται από μέρισμα. Ενώ ο δεύτερος αφορά στις απαιτήσεις σχετικά με το λογαριασμό περιθωρίου ασφάλισης (*margin account*) και περιορίζει το ποσοστό των μετοχών που ανήκουν σε ένα χαρτοφυλάκιο και οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για χρηματοδότηση. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε προηγούμενη μελέτη του, ο Brennan (1970) δημιουργεί μία εκδοχή του CAPM στην οποία κυριαρχεί ο χωρίς όρια δανεισμός και η σταθερότητα των φορολογικών συντελεστών, οι οποίοι μπορεί να ποικίλλουν ανάμεσα στους επενδυτές. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις του μοντέλου του, όταν ο τόκος των δανειακών χρημάτων ξεπερνά το εισόδημα που προέρχεται από τα μερίσματα, τότε ο επενδυτής θα καταβάλλει αρνητικό φόρο.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι θεμέλιο λίθο της θεωρίας των Litzenberger και Ramaswamy (1979) αποτελεί η διαφορά των συντελεστών με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα και τα κεφαλαικά κέρδη, γεγονός που αναμφισβήτητα επηρεάζει σημαντικά την κρίση των επενδυτών. Όπως και οι ίδιοι υποστηρίζουν, τα ευρήματα της έρευνάς τους συμφωνούν με την ύπαρξη ενός *clientele effect*, το οποίο δείχνει ότι οι μέτοχοι που ανήκουν σε υψηλή φορολογική κλίμακα επιλέγουν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι μέτοχοι που ανήκουν σε χαμηλή φορολογική κλίμακα προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Το οποίο συνάδει με τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας των Elton και Gruber (1970), όπως θα δούμε εκτενέστερα στη συνέχεια, για τη συμπεριφορά των μετοχών μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος και τη συμπεριφορά των επενδυτών.

To “*clientele effect*”

Πρώτη φορά γίνεται μνεία του όρου “*clientele effect*” από τους **Miller και Modigliani** στο διαχρονικής σημασίας άρθρο τους το 1961. Εκεί διατυπώνουν την άποψη ότι το ύψος των μερισμάτων που καταβάλλονται από μία εταιρεία εξαρτάται από την “πελατεία” της, δηλαδή τον τύπο των μετόχων της και τις απαιτήσεις τους για το ύψος των μερισμάτων. Η σχέση αυτή, όπως επισημαίνουν, χρειάζεται προσοχή γιατί η όποια αλλαγή στη μερισματική πολιτική μιας εταιρείας ενδέχεται να προκαλέσει αλλαγή στην πελατεία της, γεγονός που μπορεί να έχει ως συνέπεια κόστος για την εταιρεία σε βάθος χρόνου. Αναλυτικότερα, αυτό που παρατήρησαν είναι ότι οι επενδυτές που ανήκουν σε χαμηλή φορολογική κλίμακα θα επενέδυναν σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση και ως εκ τούτου ο λόγος της πτώσης της τιμής προς το μέρισμα θα ήταν σχετικά υψηλός. Εναλλακτικά, οι επενδυτές που ανήκουν σε υψηλή φορολογική κλίμακα θα κρατήσουν τις μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης για να μειώσουν τη φορολογική τους υποχρέωση. Με άλλα λόγια όπως διαπιστώνουν οι Litzenberger, Ramaswamy, (1979, σελ.163) εφόσον οι φορολογικοί συντελεστές διαφέρουν μεταξύ των επενδυτών, κάθε οργανισμός ελκύει εκείνη την “πελατεία” επενδυτών που επιθυμεί περισσότερο την επενδυτική του πολιτική.

Elton και Gruber

Τη θεωρία αυτή προχώρησαν ένα βήμα πιο πέρα οι **Elton και Gruber** το 1970 σε μια προσπάθεια να ερμηνεύσουν το φαινόμενο *ex-dividend*. Μελέτησαν τη συμπεριφορά των κοινών μετοχών μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος και ανακάλυψαν ότι οι φορολογικές ομάδες των μετόχων συνδέονται με τη μερισματική πολιτική μιας εταιρείας. Έδειξαν ότι εάν η φορολογία επηρεάζει την κρίση και τις αποφάσεις των επενδυτών, τότε η πτώση της τιμής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα έπρεπε να αντανakλά την

αξία μετά φόρου του μερίσματος σε σχέση με την μετά φόρου αξία των κεφαλαιακών κερδών εκείνη την ημέρα. Λόγω, λοιπόν, του ότι τα μερίσματα τις περισσότερες φορές φορολογούνται πιο πολύ από τα κεφαλαιακά κέρδη, η θεωρία προτείνει ότι εάν οι φόροι επηρεάζουν τις επιλογές των επενδυτών, τότε η πτώση στην τιμή της μετοχής θα έπρεπε σε γενικές γραμμές να είναι μικρότερη από το μέρισμα (Elton και Gruber, 1979, σελ.1).

Πράγματι, βρίσκουν ότι ο λόγος της πτώσης της τιμής προς το μέρισμα, $\Delta P/D$, είναι σημαντικά μικρότερος από τη μονάδα για ένα μεγάλο δείγμα μερισμάτων.

Όπως διατείνονται, τα ευρήματά τους:

- Παρέχουν στοιχεία απαραίτητα προκειμένου να υπολογιστεί το κόστος για μια εταιρεία από τη διακράτηση κερδών και για να δοκιμάσουν επενδυτικά μοντέλα.
- Παρέχουν υποστήριξη στη σχετική θεωρία των Miller και Modigliani (1961), συμφωνώντας ότι μια αλλαγή στη μερισματική πολιτική θα προκαλούσε πολύ πιθανά μια δαπανηρή αλλαγή στον πλούτο των μετόχων.
- Απεικονίζουν μια μορφή λογικής της αγοράς σύμφωνα με την οποία οι μέτοχοι σε υψηλές ομάδες φορολογίας δείχνουν μια προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη αντί για τα μερίσματα σε σχέση με τους μετόχους των χαμηλότερων φορολογικά ομάδων.

Δύο είναι οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν ως υποθέσεις επάνω στις οποίες στήριξαν την έρευνά τους: Η απόδοση του μερίσματος μιας εταιρείας και ο λόγος διανομής των κερδών. Στην πρώτη περίπτωση, παρατήρησαν ότι όσο χαμηλότερη είναι η μερισματική απόδοση μιας εταιρείας, τόσο μικρότερο είναι το ποσοστό της συνολικής απόδοσης που ένας μέτοχος περιμένει να λάβει με τη μορφή μερίσματος και τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό που περιμένει να λάβει με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών. Στη δεύτερη περίπτωση, οι εταιρείες που πλήρωσαν υψηλό ποσοστό των κερδών τους ως μερίσματα, και με σταθερά όλα τα υπόλοιπα στοιχεία, θα έχουν αύξηση τόσο στην αγοραία τιμή, όσο και στα κέρδη τους με ρυθμό βραδύτερο από τις εταιρείες που κράτησαν ένα μεγαλύτερο ποσοστό κερδών. Γενικά, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η θεωρία των Elton και Gruber (1970) αντιπροσωπεύει την οπτική γωνία των μακροπρόθεσμων επενδυτών.

Το παραπάνω άρθρο στάθηκε αφετηρία για μια σειρά άλλων, τα οποία επικεντρώθηκαν στη μελέτη της επίδρασης της φορολογίας στις αποφάσεις των επενδυτών, είτε επιβεβαιώνοντας είτε απορρίπτοντας τα συμπεράσματά του. Εργαλείο της έρευνας τους αποτέλεσε κυρίως η συμπεριφορά της τιμής των μετοχών γύρω από την ημερομηνία

αποκοπής του μερίσματος. Ειδικότερα μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ το 1986, η οποία εξίσωσε τη φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, πολλοί είναι εκείνοι που διαπιστώνουν ότι πλέον η πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος δε βρίσκει ικανοποιητική εξήγηση από τη θεωρία “της για φορολογικούς λόγους υποκινούμενης πελατείας” (*tax-induced clientele hypothesis*) (Michaely, 1991 στη Borges, 2008, σελ.17).

ii) arbitrage by short-term traders (κερδοσκοπία από βραχυχρόνιους επενδυτές)

Ο Kalay λίγα χρόνια αργότερα (1982) σε σχετική έρευνά του αμφισβητεί την επίδραση της φορολογίας και του “*clientele effect*” στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Έρχεται συνεπώς σε αντίθεση με τους Litzenberger και Ramaswamy (1979) και τους Elton και Gruber (1970) αν και ξεκινά τη διατύπωση της θεωρίας του από την ίδια αφετηρία. Και αυτός δηλαδή παραδέχεται ότι οι επενδυτές που ανήκουν σε υψηλή φορολογική κλίμακα μπορεί να βρουν πιο προσοδοφόρο να κρατήσουν μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης, ενώ αυτοί που ανήκουν σε χαμηλή φορολογική κλίμακα συγκεντρώνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης λόγω της αυστηρής φορολογίας που εφαρμόζεται στα μερίσματα έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Ωστόσο, όπως τονίζει, δεν ευθύνεται αυτή η συμπεριφορά των μετόχων για τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Επιπλέον, θεωρεί ότι οι προηγούμενες έρευνες, οι οποίες βρίσκουν ότι η μείωση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι σημαντικά μικρότερη από το μέρισμα ανά μετοχή και θετικά συσχετισμένη με την αντίστοιχη μερισματική απόδοση, περιείχαν δύο στατιστικά σφάλματα. Πρώτον, η θετική συσχέτιση που καταγράφεται μπορεί να είναι το αποτέλεσμα μιας μη ολοκληρωμένης προσαρμογής της φυσιολογικής καθημερινής κίνησης των τιμών των μετοχών καθώς και της χρήσης μη προσαρμοσμένων τιμών κλεισίματος. Δεύτερον, η στατιστική σημαντικότητα της μετρήσιμης συσχέτισης είναι αμφισβητούμενη καθώς κάποιες από τις παρατηρήσεις φαίνεται να μην είναι ανεξάρτητες.

Όπως υποστηρίζει ο Kalay (1982) η πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος δεν οφείλεται στη φορολογία αλλά στην κερδοσκοπία (*arbitrage*) βραχυπρόθεσμων επενδυτών. Αυτοί φροντίζουν να εμπλακούν σε συναλλαγές γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, ούτως ώστε εκείνη την ημέρα και λόγω απουσίας κόστους συναλλαγών να επωφεληθούν από τη διαφορά μεταξύ της πτώσης της τιμής και του

μερίσματος. Τέτοιου είδους κερδοσκοπία θα οδηγήσει σε έντονη συναλλακτική δραστηριότητα τους επενδυτές γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, φαινόμενο γνωστό και ως *dividend stripping*. Τα αποτελέσματα του Kalay (1982) έρχονται σε συμφωνία με τα ευρήματα των Karhoff και Walking (1988), οι οποίοι εντοπίζουν μία πολύ σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στις αποδόσεις μετά την αποκοπή του μερίσματος και τα έξοδα συναλλαγών.

iii) microstructure effects (μικροοικονομικοί παράγοντες)

Μεταξύ των ερευνητών που αναζητούν την αιτία για την αφύσικη πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε μικροοικονομικούς παράγοντες είναι οι **Bali και Hite**, οι οποίοι σε άρθρο τους του 1998 διατυπώνουν την άποψη ότι το υπό συζήτηση φαινόμενο οφείλεται στη “διακριτότητα” (*discreteness*) των τιμών. Όπως πιστεύουν, λόγω της διακριτότητας των τιμών των μετοχών και όχι αποκλειστικά λόγω μιας πελατείας που την ενδιαφέρει ο τρόπος φορολόγησης των μερισμάτων (*tax-induced dividend clienteles*), η τιμή της μετοχής την επομένη της αποκοπής του μερίσματος ημέρα θα έπρεπε να πέσει κατά ένα ποσό ίσο ή μικρότερο του ποσού του μερίσματος. Χρησιμοποιώντας μετοχές που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και της Αμερικής εστιάζουν στη διακριτότητα της μεταβολής των τιμών λόγω των πολλαπλών βημάτων τιμής, σε συνάρτηση με τη συνέχεια που παρουσιάζεται στα μερίσματα. Λόγω αυτής της διαφοράς, η πτώση της τιμής της μετοχής μία ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος δε μπορεί να είναι ίση με το ποσό του μερίσματος. Στο βαθμό στον οποίο η αγορά στρογγυλοποιεί το μέρισμα προς τα κάτω προς το πλησιέστερο βήμα τιμής, οι συγγραφείς διατείνονται ότι η πτώση της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Τα στοιχεία υποστηρίζουν αυτή την υπόθεση η οποία βασίζεται στα εμπόδια που επιβάλλονται από τις μικροδομές (*microstructure impediments*).

Πιο αναλυτικά, στο μοντέλο που χρησιμοποιούν χωρίζουν το αγοραστικό κοινό που συναλλάσσεται καθημερινά ανάλογα με τη συμπεριφορά τους μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε: *sellers* (πωλητές), *buyers* (αγοραστές), και *arbitrageurs* (κερδοσκόπους). Αυτό το μοντέλο τους προβλέπει ότι η πτώση της τιμής της μετοχής θα είναι μικρότερη του μερίσματος, αλλά σίγουρα μεγαλύτερη ή ίση του μερίσματος μειωμένου κατά ένα βήμα τιμής. Το ίδιο μοντέλο μπορεί να εξηγήσει γιατί οι λόγοι $\Delta P/D$ είναι μικρότεροι της μονάδας τόσο για τα φορολογούμενα μερίσματα σε μετρητά όσο και για τα μη φορολογούμενα μερίσματα που μοιράζονται με τη μορφή μετοχών. Επιπλέον, δείχνει ότι όσο τα μερίσματα αυξάνουν τόσο οι $\Delta P/D$ λόγοι πλησιάζουν τη μονάδα διεθνώς. Τελικά αποδεικνύουν ότι οι αφύσικες αποδόσεις της ημέρας μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι ακόμα μικρότερες

από το λάθος που προκύπτει από τη στρογγυλοποίηση λόγω της διακριτότητας των τιμών και ότι είναι πολύ λίγες για να προκαλέσουν κέρδη από *arbitrage* δεδομένου ότι οι συναλλαγές περιορίζονται σε πολλαπλάσια του βήματος τιμής. Παρατηρούν ωστόσο ότι κατά μέσο όρο, η τιμή υποχωρεί λιγότερο από το μέρισμα, αλλά οπωσδήποτε μέσα στα όρια ενός βήματος τιμής του μερίσματος, κάτι το οποίο δεν δίνει την δυνατότητα για την πραγματοποίηση κερδών από *arbitrage* γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος (Bali και Hite, 1998, σελ.155).

Οι διακριτές τιμές των μετοχών προς διαπραγμάτευση μπορεί να ευθύνονται όχι μόνο για παρατηρημένους $\Delta P/D$ λόγους μικρότερους της μονάδας αλλά επίσης και για λόγους που αυξάνουν μαζί με τα μερίσματα ακόμα και χωρίς την ύπαρξη πελατείας που ενδιαφέρεται για τη φορολόγηση των μερισμάτων. Έτσι τα ευρήματα των Elton και Gruber (1970) δε μπορούν να ερμηνευθούν ως αδιάσειστη απόδειξη υπέρ της ύπαρξης τέτοιου είδους πελατείας. Οι Bali και Hite (1998) δεν αρνούνται τη σημασία της φορολογίας, αφού παραδέχονται ότι και στο δικό τους μοντέλο βρίσκουν ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές προτιμούν, λόγω φορολογίας, τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων. Με άλλα λόγια, ενώ υποστηρίζουν την *tax irrelevance* θεωρία, δεν αποκλείουν εντελώς την ύπαρξη πελατείας κινούμενης όπως περιγράφουν οι Elton και Gruber (1970). Εξάλλου, όπως επισημαίνουν σε περιπτώσεις με μικρότερα βήματα τιμής (*tick sizes*) και ετήσια καταβολή μερισμάτων, η στρογγυλοποίηση του μερίσματος στο κοντινότερο βήμα τιμής δεν μπορεί να παρουσιάσει μία αρκετά μεγάλη πτώση στην τιμή της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Σε κάθε περίπτωση αυτό που θέλουν να τονίσουν είναι ότι η *tax-induced clientele* θεωρία δεν είναι η μόνη εξήγηση. Υποστηρίζουν ότι η θεωρία της διακριτότητας προσφέρει ικανοποιητική εναλλακτική, εφόσον είναι σε θέση να εξηγήσει τους $\Delta P/D$ λόγους που μειώνονται ανάμεσα σε βήματα τιμής παρά το γεγονός ότι οι αποδόσεις αυξάνουν, και ότι επιπλέον είναι σε θέση να εξηγήσει την κανονικότητα που είναι πέρα από το εύρος της θεωρίας “περί πελατείας” (*clientele hypothesis*). Πολύ πρόσφατα η **Maria Rosa Borges** (2008, σελ.18) σημειώνει ότι η αλλαγή στον τρόπο μέτρησης των βημάτων τιμής στις αγορές των Η.Π.Α. από 1/8 σε 1/16 και κατόπιν η υιοθέτηση της δεκαδικοποίησης το 2001, παρείχε μία εξαιρετική ευκαιρία για να δοκιμαστεί η θεωρία των Bali και Hite (1998). Η μείωση των βημάτων τιμής και η προοδευτική εξάλειψη της διακριτότητας θα έπρεπε να έχει ως αποτέλεσμα μία πτώση στη τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος που θα οδηγούσε το λόγο $\Delta P/D$ στη μονάδα. Θέτει συνεπώς υπό σοβαρή αμφισβήτηση τη θεωρία των παραπάνω.

Σε παρόμοιες γραμμές με τους Bali και Hite (1998), οι **Frank και Jagannathan** (1998) προβάλλουν το επιχείρημα της επίδρασης των μικροοικονομικών παραγόντων στις αγορές (*market microstructure effects*). Επιλέγουν τη χρηματιστηριακή αγορά του Χονγκ Κονγκ για να εξετάσουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Στη συγκεκριμένη αγορά, όπως θα δούμε και σε άλλη ενότητα, δεν υφίστανται φορολογία ούτε τα μερίσματα ούτε και τα κεφαλαιακά κέρδη. Παρατηρείται όμως πτώση της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά κατά το ήμισυ του πληρωτέου μερίσματος. Στηριζόμενοι στην υπόθεση ότι η συλλογή και επανεπένδυση μερισμάτων είναι κουραστική για τους ιδιώτες επενδυτές όχι όμως και για τους ειδικούς διαπραγματευτές (*market makers*), οι παραπάνω συγγραφείς προχώρησαν στη διατύπωση της θεωρίας ότι οι τελευταίοι τείνουν να αγοράζουν πριν την αποκοπή του μερίσματος από μια μετοχή και μετά φροντίζουν να την πουλήσουν μετά την αποκοπή του μερίσματος. Εκλαμβάνουν ότι αυτό σημαίνει ότι οι περισσότερες συναλλαγές λαμβάνουν χώρα με τιμή που είναι ίση με την τιμή προσφοράς πριν γίνει η αποκοπή του μερίσματος και μετά την αποκοπή του μερίσματος οι συναλλαγές γίνονται στην τιμή ζήτησης. Έτσι υποθέτουν ότι αυτό το *bid-ask bounce* συμβάλλει στην εξήγηση του φαινομένου ότι δηλαδή η πτώση στην τιμή μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος θα είναι μικρότερη από το μέρισμα.

Σχόλια

Οι **Elton, Gruber και Blake** σε άρθρο τους που δημοσιεύτηκε το 2003, τριανταδύο χρόνια μετά την αρχική δημοσίευση της έρευνας των δύο πρώτων, απαντούν στους επικριτές τους με νεότερη έρευνα η οποία ενισχύει το αρχικό τους συμπέρασμα για το ρόλο της φορολογίας και την επίδρασή της στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Αναγνωρίζουν ότι το πρόβλημα της πτώσης της τιμής των μετοχών σε ποσοστό μικρότερο από τα μερίσματα και το εάν αυτό οφείλεται στη φορολογία ή στις μικροδομές (*microstructure effects*), ή σε άλλους παράγοντες έχει προβληματίσει την επιστήμη των οικονομικών. Στη μελέτη τους εξετάζουν τα εξής: Πρώτα δοκιμάζουν τα αποτελέσματα μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος σε δείγμα αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου όπου τα μερίσματα φορολογούνται με προνομιακό τρόπο. Βρίσκουν ότι, όπως ήταν αναμενόμενο, η τιμή των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου λόγω της φορολογίας πέφτει κατά πολύ περισσότερο από το ποσό του μερίσματος. Αυτό συνάδει με τη θεωρία της επίδρασης της φορολογίας όχι όμως και με αυτή της *microstructure effect*, σύμφωνα με την οποία η πτώση στην τιμή της μετοχής θα έπρεπε να είναι μικρότερη από το μέρισμα, ανεξάρτητα από το εάν το μέρισμα φορολογείται ή όχι.

Στη συνέχεια εξετάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου που δεν υπόκεινται σε προνομιακή φορολόγηση, όπου βρίσκουν το σύνθημα, δηλαδή ότι η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρότερη από το μέρισμα σε περιόδους όπου οι φόροι από τα κέρδη των κεφαλαίων είναι μικρότεροι από τους φόρους εισοδήματος. Καταλήγουν, επομένως, στο συμπέρασμα ότι λόγω των παραπάνω ευρημάτων καταρρίπτεται το επιχείρημα μερίδας των ερευνητών ότι τα διάφορα προβλήματα στις μικροδομές (*microstructure effect*) - και όχι η φορολογία - ευθύνεται για το φαινόμενο της μείωσης της τιμής της μετοχής την ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Σκόπιμο θα ήταν να αναφερθούμε και στις παρατηρήσεις των **Kato και Loewenstein (1995)**, οι οποίοι επισημαίνουν τη σημασία του ρόλου της φορολογίας στη μέχρι τώρα ανάλυση του φαινομένου. Τα θεωρητικά μοντέλα της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος υποστηρίζουν ότι οι ανησυχίες για τη φορολογία προκαλούν έντονη συναλλακτική δραστηριότητα και καθορίζουν τις τιμές εκείνη την ημέρα. Ωστόσο, η στάση τους διαφοροποιείται ως προς τις κατηγορίες στις οποίες διαχωρίζουν το προφίλ του οριακού επενδυτή που καθορίζει τις τιμές στην αγορά. Ο οριακός επενδυτής μπορεί να είναι ένας μακροχρόνιος επενδυτής με προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων, όπως στους Elton και Gruber (1970), ή ένας βραχυχρόνιος επενδυτής με συμμετρική φορολογική μεταχείριση τόσο για τα μερίσματα όσο και για τα κεφαλαιακά κέρδη που εκμηδενίζουν τις ευκαιρίες για κέρδη μέχρι του σημείου εκείνου που εξισώνονται με τα κόστη των συναλλαγών, όπως τονίζει ο Kalay (1982). Εν τέλει, ο οριακός επενδυτής μπορεί να προτιμά τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και να επιδιώκει ενεργά την απόκτηση μερισμάτων (*dividend capture*) (Karpoff και Walking, 1990). Φυσικά, αυτά τα μοντέλα διαφέρουν εις ό,τι αφορά στις προβλέψεις τους για τις τιμές και τον όγκο των συναλλαγών κατά τις ημερομηνίες μετά την αποκοπή των μερισμάτων. Επίσης, σε συνέπεια με το αποτέλεσμα της φορολογίας, βρίσκουν μία δυνατή θετική σχέση ανάμεσα σε υπερβάλλουσες αποδόσεις και μερισματικές αποδόσεις.

Εν κατακλείδι, δεδομένων των ισχυρών αποδείξεων που παρουσιάζουν οι Elton, Gruber και Blake (2003) είναι δύσκολο να αγνοήσουμε τη σπουδαιότητα του ρόλου της φορολογίας στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Ωστόσο, δεν είναι διόλου αμελητέος και ο ρόλος των ερμηνειών που προβάλλονται και από τις άλλες δύο Σχολές. Όπως εύκολα διαπιστώνει κανείς η εμπειρική έρευνα καταλήγει σε αντιφατικά συμπεράσματα ως προς τα αίτια του *ex-dividend day puzzle*. Ειδικότερα, όσον αφορά στην υπόθεση του *tax-induced clientele effect* (της πελατείας που την ενδιαφέρει η φορολογία) είναι ανάγκη να τονίσουμε ότι δεν είναι η μόνη που μπορεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα

μετά την αποκοπή του μερίσματος. Η κύρια αιτία της παραπάνω ασυμφωνίας φαίνεται ότι έγκειται στο γεγονός ότι κανείς από τους προαναφερθέντες παράγοντες δε μπορεί να απομονωθεί επαρκώς, ούτως ώστε να μελετηθεί επισταμένως η επίδρασή του στη συμπεριφορά της μετοχής. Είναι σαφής η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα του θέματος υπό αυτό το πρίσμα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό θα μιλήσουμε για το θεσμικό περιβάλλον της Ελλάδος, την εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής, το φαινόμενο του *ex-dividend day puzzle*, τη συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών απέναντι στα μερίσματα καθώς και τη παρουσία της *signaling theory* στην Ελλάδα.

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Το Χρηματιστήριο Αθηνών (στο εξής Χ.Α.) είναι η μοναδική χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα με 300 μετοχές σύμφωνα με στοιχεία των τελών του 1999, τα οποία δημοσιεύτηκαν σε άρθρο των Milonas και Travlos (2001) και αρκετά από τα οποία θα χρησιμοποιήσουμε σε αυτήν την ενότητα. Σε νεότερο άρθρο (Dasilas, 2007) σημειώνεται ότι οι εισηγμένες εταιρείες έχουν ανέλθει σε 350 σύμφωνα με στοιχεία του 2004. Οι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι εγγεγραμμένες στη λίστα των εισηγμένων εταιρειών στην Κύρια Αγορά, ενώ οι μικρότερες μετοχές από το 1990 είναι εισηγμένες στην Παράλληλη Αγορά. Από την περίοδο της οικονομικής αστάθειας το 1990, ο όγκος συναλλαγών στο Χ.Α. αυξήθηκε πάνω από εκατό φορές αγγίζοντας ένα μέσο όρο της τάξεως του \$1 δις την ημέρα, ένα επίπεδο που παρέχει επαρκή ρευστότητα στις περισσότερες εισηγμένες εταιρείες.

Οι συναλλαγές στο Χ.Α. πραγματοποιούνται μέσω υπολογιστών. Οι εντολές διασταυρώνονται με βάση την τιμή, τον αριθμό των μετοχών που προσφέρονται και το χρόνο εισαγωγής τους. Οι εντολές εισάγονται από χρηματιστηριακές εταιρείες μέσω τερματικών υπολογιστών που βρίσκονται είτε στα γραφεία τους είτε στο κτήριο του Χρηματιστηρίου. Τα βήματα τιμής είναι πολύ μικρά σε σύγκριση με το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης όπου το βήμα τιμής είναι \$0,125, ενώ το Ελληνικό βήμα τιμής είναι τουλάχιστον επτά ή οκτώ φορές μικρότερο.

Οι ανοικτές πωλήσεις στο Χ.Α. μέχρι τη δημοσίευση του παραπάνω άρθρου (Milonas, Travlos, 2001) δεν επιτρέπονταν. Οι συναλλαγές εκκαθαρίζονταν εντός τριών ημερών μετά την ημερομηνία συναλλαγής. Αν κάποιος αγόραζε μία μετοχή, μπορούσε να την πουλήσει μόνο τρεις ημέρες αργότερα. Έκτοτε η κατάσταση έχει αλλάξει. Από τη δημοσίευση του άρθρου και μετά έχουν λάβει χώρα αλλαγές με σκοπό την αύξηση του όγκου συναλλαγών και την προσέλκυση επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, οι ανοικτές πωλήσεις επιτρέπονται, γεγονός το οποίο αποτελεί ένα πολύ ισχυρό μέσο που αποσκοπεί στην αντιστάθμιση του κινδύνου χαρτοφυλακίου. Επίσης, σήμερα αν κάποιος αγοράσει μία μετοχή μπορεί να την πουλήσει και την ίδια ημέρα, απλά η χρηματική εκκαθάριση θα πραγματοποιηθεί τρεις ημέρες αργότερα.

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η διανομή μερίσματος, σύμφωνα με το Ν. 2190/20 και υπό την προϋπόθεση ότι μια εταιρεία έχει σημειώσει κέρδη, είναι υποχρεωτική και πρέπει να ισούται είτε με το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου είτε με το 35% των κερδών μετά φόρων, όποιο από τα δύο ποσά είναι μεγαλύτερο. Αξίζει να σημειωθεί ότι η εταιρεία οφείλει από τα καθαρά κέρδη και πριν τη φορολόγηση τους να αφαιρέσει ποσοστό 5% για τη δημιουργία τακτικού αποθεματικού (υποχρέωση που παύει να υφίσταται όταν το ύψος του τακτικού αποθεματικού φτάσει στο ύψος του 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου). Τα διανεμόμενα μερίσματα δε μπορεί να υπερβαίνουν το ήμισυ των σύμφωνα με τη λογιστική κατάσταση καθαρών κερδών (άρθρο 46). Τα μερίσματα συνήθως καταβάλλονται μία φορά το χρόνο, μετά την πραγματοποίηση της Τακτικής Ετήσιας Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων, συνήθως την περίοδο μεταξύ Απριλίου - Ιουλίου. Η διανομή προσωρινών μερισμάτων ή ποσοστών επιτρέπεται μόνον εφ' όσον είκοσι τουλάχιστον μέρες πριν δημοσιευθεί σε ημερήσια εφημερίδα των Αθηνών λογιστική κατάσταση περί της εταιρικής περιουσίας. Μερίσματα μπορεί να μη διανεμηθούν μόνον όταν υπάρχει απόφαση, κατόπιν ψηφοφορίας, του 80% των μετόχων στην Τακτική Ετήσια Γενική Συνέλευση. Αξίζει να σημειωθεί ότι το υποχρεωτικό καθεστώς διανομής μερίσματος που ισχύει στην Ελλάδα δεν εφαρμόζεται σε χώρες όπως οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες ανεπτυγμένες αγορές (Dasilas, 2007, σελ.11).

Το Ελληνικό φορολογικό σύστημα δεν επιβάλλει προσωπικούς φόρους για τα μερίσματα. Τα εταιρικά μερίσματα καθορίζονται αφού οι εταιρικοί φόροι αφαιρεθούν από τα κέρδη προ φόρων. Οι μέτοχοι δεν υπόκεινται σε φόρους για τα εισπραττόμενα μερίσματα. Παρομοίως, δεν καταβάλλονται φόροι για τα κεφαλαιακά κέρδη. Η μόνη φορολόγηση που υπάρχει τέθηκε σε ισχύ από το Μάρτιο του 1998, και αφορά στη φορολόγηση με σταθερό συντελεστή 0,3% στο προϊόν πώλησης. Αυτός ο συντελεστής αυξήθηκε στο 0,6% στα τέλη του 1999 για να μειωθεί ξανά στο 0,3% το 2001 και σήμερα να βρίσκεται στο 0,15%.

Τα έξοδα προμηθειών στο Χ.Α. έχουν απελευθερωθεί από το 1996. Από εκείνη τη χρονική στιγμή, οι προμήθειες που εισπράττουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες μπορούν να διαμορφωθούν ελεύθερα αλλά όχι πάνω από 1%, όπως καθορίζεται από την Ένωση των Χρηματιστηριακών εταιρειών. Το προτεινόμενο σχέδιο προμήθειας είναι κλιμακωτό και φτάνει στο 0,5% επί της αξίας αγοράς και ισχύει για συναλλαγές άνω των \$7.500. Ωστόσο, πολύ μεγάλες συναλλαγές θεσμικών επενδυτών αντιμετωπίζονται με ακόμα μικρότερες προμήθειες της τάξεως του 0,10% - 0,20%.

Τέλος, αξίζει να αναφέρουμε ότι μέχρι την 1^η Απριλίου του 2001 οι εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α. όφειλαν βάσει κανονισμού την επομένη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος να ξεκινούν τη συνεδρίαση με τιμή όση ήταν το κλείσιμό τους την προηγούμενη μέρα μείον το ποσό του μερίσματος. Σε εφαρμογή του νόμου 59 της 30^{ης} Μαρτίου 2001 και σύμφωνα με απόφαση της Ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από τις 2 Απριλίου του ίδιου έτους οι εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α. δεν είναι απαραίτητο να μειώνουν την τιμή τους μετά την αποκοπή του μερίσματος. Η αγορά πλέον προσαρμόζει την τιμή της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Σε μελέτη που δημοσιεύτηκε πρόσφατα (**Anastassiou, 2007**), έγινε απόπειρα να υπολογιστεί το ποσό του μερίσματος που διανέμεται κάθε χρόνο στους μετόχους μεγάλων κατασκευαστικών εταιρειών. Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι για να μπορέσει κάποιος να προσδιορίσει τα καθαρά κέρδη μίας εταιρείας θα πρέπει να προβεί σε μια σειρά από υπολογισμούς, καθώς δεν υπάρχουν δεδομένα για τα καθαρά κέρδη αυτών των εταιρειών. Σύμφωνα με τον Ελληνικό φορολογικό νόμο τα κέρδη μιας εταιρείας ορίζεται να φαίνονται στον ισολογισμό της. Οπότε για να καταλήξουμε στα καθαρά κέρδη θα πρέπει κάποιος να αφαιρέσει από τα προαναφερόμενα κέρδη το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων. Ο συγγραφέας επιχειρεί να προσδιορίσει το ποσοστό των μερισμάτων, που κάθε χρόνο μοιράζονται στους μετόχους με τη βοήθεια μίας εξίσωσης, βασισμένης στον τύπο του Lintner (1956) και τροποποιημένης, η οποία αποκαλύπτει πώς διανέμεται το μέρισμα. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει είναι ότι η ισορροπία της εισοδηματικής ελαστικότητας στην Ελλάδα βρίσκεται πολύ κοντά στη μονάδα, κάτι το οποίο υποδηλώνει ότι τα μερίσματα στην Ελλάδα είναι αναλογικά των κερδών.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ EX-DIVIDEND DAY PUZZLE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το γεγονός ότι τα μερίσματα είναι υποχρεωτικά, δεν υπόκεινται σε φορολογία, και ότι τα έξοδα των συναλλαγών είναι σχετικά χαμηλά αποτελούν σοβαρούς λόγους για τους οποίους μπορεί να χαρακτηρίσει κανείς το Χ.Α. ως το ιδανικό περιβάλλον για έρευνα, όπως τονίζουν οι **Milonas και Travlos** (2001) στο προαναφερόμενο άρθρο τους. Σε αυτά τα στοιχεία στάθηκαν οι συγγραφείς για να μελετήσουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος για την περίοδο 1994-1999.

Θα περίμενε κανείς στηριζόμενος στα παραπάνω δεδομένα ότι η μείωση της τιμής της μετοχής θα ήταν ίση με το μέρισμα κατά την ημερομηνία αποκοπής, όμως η μείωση είναι μικρότερη και μάλιστα διαμορφώνεται ανεξάρτητα από τη μερισματική απόδοση, γεγονός που επαληθεύει τις εμπειρικές έρευνες του παρελθόντος. Ωστόσο, όπως υποστηρίζουν οι

παραπάνω συγγραφείς, τα ευρήματα αυτά δεν μπορούν να αποδοθούν στην επίδραση της φορολογίας, ούτε επίσης και σε μικροοικονομικούς λόγους (*microstructure effects*) όπως αυτοί έχουν προσδιοριστεί σε προηγούμενες μελέτες.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών λόγω της σταθερότητας της κατάστασης και της απουσίας φορολογίας τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη παρουσιάζει πολλές ομοιότητες με την αγορά του Χονγκ Κονγκ. Αυτό όμως που είναι αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι και στο Χονγκ Κονγκ η τιμή της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος πέφτει κατά ποσό μικρότερο του μερίσματος και για την ακρίβεια κατά το ήμισυ του καταβληθέντος μερίσματος. Προχωρώντας σε συγκρίσεις με το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ, οι Milonas και Travlos (2001) επισημαίνουν ότι οι λόγοι εμφάνισης αυτής της συμπεριφοράς στη συγκεκριμένη αγορά εντοπίζονται στο γεγονός ότι την τελευταία ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος (*cum day*) οι μεγάλοι επενδυτές και οι ειδικοί διαπραγματευτές πωλούν τις μετοχές στην τιμή ζήτησης (*at the bid price*), ενώ μία ημέρα μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος τις αγοράζουν ξανά στην τιμή προσφοράς (*at the asked price*). Αυτό συμβαίνει γιατί, όπως θα δούμε διεξοδικά σε επόμενη ενότητα, ο μέσος επενδυτής αντιμετωπίζει σαν “ενόχληση” τη συλλογή του μερίσματος λόγω γραφειοκρατίας και αποφεύγει να το εισπράξει, αφήνοντας χώρο να δράσουν οι ειδικοί διαπραγματευτές.

Ωστόσο, στο ελληνικό χρηματιστήριο όπου δεν υπάρχουν ειδικοί διαπραγματευτές (*market makers*) και οι συναλλαγές εκτελούνται ηλεκτρονικά, δεν υπάρχει περιθώριο να αναπτυχθεί αυτή η συμπεριφορά στη διαφορά τιμής αγοράς με την τιμή πώλησης (*bid-ask price*). Συνεπώς τα ευρήματα της μελέτης στο Χ.Α. δεν μπορούν να αποδοθούν σε αυτόν τον παράγοντα. Από την ημερομηνία δημοσίευσης του άρθρου και μετά, τα πράγματα έχουν αλλάξει. Συγκεκριμένα, στην Ελλάδα, τα μερίσματα πλέον τα συλλέγουν για τους επενδυτές οι Χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες έχουν εξουσιοδοτηθεί ειδικά για αυτόν τον σκοπό.

Μια διαφορετική εξήγηση για την αφύσικα θετική απόδοση που παρατηρείται κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος, είναι εκείνη που συνδέει το μέγεθος του μερίσματος με το βήμα τιμής (*tick size*). Πιο αναλυτικά, η αγορά έχει συνήθως την τάση να στρογγυλοποιεί το μέρισμα στο κοντινότερο βήμα τιμής προς τα κάτω. Με αυτόν τον τρόπο, η πτώση της τιμής της μετοχής δε μπορεί να ισούται με το πληρωτέο μέρισμα, αντίθετα θα είναι μικρότερη από αυτό, κάτι το οποίο υποδηλώνει μία αφύσικα θετική απόδοση. Αν και αυτή η εξήγηση αφορά χρηματιστήρια που έχουν μικρού μεγέθους βήματα τιμής και μικρά ποσά μερίσματος (διανεμόμενα ανά τρίμηνο), όπως το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, δεν

είναι αρκετή για να δικαιολογήσει τη μη κανονική απόδοση που διαγράφει η τιμή της μετοχής μία ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στο Χ.Α., όπου διανέμονται αρκετά υψηλά ετήσια μερίσματα και υπάρχουν σχετικά χαμηλά βήματα τιμής (Milonas και Travlos, 2001, σελ.10).

Εν κατακλείδι, το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι Milonas και Travlos (2001) είναι η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα. Μέσω των ευρημάτων τους αποκλείουν τόσο την επίδραση της φορολογίας στα μερίσματα - καθώς αυτή δεν υφίσταται -, όσο και την επιρροή μικροοικονομικών παραγόντων, όπως αυτοί έχουν περιγραφεί από προηγούμενες μελέτες.

Σε πολύ πρόσφατο άρθρο του, ο **Dasilas (2007)** εξετάζει τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος καθώς και του όγκου συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Χρησιμοποιεί δείγμα εταιρειών για την περίοδο 2000-2004 και περιλαμβάνει 1156 μερίσματα που διανεμήθηκαν την ίδια περίοδο. Παρατηρεί ότι με βάση τα ευρήματά του δε βρίσκουν εφαρμογή για την ερμηνεία του *ex-dividend day puzzle* ούτε η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας ούτε και αυτή που βασίζεται στην επίδραση μικροοικονομικών παραγόντων (*microstructure effects*). Αντίθετα, υποστηρίζει ότι η θεωρία του *short-term trading* είναι η πλέον κατάλληλη να προσφέρει ικανοποιητικές εξηγήσεις. Ας δούμε πώς οδηγήθηκε στο συμπέρασμα αυτό.

Λαμβάνει υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όπου, όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε άλλο σημείο, το βήμα τιμής είναι σχετικά χαμηλό και η παρουσία ειδικών διαπραγματευτών (*market makers*) είναι περιορισμένη σε πολύ λίγες μετοχές κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον είναι υποχρεωτική η διανομή ενός ελαχίστου μερίσματος στους μετόχους. Σημαντικές αφύσικες θετικές αποδόσεις παρατηρούνται κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Ειδικότερα, τα αποτελέσματα μας φανερώνουν μία θετική απόδοση στην τιμή της μετοχής πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και αρνητική μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Υποδηλώνεται με αυτόν τον τρόπο αγοραστικό ενδιαφέρον από τη μεριά των βραχυπρόθεσμων επενδυτών κατά την περίοδο πριν την αποκοπή του μερίσματος (*cum day*) και έντονες διαθέσεις πώλησης (*selling pressure*) κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος. Όλα αυτά έρχονται σε συμφωνία με τη "*short-term trading hypothesis*". Επιπρόσθετα, διαπιστώνεται ότι οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές στοχεύουν σε αγορά μετοχών εταιρειών με υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλό κόστος συναλλαγών. Από την άλλη μεριά, ο "αφύσικος" όγκος συναλλαγών επικεντρώνεται σε δύο ημέρες, αυτήν

πριν την αποκοπή του μερίσματος (*cum day*) και αυτή μετά την αποκοπή του μερίσματος (*ex-dividend day*), κάτι το οποίο συμφωνεί και με τις προβλέψεις της “*short-term trading hypothesis*”. Τέλος, ο “αφύσικα” μεγάλος όγκος συναλλαγών βρίσκεται ότι συσχετίζεται θετικά με τις μερισματικές αποδόσεις των εταιρειών και αρνητικά με τα έξοδα συναλλαγών.

Συνοψίζοντας, ο Dasilas (2007) επισημαίνει ότι τα παραπάνω αποτελέσματα συμφωνούν και με στοιχεία παλαιότερων εμπειρικών ερευνών από τις Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες αναπτυγμένες χώρες. Για μία ακόμα φορά τονίζει ότι το φαινόμενο της πτώσης της τιμής της μετοχής μετά την αποκοπή του μερίσματος σε ποσό μικρότερο του μερίσματος παρουσιάζεται και στην Ελλάδα παρά τις όποιες ιδιαιτερότητες της Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς και κυρίως της ανυπαρξίας φορολογίας επί των μερισμάτων ή των κεφαλαιακών κερδών. Τα ευρήματα φανερώνουν ότι οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές των εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α. κερδίζουν τόσο από τη μικρότερη πτώση της τιμής κατά τις ημερομηνίες μετά την αποκοπή του μερίσματος όσο και από την αποφυγή της φορολογίας επί των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Με δεδομένα τα σχετικά χαμηλά έξοδα συναλλαγών και χρηματιστηριακών προμηθειών, η Ελλάδα σύμφωνα με τον παραπάνω μελετητή μπορεί να θεωρηθεί ως μία πολύ ελκυστική αγορά για πραγματοποίηση επενδύσεων.

Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΑΠΕΝΑΝΤΙ ΣΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Αξίζει στο σημείο αυτό να αναφερθούμε στον τρόπο με τον οποίο το ελληνικό επενδυτικό κοινό αντιμετωπίζει τα μερίσματα, όπως φαίνεται από τη συμπεριφορά που αναπτύσσει απέναντί τους. Σε αυτήν την προσπάθεια θα αντλήσουμε στοιχεία από το άρθρο των **Maditinos et al. (2007)**. Η ομάδα τους απέστειλε ερωτηματολόγια σε κάθε μία από 150 τυχαία επιλεγμένες εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο ζητώντας τους να τα διανείμουν στους πελάτες τους. Από τα 750 ερωτηματολόγια που εστάλησαν συνολικά, τα 248 επεστράφησαν συμπληρωμένα μέχρι τα τέλη Μαΐου του 2007. Αυτό αποτελεί ικανοποιητικό δείγμα εν συγκρίσει με άλλες έρευνες, όπως οι ίδιοι επισημαίνουν.

Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών εκδηλώνει έντονο ενδιαφέρον για τα μερίσματα. Ένα πολύ μεγάλο ποσοστό από αυτούς δείχνει σαφή προτίμηση για τα μερίσματα που διανέμονται με τη μορφή μετρητών. Μόνο ένα μικρό ποσοστό, πιθανόν οι πλουσιότεροι και τα “πιο μοντέρνα επενδυτικά μυαλά”, έδειξε μια μικρή προτίμηση για μερίσματα με τη μορφή μετοχών, προφανώς από ενδιαφέρον για την αύξηση και επέκταση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου και όχι μόνο για την τρέχουσα ποσότητα μετρητών που κατέχουν.

Το γενικότερο συμπέρασμα που συνάγει κανείς από τα στοιχεία της έρευνας είναι ότι οι Έλληνες ιδιώτες επενδυτές προτιμούν να καταναλώνουν ένα σημαντικό μέρος των μερισμάτων που εισπράττουν. Με άλλα λόγια επενδύουν προκειμένου να κερδίσουν χρήματα τα οποία προορίζουν να χρησιμοποιήσουν άμεσα. Λόγω των ειδικών οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στην Ελλάδα (υψηλές τιμές βασικών καταναλωτικών αγαθών, απογοήτευση από τους χαμηλούς μισθούς και τις συντάξεις), οι Έλληνες μικροεπενδυτές ενδιαφέρονται κυρίως για την αύξηση των μετρητών τους και όχι για την αύξηση των επενδύσεών τους.

Από τη μελέτη των θεωριών περί μερισματικής πολιτικής προκύπτει ότι η θεωρία εκείνη η οποία προσφέρει καταλληλότερη στήριξη στα ευρήματα της έρευνας των παραπάνω συγγραφέων είναι η “*signaling theory*” (Bhattacharya, 1979). Οι Έλληνες επενδυτές φαίνεται να πιστεύουν ότι μία αύξηση ή μείωση στην πληρωμή των μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως “μηχανισμός αποστολής πληροφοριών” (*signaling device*) σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές και τα κέρδη μιας εταιρείας. Όμως, η μελλοντική ανάπτυξη μιας εταιρείας δε στηρίζεται πάντοτε στην ένδειξη των εκάστοτε αυξήσεων ή μειώσεων του επιπέδου των μερισμάτων, για αυτό και συχνά οι επενδυτές οδηγούνται σε λανθασμένες ερμηνείες.

Εις ό,τι αφορά στα μερίσματα που διανέμονται σε μορφή μετοχών η θεωρία που σύμφωνα με τους αρθρογράφους δείχνει να ταιριάζει περισσότερο στη συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών είναι η *behavioural finance theory*. Αυτό συμβαίνει γιατί τείνουν να προτιμούν τα μερίσματα σε μορφή μετοχών από το να μην έχουν καθόλου στην κατοχή τους μερίσματα, ακόμα κι αν με αυτόν τον τρόπο καταφέρνουν μόνο να εισπράττουν στην ουσία δωρεάν μετοχές (*stock splits*). Το γεγονός αυτό δείχνει ότι οι Έλληνες επενδυτές θέλουν χειροπιαστά κέρδη όταν επενδύουν.

H SIGNALING THEORY ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σε πρόσφατο άρθρο τους οι **Asimakopoulos et al. (2007)** διερευνούν την επίδραση της ανακοίνωσης των μερισμάτων στις αποδόσεις της τιμής της μετοχής. Το δείγμα τους αποτελείται από εταιρείες που πληρώνουν το ελάχιστο απαιτούμενο μέρισμα και από εταιρείες που πληρώνουν περισσότερο από το ελάχιστο απαιτούμενο. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, στην Ελλάδα τα μερίσματα απολαμβάνουν ίδιας φορολογικής μεταχείρισης με τα κεφαλαιακά κέρδη. Αυτό που θα πρέπει να προσθέσουμε είναι ότι η εταιρική διακυβέρνηση ελέγχεται σε μεγάλο βαθμό από μεγαλομετόχους και ότι ανήκει στην κατηγορία εκείνη των

χωρών όπου η προστασία των επενδυτών είναι χαμηλή (*civil law countries*, La Porta *et al.*, 2000).

Αυτό που παρατηρούν οι παραπάνω συγγραφείς για την Ελλάδα είναι ότι για τις εταιρείες οι οποίες πληρώνουν υψηλότερο από το ελάχιστο μέρισμα, το ενδεχόμενο μιας απροσδόκητης αύξησης ή μείωσης των μερισμάτων ανά μετοχή θα μπορούσε να εμπεριέχει ένα “σήμα” το οποίο θα μπορούσε να ήταν ηθελημένο ή όχι, ή θα μπορούσε πάλι να προσφέρει λύσεις σε κάποιο πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων. Για τις εταιρείες, από την άλλη, που πληρώνουν το ελάχιστο μέρισμα, κάθε αλλαγή στα μερίσματα είναι πιο συχνά συνδεδεμένη με μία ανάλογη αλλαγή στα κέρδη. Εάν τέτοιες μη αναμενόμενες αλλαγές έχουν ως αποτέλεσμα αφύσικες αποδόσεις, αυτό θα μπορούσε επίσης να αποδοθεί στην ανακοίνωση κερδών. Εφ’ όσον οι εταιρείες που πληρώνουν υψηλότερο από το ελάχιστο επίσης ανακοινώνουν τα κέρδη τους μαζί με τα μερίσματα που διανέμουν, δίνεται μιας πρώτης τάξεως ευκαιρία να δοκιμάσει κανείς την υπόθεση του διαφοροποιημένου περιεχόμενου πληροφοριών που εμπεριέχεται στις αλλαγές μερίσματος σε αντίθεση με τις αλλαγές στα κέρδη.

Ο ισχυρισμός των συγγραφέων είναι ότι το να πληρώνει μία εταιρεία ό,τι απαιτείται από το νόμο θα μπορούσε να είναι είτε ένα υποκινούμενο “σήμα” (*motivated signal*) είτε όχι. Επιπλέον, καθώς οι εξωτερικοί επενδυτές προστατεύονται μέσω της πληρωμής του ελαχίστου μερίσματος, το επιχείρημα της μείωσης της σύγκρουσης συμφερόντων μάλλον δεν μπορεί να βρει εφαρμογή στην Ελλάδα. Συνεπώς, το ερώτημα που τίθεται προς εξέταση είναι ότι καμία θετική ή αρνητική αφύσικη απόδοση δε θα έπρεπε να παρατηρηθεί όταν οι μη αναμενόμενες μερισματικές αλλαγές περιορίζονται από την ελάχιστη απαίτηση.

Αναζητώντας την καταλληλότερη *signaling* θεωρία που ταιριάζει στην ελληνική πραγματικότητα, οι συγγραφείς της παραπάνω ομάδας διαπιστώνουν ότι το μοντέλο που προτείνει ο **Tirole (2006)** είναι το πιο ταιριαστό. Σε αυτό η ανακοίνωση αυξημένου μερίσματος συσχετίζεται με θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής, διότι υποδηλώνει ότι η εταιρεία έχει αρκετά κεφάλαια. Επί της ουσίας, εφ’ όσον μόνον η διοίκηση είναι σε θέση να γνωρίζει το κατά πόσον τα έργα προς επένδυση είναι καλά ή όχι, δε θα δεχθεί να πληρώσει μερίσματα εάν το σχέδιο δεν είναι καλό, διότι θα αναγκαστεί να ζητήσει μετρητά την επόμενη περίοδο. Αντίθετα, θα πληρώσει μερίσματα όταν ξέρει ότι το σχέδιο είναι καλό και ότι θα επιφέρει πολλά κέρδη σε μετρητά. Λαμβάνονται υπ’ όψιν ο ηθικός κίνδυνος και οι επιδράσεις από ασύμμετρα κίνητρα.

Ειδικότερα, το μοντέλο που ανέπτυξαν οι συγγραφείς βασισμένο σε αυτό του Tirole (2006), προβλέπει ότι μία απρόσμενη ανακοίνωση για αύξηση του μερίσματος πάνω από το ελάχιστο υποχρεωτικό επίπεδο θα οδηγήσει σε αρνητική αντίδραση την τιμή της μετοχής, αφού οι επενδυτές θα εκλάβουν το συγκεκριμένο συμβάν αρνητικά θεωρώντας ότι η διοίκηση στάθηκε αδύναμη στην εύρεση καλών επενδυτικών σχεδίων, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα να της περισσέψουν χρήματα. Επιπρόσθετα, το ίδιο μοντέλο που προτείνουν οι παραπάνω μελετητές προβλέπει ότι δεδομένων των υψηλών προσδοκιών των επενδυτών για τις προοπτικές επανεπενδύσεων της εταιρείας, μία ανακοίνωση περί καταβολής του ελαχίστου απαιτούμενου μερίσματος θα έχει λίγο ή καθόλου αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής.

Συνοψίζοντας, σκοπός της εργασίας των παραπάνω είναι η αναζήτηση θεωρητικής στήριξης σχετικά με το περιεχόμενο πληροφόρησης που εμπεριέχεται στις μη αναμενόμενες μεταβολές μερισμάτων (αυξήσεις) σε συσχετισμό με τα χαρακτηριστικά της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και κατόπιν να τεθούν υπό δοκιμασία οι συνέπειες του γεγονότος αυτού. Τα ευρήματά τους πράγματι συμφωνούν με το παραπάνω και επιπλέον παρέχουν εκ πρώτης όψεως στοιχεία που επιβεβαιώνουν ότι ενυπάρχει πληροφοριακό “φορτίο” στα μερίσματα. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπ’ όψιν τον ηθικό κίνδυνο (*moral hazard*) της διοίκησης και το βαθμό αποζημίωσης της βασισμένης στην τρέχουσα αξία των μετοχών (*frontloading*) καθώς και αυτής που βασίζεται στη μελλοντική αξία των μετοχών (*backloading*) όπως περιλαμβάνονται στο διοικητικό σχέδιο αποζημίωσης, το θεωρητικό τους μοντέλο προβλέπει τελικά ότι, με δεδομένα τα κεφάλαια και την ασύμμετρη πληροφόρηση στις προοπτικές επανεπένδυσης, οι μη αναμενόμενες αυξήσεις στα μερίσματα έχουν ως αποτέλεσμα αρνητικές αφύσικες αποδόσεις. Επιπρόσθετα, όσο υψηλότερες είναι οι προσδοκίες των επενδυτών για τις προοπτικές επανεπένδυσης, τόσο λιγότερη είναι η επίδραση στην τιμή της μετοχής όταν οι εταιρείες ανακοινώνουν το ελάχιστο απαιτούμενο μέρισμα. Εν τέλει, τα αποτελέσματά τους αναφορικά με την Ελλάδα υποδηλώνουν ότι όταν οι εταιρείες ανακοινώνουν μερίσματα υψηλότερα από τα υποχρεωτικά και όταν ληφθούν υπ’ όψιν οι μη αναμενόμενες αυξήσεις, τότε υπάρχει αρνητική αντίδραση της τιμής της μετοχής.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παραθέσουμε μία επισκόπηση της σχετικής αρθρογραφίας προσπαθώντας να σχηματίσουμε μία όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένη εικόνα για τη μερισματική πολιτική, τα χαρακτηριστικά που παρουσιάζει στις χρηματαγορές του εξωτερικού και ειδικότερα για το φαινόμενο του *ex-dividend day puzzle*.

Στην πορεία όπως θα δούμε, εντοπίζουμε δύο ομάδες χωρών, αυτές στις οποίες δεν εφαρμόζεται φορολογία επί του μερίσματος, όπως η Ελλάδα, το Χονγκ Κονγκ, και αυτές στις οποίες το μέρισμα υφίσταται φορολόγηση.

Μία επιπλέον διάκριση που θα μπορούσε να γίνει στις χρηματαγορές με βάση τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν, προκειμένου να σκιαγραφήσουμε όσο γίνεται πιο ολοκληρωμένα την εικόνα της μερισματικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο, είναι η εξής: Από τη μία πλευρά έχουμε τις ανεπτυγμένες χρηματαγορές, όπου, όπως έχει παρατηρηθεί, ακολουθούνται σταθερές μερισματικές πολιτικές και η τάση της διοίκησης (*management*) είναι η μερισματική εξομάλυνση (*dividend smoothing*), ενώ από την άλλη έχουμε τις αναδυόμενες αγορές στις οποίες εφαρμόζεται μια πιο ασταθής μερισματική πολιτική (Adaoglu, 2000). Χαρακτηριστικό παράδειγμα της δεύτερης ομάδας, όπως θα δούμε, είναι η Τουρκία .

Στο Παράρτημα Β μπορεί να ανατρέξει κανείς στον Πίνακα, ο οποίος παραθέτει συγκεντρωτικά τα βασικά ευρήματα και συμπεράσματα των μελετητών για τις χώρες που περιλαμβάνει η παρούσα εργασία. Ας δούμε τώρα, αναλυτικότερα, τι συμβαίνει σε κάθε μία χώρα ξεχωριστά.

ΧΟΝΓΚ-ΚΟΝΓΚ

Η αγορά του Χονγκ Κονγκ έχει απασχολήσει αρκετά τους μελετητές καθώς αποτελεί ένα απλό επενδυτικό περιβάλλον, όπου δεν εφαρμόζεται φορολογία ούτε στα μερίσματα ούτε στα κεφαλαιακά κέρδη όσον αφορά στους ιδιώτες. Ωστόσο, όπως είδαμε και στην περίπτωση της Ελλάδας, παρατηρείται το ίδιο φαινόμενο όσον αφορά στη μείωση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Συνεπώς, εμφανίζει τις ιδανικές συνθήκες για έρευνα, ιδιαίτερα εφόσον η φορολογία δε φαίνεται να παίζει ρόλο στη διαμόρφωση του παραπάνω φαινομένου.

Οι **Frank και Jagannathan (1998)** εξετάζουν για την περίοδο Ιανουαρίου 1980 – Δεκεμβρίου 1993 τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στην αγορά του Χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ, όπου εκ των πραγμάτων οι βραχυχρόνιες συναλλαγές αποκλείονται και όπου, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, ούτε τα μερίσματα ούτε και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται. Παρά το γεγονός αυτό, διαπιστώνουν ότι η τιμή της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος πέφτει και μάλιστα σε ποσοστό μικρότερο της μονάδας. Για την ακρίβεια αναφέρουν ότι η πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μόνο το 43% του μερίσματος, οδηγώντας σε απόδοση της τάξεως του 1,33%, εάν οι επενδυτές πουλήσουν μία μέρα πριν (*cum day*) και επαναγοράσουν τις μετοχές τους μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος (*ex dividend day*). Η συγκεκριμένη απόδοση είναι πολύ μεγαλύτερη εν συγκρίσει με την απόδοση της τάξεως του 0,17% που αναφέρουν οι Bali και Hite για τις ΗΠΑ (Kadapakkam, 2000, σελ.2842).

Οι συγγραφείς αποδίδουν το παραπάνω συμβάν στην “ενόχληση”, την απροθυμία περισσότερο, των ιδιωτών επενδυτών να συλλέξουν τα μερίσματά τους λόγω της πολυπλοκότητας της σχετικής διαδικασίας. Πράγματι μέχρι το 1992, οπότε άρχισε η ηλεκτρονική εισαγωγή εντολών, η διαδικασία ήταν εξαιρετικά σύνθετη και χρονοβόρα. Αξίζει να αναφερθούμε σύντομα σε αυτήν. Μία αγορά απαιτούσε τη φυσική παράδοση των πιστοποιητικών της μετοχής μέσα σε μία μέρα. Για να αποκτήσουν μερίσματα οι μέτοχοι έπρεπε να εγγραφούν στην εταιρεία, διαδικασία η οποία θα δέσμευε τα πιστοποιητικά για 21 ημέρες, χωρίς οι επενδυτές να μπορούν να πουλήσουν τους τίτλους, καθώς δεν θα ήταν εφικτή η φυσική παράδοση των τίτλων. Συνεπώς, τα “γυρίσματα” των μετοχών για το “κλείδωμα” των υψηλών αποδόσεων που παρατηρούνται κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος δε θα ήταν δυνατό να πραγματοποιηθούν.

Αναλυτικότερα, η έρευνα των Frank και Jagannathan (1998) επικεντρώνεται σε δεδομένα που αφορούν σε εταιρείες που καταβάλλουν μέρισμα σε μορφή μετρητών. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ συνηθίζουν να πληρώνουν μέρισμα δύο φορές το χρόνο. Οι παραπάνω συγγραφείς θέτουν ως βασικό σκοπό της έρευνάς τους τη μελέτη της συναλλακτικής συμπεριφοράς των επενδυτών κατά τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος. Χωρίζουν το αγοραστικό κοινό σε τέσσερις κατηγορίες traders: *buyers*, *sellers*, *market makers* και *noise traders* και αναλύουν τη συμπεριφορά τους απέναντι στα μερίσματα.

Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει λόγος να αναζητηθούν τα αίτια της πτώσης της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε ποσό μικρότερο του μερίσματος σε επιχειρήματα ορμώμενα από το φορολογικό καθεστώς, όπως συνήθως συμβαίνει προκειμένου να ερμηνευθεί το αντίστοιχο φαινόμενο στις ΗΠΑ. Τάσσονται, επομένως υπέρ της θεωρίας του Kalay (1982) και θεωρούν ότι η ίδια η μικροδομή του χρηματιστηρίου είναι υπεύθυνη για τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών.

Ειδικότερα, δέχονται ως εξήγηση για την πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος το γεγονός ότι οι περισσότερες συναλλαγές τείνουν να πραγματοποιούνται στην τιμή ζήτησης κατά την τελευταία ημερομηνία πριν την αποκοπή του μερίσματος και στην τιμή προσφοράς κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος (*bid-ask bounce effect*). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών των μετοχών κατά μέσο όρο κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος άσχετα από το ύψος του μερίσματος. Φαίνεται, ότι οι ειδικοί διαπραγματευτές επεμβαίνουν για να αποκαταστήσουν αυτήν την ανωμαλία του συστήματος. Όταν αυτό το αποτέλεσμα των μικροδομών ληφθεί υπ' όψιν, τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη αξίζουν το ίδιο στο όριο (Frank και Jagannathan, 1998, σελ.185).

Οι Frank και Jagannathan (1998) τεκμηριώνουν θετικές αποδόσεις κατά τις συναλλαγές της αμέσως επόμενης ημέρας από την αποκοπή του μερίσματος σε ποσοστό 1,3% στο χωρίς φορολόγηση περιβάλλον του Χονγκ Κονγκ. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου που διερεύνησαν (1980-1993) οι συναλλαγές που αποσκοπούσαν σε αποκόμιση κέρδους από arbitrage κατά τις συναλλαγές που πραγματοποιούνταν κοντά στην ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος δεν ήταν δυνατόν να πραγματοποιηθούν λόγω της γραφειοκρατίας και της βραδύτητας του συστήματος. Με άλλα λόγια, εν τη απουσία παραγόντων που σχετίζονται με τη φορολογία, προτείνουν μία εξήγηση που βασίζεται στα κόστη που συνδέονται με την επανεπένδυση των μερισμάτων. Για να αποφύγουν αυτά τα κόστη, οι πωλητές επιδιώκουν να πραγματοποιήσουν τις συναλλαγές τους κατά την ημερομηνία πριν την αποκοπή του μερίσματος, ενώ αντίθετα οι αγοραστές προτιμούν να περιμένουν μέχρι μία ημέρα μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Τέτοιου είδους προτιμήσεις, θα τροφοδοτήσουν την αγορά με πωλήσεις τίτλων ακριβώς πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και θα δημιουργήσουν έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον μία ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος γεγονός που θα οδηγήσει σε θετικές αποδόσεις κατά τις συναλλαγές μία ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος (Kadarakkam, 2000, σελ.2843).

Ο **Kadapakkam** (2000) ενισχύει το παραπάνω επιχειρήμα δείχνοντας ότι μετά την έναρξη της ηλεκτρονικής εισαγωγής των εντολών ο λόγος $\Delta P/D$ κινήθηκε πλησιέστερα στη μονάδα, μειώνοντας σημαντικά τη δυσφορία των επενδυτών να συλλέξουν τα μερίσματά τους. Στα ίδια πλαίσια και για τους ίδιους λόγους συμβαίνουν και τα ακόλουθα: πριν την περίοδο 1992-1993 οι βραχυχρόνιες συναλλαγές που αποσκοπούσαν στην πραγματοποίηση κέρδους από *arbitrage* ήταν ουσιαστικά απαγορευτικές, ενώ μετά την αλλαγή, η οποία επιτρέπει πλέον τέτοιες συναλλαγές, οι αφύσικες αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος υποχώρησαν στο ασήμαντο ποσοστό του 0,17%. Η πτώση αυτή είναι πιο έντονη στις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης, οι οποίες είναι περισσότερο πιθανό να αποτελέσουν πόλο έλξης για τους επενδυτές που κυνηγούν τα μερίσματα (*dividend capture trading*). Τα στοιχεία καταδεικνύουν ως καθοριστικής σημασίας το ρόλο των βραχυχρόνιων επενδυτών στη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές.

Σκοπός της εργασίας του Kadapakkam (2000) είναι να διερευνήσει το ρόλο των βραχυχρόνιων επενδυτών στις χρηματιστηριακές αγορές από μία πιο θετική σκοπιά. Επισημαίνει ότι αποτελούν αντικείμενο διαμάχης της επιστημονικής κοινότητας, καθώς κάποιοι τους βλέπουν θετικά αναγνωρίζοντας τη συμβολή τους στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των αγορών μέσω της συνεχούς αναζήτησης ευκαιριών για κέρδη από *arbitrage*. Αντίθετα, άλλοι τους αντιμετωπίζουν αρνητικά θεωρώντας τους υπεύθυνους για κερδοσκοπία, που οδηγεί σε υπερβολική και εκφυλιστική διακύμανση τις αγοραίες τιμές.

Ο Kadapakkam (2000) επιθυμεί να εξετάσει τον αντίκτυπο της εισαγωγής της ηλεκτρονικής εκκαθάρισης στις αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στο Χονγκ Κονγκ. Το ηλεκτρονικό σύστημα εκκαθάρισης χαμήλωσε τα κόστη που αντιμετώπιζαν οι *arbitrageurs* μέσω του περιορισμού του χρόνου διακράτησης των τίτλων για συναλλαγές γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Τα στοιχεία υποστηρίζουν το επιχειρήμα ότι η χαλάρωση των περιορισμών που αφορούν στους βραχυχρόνιους επενδυτές βελτιώνει την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές.

Εξετάζει την περίοδο 1990-1995 και καταλήγει στις ακόλουθες διαπιστώσεις. Μετά την εισαγωγή του συστήματος της ηλεκτρονικής εκκαθάρισης το 1992, οι επενδυτές που κυνηγούν τα μερίσματα μπορούσαν πλέον να αγοράσουν κατά την τελευταία ημέρα των συναλλαγών πριν την αποκοπή των μερισμάτων και να πουλήσουν κατά την ημέρα ακριβώς μετά την αποκοπή του μερίσματος. Δεδομένης της αύξησης των συναλλαγών με σκοπό την

πραγματοποίηση κερδών από *arbitrage* λόγω των αλλαγών, ο Kadarakkam (2000) επιχειρεί να επανεξετάσει τις αποδόσεις μετά την αποκοπή του μερίσματος. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι θετικές αποδόσεις κατά τις συναλλαγές τις ημέρες μετά την αποκοπή του μερίσματος σχεδόν εξαλείφονται μετά την αλλαγή στο σύστημα. Παρέχουν ισχυρά στοιχεία ότι οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές που επιδιώκουν ευκαιρίες για δημιουργία κερδών από *arbitrage* (κερδοσκοπία) ήταν αυτοί που εξάλειψαν τις επιπλέον αποδόσεις αμέσως μετά τη χαλάρωση των περιορισμών στις συναλλαγές τους. Υπό το νέο τεχνολογικό καθεστώς υπάρχει αυξημένος όγκος συναλλαγών αμέσως πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και όχι μετά, γεγονός το οποίο συνάδει με την ερμηνεία ότι και μόνον η πιθανότητα για δημιουργία κερδών από *arbitrage* (κερδοσκοπία) είναι αρκετή για να εξαλείψει τις πιθανότητες για επίτευξη κέρδους. Σε γενικές γραμμές, το συμπέρασμα του συγγραφέα είναι ότι με τα στοιχεία που προκύπτουν από την έρευνά του ενισχύεται η άποψη ότι τα ρυθμιστικά ή θεσμικά χαρακτηριστικά που εμποδίζουν τις βραχυχρόνιες συναλλαγές θα επηρεάσουν αντίθετα την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των τιμών των χρηματιστηριακών αγορών.

Η.Π.Α. - ΙΑΠΩΝΙΑ

Η Ιαπωνία στο μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας μελετάται σε αντιπαραβολή με τις ΗΠΑ. Με τον τρόπο αυτό, καθώς φαίνεται, γίνονται καλύτερα αντιληπτές οι ομοιότητες και οι διαφορές των δύο ισχυρότερων οικονομιών. Κι εμείς στο κομμάτι αυτό θα αναφερθούμε σε έρευνες που έχουν διεξαχθεί για τις δύο αυτές χώρες δίνοντας έμφαση σε ορισμένες πλευρές τους ανάλογα με τα εκάστοτε ευρήματα των ερευνητών.

Οι **Dewenter και Warther (1998)** σε άρθρο τους συγκρίνουν τις μερισματικές πολιτικές εταιρειών σε ΗΠΑ και Ιαπωνία. Σκοπός τους είναι να εξετάσουν τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις αλλαγές που κατά καιρούς επιβάλλονται στα μερίσματα και στις αποδόσεις των μετοχών καθώς και την απροθυμία των διοικητικών στελεχών (*managers*) να μεταβάλλουν τα μερίσματα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας επιβεβαιώνουν την αρχική υπόθεση, ότι δηλαδή οι Ιαπωνικές εταιρείες, ιδιαίτερα αυτές που είναι μέλη των *keiretsu* ομίλων, χαρακτηρίζονται από λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση και μικρότερη σύγκρουση συμφερόντων (*agency conflicts*) σε σχέση με αυτές των ΗΠΑ και ότι αυτές οι παράμετροι επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική κάθε χώρας.

Ένας επιπλέον λόγος διαφοροποίησης της μερισματικής πολιτικής είναι η διαφορά στην εταιρική διακυβέρνηση μεταξύ των δύο χωρών, αν και στην Ιαπωνία δεν υπάρχει ομοιομορφία. Ας δούμε τι συμβαίνει αναλυτικά. Στην Ιαπωνία, οι εταιρείες διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες: *keiretsu*, ανεξάρτητες και υβριδικές. Ειδικότερα, οι *keiretsu* διαφέρουν αρκετά από τις άλλες, κυρίως τις ανεξάρτητες, ως προς το εύρος και το βάθος των δεσμών που αναπτύσσονται μεταξύ των εταιρειών του ομίλου, οι οποίες φτάνουν να κατέχουν σημαντικό μερίδιο της εγχώριας αγοράς. Χάριν ακριβώς αυτής της ιδιαίτερα στενής σχέσης μεταξύ των εταιρειών στην Ιαπωνία, και κυρίως αυτής μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των επενδυτών, προπαντός στις *keiretsu* εταιρείες, μειώνονται σημαντικά η ασύμμετρη πληροφόρηση και οι συγκρούσεις συμφερόντων σε σύγκριση με τους ομολόγους τους στις ΗΠΑ.

Όσον αφορά στην παράμετρο της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι θεωρίες που κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί (**Bhattacharya, 1979**) για αυτήν υποστηρίζουν ότι τα στελέχη γνωρίζουν περισσότερα από τους επενδυτές για τις προοπτικές της εταιρείας και ότι συνεπώς τα μερίσματα αποκαλύπτουν τέτοιου είδους πληροφορίες στην αγορά. Αυτό συνεπάγεται ότι οι ανακοινώσεις περί μερισματικών αλλαγών θα έπρεπε να είναι θετικά συνδεδεμένες με τις αποδόσεις των μετοχών, διότι ένα υψηλότερο επίπεδο μερίσματος σημαίνει υψηλότερα τρέχοντα ή μελλοντικά κέρδη. Επιπλέον, η ίδια παράμετρος της ασύμμετρης πληροφόρησης βοηθά να κατανοήσουμε καλύτερα την αποδεδειγμένη απροθυμία των στελεχών να μεταβάλλουν τα μερίσματα. Ο Lintner (1956), όπως είδαμε σε άλλο σημείο, πρώτος επεσήμανε ότι τα στελέχη (*managers*) αποφεύγουν από τη μία πλευρά να μειώνουν τα μερίσματα από φόβο μήπως στείλουν αρνητικό μήνυμα στο αγοραστικό κοινό και από την άλλη να τα αυξάνουν από φόβο μήπως μελλοντικά υποχρεωθούν να τα μειώσουν.

Μία επιπλέον διαπίστωση των Dewenter και Warther (1998) είναι ότι τα μοντέλα σχετικά με την ασύμμετρη πληροφόρηση που ισχύουν στις ΗΠΑ δε μπορούν να βρουν εφαρμογή στην Ιαπωνία για δύο κυρίως λόγους. Πρώτον, η συνεχής και ελεύθερη ροή της πληροφορίας που επικρατεί στις Ιαπωνικές εταιρείες μεταξύ των στελεχών και των μετόχων καθιστά κάτι τέτοιο σχεδόν απαγορευτικό. Δεύτερον, οι Ιάπωνες *keiretsu* μέτοχοι έχουν έναν πιο μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα σε σχέση με τους ομολόγους τους στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, εις ό,τι αφορά στη δεύτερη περίπτωση, τα μερίσματα μοιάζουν να προορίζονται για κυκλοφορία μετρητών μεταξύ των εταιρειών των ομίλων λόγω περίσσειας ρευστότητας.

Οι θεωρίες περί σύγκρουσης συμφερόντων (*agency conflicts*), από την άλλη πλευρά, - αξίζει να θυμηθούμε, - επικεντρώνονται στα διαφορετικά κίνητρα των στελεχών και των

μετόχων, καθώς και στο ρόλο των μερισμάτων ως μηχανισμού πειθαρχίας. Διατείνονται ότι με το να μειώνουν το ποσό των ελεύθερων χρηματικών ροών (*free cash flow*), τα μερίσματα πιέζουν τα στελέχη να υποταχθούν στην πειθαρχία που επιβάλλουν οι χρηματιστηριακές αγορές. Οι θεωρίες αυτές προβλέπουν ότι οι ανακοινώσεις περί αλλαγής μερισμάτων θα έπρεπε να είναι θετικά συνδεδεμένες με τις αποδόσεις των μετοχών, διότι ένα υψηλότερο επίπεδο μερίσματος μειώνει την τάση των στελεχών να σπαταλούν ελεύθερες χρηματικές ροές. Όμως, η εφαρμογή των θεωριών αυτών στις Ιαπωνικές εταιρείες είναι πάλι προβληματική λόγω της ύπαρξης άλλων μορφών ελέγχου των στελεχών.

Συνοψίζοντας, τα ευρήματα της έρευνας των Dewenter και Warther (1998) αποδεικνύουν ότι τα χαμηλότερα επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης και σύγκρουσης συμφερόντων στις Ιαπωνικές εταιρείες – και ειδικότερα στις εταιρείες που ανήκουν στους ομίλους *keiretsu* - φανερώνουν ότι τα μερίσματα δε δρουν ούτε ως δείγμα πληροφόρησης ούτε ως μηχανισμός επιβολής πειθαρχίας, και ότι οι Ιάπωνες *managers* δε χρειάζεται να φοβούνται να μεταβάλλουν τα μερίσματα ανταποκρινόμενοι σε αλλαγές στα κέρδη των εταιρειών.

Πράγματι, χρησιμοποιώντας τον τύπο του Lintner που αφορά στην παράμετρο της ταχύτητας προσαρμογής στις αλλαγές των μερισμάτων (*speed-of-adjustment coefficient*) ακολουθώντας την εκδοχή των Fama και Babiak (1968), ανακαλύπτουν ότι οι *keiretsu* εταιρείες προσαρμόζουν -κόβουν ή και παραλείπουν- τα μερίσματά τους πολύ πιο γρήγορα από τις εταιρείες στις ΗΠΑ ή τις ανεξάρτητες εταιρείες της Ιαπωνίας ανταποκρινόμενες στην όποια χαμηλή κερδοφορία. Επιπλέον, οι ανακοινώσεις μερισμάτων των Ιαπωνικών εταιρειών αντιμετωπίζονται με μικρότερες αντιδράσεις της τιμής των μετοχών από ό,τι οι αντίστοιχες ανακοινώσεις των εταιρειών στις ΗΠΑ. Σημαντικό στοιχείο που αφορά στις τελευταίες είναι το εύρημα ότι οι αντιδράσεις της τιμής των μετοχών στις ΗΠΑ είναι στενά συνδεδεμένες με το μέγεθος της αλλαγής στη μερισματική απόδοση της εταιρείας, αλλά στην Ιαπωνία οι αντιδράσεις αυτές δεν είναι με αυτόν τον τρόπο συνδεδεμένες. Τα παραπάνω επαληθεύουν την αρχική διαπίστωση ότι οι διαφορές στην εταιρική διακυβέρνηση μεταξύ των δύο χωρών είναι σημαντικές και έχουν ουσιαστικό ρόλο και λόγο στη διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής.

Οι Kato και Loewenstein (1995) σε δική τους εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής τις ημέρες γύρω από την αποκοπή του μερίσματος στην Ιαπωνία διαπιστώνουν ότι οι τιμές ανεβαίνουν την επόμενη μέρα και ότι οι επιδράσεις της φορολογίας που σχετίζονται με τα μερίσματα είναι δευτερευούσης σημασίας. Αποδίδουν το παράδοξο

αυτό συμβάν στο γεγονός ότι η ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος συμπίπτει με την αρχή του νέου οικονομικού έτους και στο ότι οι θεσμικοί επενδυτές συναλλάσσονται για άλλους λόγους κατά τη περίοδο αποκοπής του μερίσματος.

Αναλυτικότερα, τονίζουν τη διαφορά στα θεσμικά χαρακτηριστικά των Ιαπωνικών αγορών έναντι αυτών της αγοράς των ΗΠΑ και επισημαίνουν ότι για αυτόν ακριβώς το λόγο η έρευνα της Ιαπωνικής αγοράς μπορεί να φωτίσει καλύτερα θέματα όπως η διαμόρφωση της τιμής των μετοχών και ο όγκος συναλλαγών γύρω στις ημερομηνίες αποκοπής του μερίσματος. Αξίζει να αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά της Ιαπωνικής αγοράς διεξοδικότερα. Ένα πρώτο σημείο σύγκρισης με τις ΗΠΑ είναι η διαφορά στο φορολογικό κώδικα. Στην Ιαπωνία δεν υπάρχει φορολογική διάκριση, είτε εμπλακούν οι επενδυτές σε βραχυχρόνιες είτε σε μακροχρόνιες συναλλαγές. Επίσης, η φορολογική μεταρρύθμιση του 1988 από τη μία υπέβαλλε τους ιδιώτες επενδυτές σε φορολόγηση των κεφαλαιακών τους κερδών για πρώτη φορά και από την άλλη περιορίσε σημαντικά τις δραστηριότητες των εταιρειών που απέβλεπαν στην κατοχή μετοχών με σκοπό την είσπραξη του μερίσματος (*dividend capture*). Δεύτερον, τα μέσα με τα οποία η πληροφορία διαχέεται είναι ασυνήθιστα. Για παράδειγμα, δεν απαιτείται ή δε θεωρείται αναμενόμενο από τις Ιαπωνικές εταιρείες να ανακοινώσουν το μέγεθος των μερισμάτων τους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τρίτον, η βιομηχανική διάρθρωση στην Ιαπωνία είναι μοναδική. Οι περισσότερες εταιρείες συνδέονται στενά με μεγάλους ομίλους – όπως ήδη έχουμε αναφέρει - *keiretsu*, και ασχολούνται εκτενώς με διεταιρικές εμπορικές συναλλαγές και ανταποδοτική συναλλαγή μετοχών. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό που εμφανίζει η Ιαπωνική αγορά είναι ότι, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, σημαντικό μέρος των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα γύρω στις ημερομηνίες αποκοπής του μερίσματος δεν παρακινείται από ανησυχίες περί μερίσματος και τις ανάλογες φορολογικές επιδράσεις.

Το δείγμα της έρευνας των Kato και Loewenstein (1995) περιλαμβάνει 1203 εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκιο (TSE) από τον Ιανουάριο του 1981 έως τον Ιούλιο του 1991 και αφορά σε 18.869 ημέρες αποκοπής μερίσματος (*ex-dividend days*). Στην Ιαπωνία, για να εγγραφεί μια εταιρεία στο TSE πρέπει να καταβάλλει ετήσιο μέρισμα αξίας τουλάχιστον 5 γιεν. Άπαξ και εγγραφεί ωστόσο, σχεδόν τίποτα δεν την εμποδίζει από το να κόψει την καταβολή του μερίσματος. Στο παρελθόν πολλά υψηλόβαθμα στελέχη σε Ιαπωνικές εταιρείες έβλεπαν τα μερίσματα σαν κόστος για τον οργανισμό και για αυτόν το λόγο τα μερίσματα συχνά ήταν χαμηλά και παρέμεναν σε χαμηλά επίπεδα ακόμα και όταν οι τιμές των μετοχών ανέβαιναν κατά πολύ. Μόλις πρόσφατα άρχισε να αλλάζει αυτή η στάση,

σε μια προσπάθεια προσέλκυσης των επενδυτών για να αντιμετωπιστεί η μείωση του όγκου συναλλαγών.

Στις ΗΠΑ οι εταιρείες καταβάλλουν μερίσματα ανά τρίμηνο. Αντίθετα, στην Ιαπωνία οι εταιρείες διανέμουν μέρισμα μία ή και δύο φορές το χρόνο σε ποσοστά που σημειώνουν άνοδο όσο απομακρυνόμαστε από το 1981 και πλησιάζουμε το 1991. Αξίζει να υπογραμμίσουμε ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των εταιρειών στην Ιαπωνία και αυτό έχει να κάνει με την επιλογή να πληρώνουν μέρισμα στα τέλη του οικονομικού έτους, το οποίο συνήθως είναι το Μάρτιο. Πράγματι, σημειώνεται δυσανάλογα μεγάλος αριθμός ημερομηνιών αποκοπής μερίσματος (*ex-dividend days*) το Μάρτιο και το Σεπτέμβριο (για τις εταιρείες που πληρώνουν μέρισμα και δεύτερη φορά). Τα συνηθισμένα μέσα μέτρησης της “έντασης” του μερίσματος (*dividend intensity*) είναι η μερισματική απόδοση και ο λόγος διανομής των κερδών. Οι συγγραφείς ωστόσο προτείνουν ότι χρειάζεται η χρήση εναλλακτικών μέσων μέτρησης της “έντασης” του μερίσματος τα οποία δε θα λαμβάνουν υπ’ όψιν τα επίπεδα τιμών των μετοχών λόγω της συνεχούς αύξησης στις τιμές των μετοχών στη διάρκεια της δεκαετίας του 1980.

Οι Kato και Loewenstein (1995) αποκαλύπτουν την επίδραση ενός φαινομένου στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής, το οποίο ονομάζουν *end-of-the-fiscal-year effect*. Ας δούμε πώς οδηγήθηκαν σε αυτό το συμπέρασμα. Διαπίστωσαν ότι οι τιμές των μετοχών γύρω από τις ημερομηνίες αποκοπής του μερίσματος εμφανίζεται να επηρεάζονται από κάποιον άλλο παράγοντα ο οποίος δε σχετίζεται άμεσα με τα μερίσματα. Μελέτησαν τη συμπεριφορά δείγματος μετοχών που δε δίνουν μέρισμα στο τέλος του οικονομικού έτους. Παρατήρησαν ότι δεν υπάρχουν διαφορές σε σύγκριση με τη συμπεριφορά αυτών που δίνουν μέρισμα στο τέλος του χρόνου. Επιπλέον, βλέπουν ότι σημειώνονται θετικές και σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την πρώτη μέρα έναρξης του νέου οικονομικού έτους (περίπου 1%), σε αντίθεση με τις αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις που παρατηρούνται τις τελευταίες ημέρες του οικονομικού έτους. Το συγκεκριμένο μοντέλο συμπεριφοράς της τιμής των μετοχών έρχεται σε σύμπλευση με την τάση της υπερβάλλουσας προσφοράς τίτλων (*selling pressure*) πριν το τέλος του οικονομικού έτους και της υπερβάλλουσας ζήτησης τίτλων (*buying pressure*) την πρώτη ημέρα καταγραφής του νέου οικονομικού έτους ανεξάρτητα από προβληματισμούς που σχετίζονται με τα μερίσματα.

Πράγματι, θεωρούν προσωπική τους καινοτομία τον εντοπισμό της επίδρασης του τέλους του οικονομικού έτους (*fiscal-year-end effect*) στην Ιαπωνία. Επιπλέον, παρουσιάζουν στοιχεία σύμφωνα με τα οποία αποτελέσματα που σε άλλη περίπτωση θα άφηναν πολλά

ερωτηματικά είναι σε θέση να ερμηνευθούν από τη χειραγώγηση των τιμών γύρω από το τέλος του οικονομικού έτους προκειμένου να αποκομιστούν φορολογικά ή άλλα οφέλη. Βρίσκουν ότι ο όγκος των συναλλαγών είναι υψηλότερος προς το τέλος του οικονομικού έτους. Γεγονός το οποίο απαντάται κυρίως στην περίοδο πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1988. Αυτό, σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση, δηλώνει την ύπαρξη δραστηριοτήτων από επενδυτές που επιδιώκουν να εμπλακούν σε συναλλαγές μία ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος προκειμένου να συλλέξουν το μέρισμα την επομένη. Εξάλλου, η διάρθρωση της βιομηχανίας στην Ιαπωνία μοναδική παγκοσμίως, αποτελεί πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη τέτοιων δραστηριοτήτων ιδιαίτερα προς το τέλος του οικονομικού έτους.

Κάτι που επίσης διαφαίνεται στα αποτελέσματα της έρευνάς τους είναι η τάση οι εταιρείες να “ξεφορτώνονται” μετοχές χαμηλής εμπορευσιμότητας πριν το τέλος του οικονομικού έτους και να τις επαναγοράζουν κατόπιν για φορολογικούς λόγους που αφορούν στη λήξη του οικονομικού έτους ή “καλλωπισμό χαρτοφυλακίου” (*window dressing*). Συνεπώς, αφήνονται αιχμές για χειραγώγηση των τιμών, κάτι το οποίο δεν αποτελεί έκπληξη για τους συγγραφείς ακριβώς λόγω των ιδιομορφιών που παρουσιάζουν οι εταιρείες στην Ιαπωνική αγορά. Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, οι στενές σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των εταιρειών στους *keiretsu* ομίλους, οδηγούν σε πρακτικές που αποβλέπουν στη διασφάλιση των συμφερόντων των εταιρειών του ομίλου είτε μέσω χειραγώγησης των τιμών των μετοχών, που αποδεικνύεται αμοιβαία ωφέλιμη, είτε τουλάχιστον μέσω εκμετάλλευσης της χρονικής στιγμής για πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών ή απωλειών, καθώς επίσης και μέσω απόπειρας διακράτησης μερισμάτων για επίτευξη κεφαλαιακών κερδών. Επιπλέον, η απουσία διαπραγματευτών (*dealers*) και μηχανισμών συναλλαγής στην Ιαπωνική Χρηματιστηριακή αγορά επιτρέπει τέτοιου είδους σταυροειδείς συναλλαγές, ειδικότερα σε μετοχές χαμηλής εμπορευσιμότητας.

Συνοψίζοντας, από τα συμπεράσματα των παραπάνω συγγραφέων διαπιστώνουμε αρχικά ότι η διαστρωματική ποικιλία των δεδομένων έρχεται σε συμφωνία με τη φορολογική επίδραση που σχετίζεται με το μέρισμα. Παρόλα αυτά είναι σαφές ότι κάτι τέτοιο είναι δευτερεύον στην Ιαπωνική αγορά. Η εγγύτητα των ημερών αποκοπής του μερίσματος προς το τέλος του οικονομικού έτους και όχι τα μερίσματα από μόνα τους είναι από ό,τι φαίνεται ο παράγων κλειδί, ο οποίος διαμορφώνει τις αποδόσεις γύρω από την εξεταζόμενη περίοδο. Αυτό όπως υπογραμμίσαμε καλούν το φαινόμενο της επίδρασης του τέλους του οικονομικού έτους (*end- of- the- fiscal- year effect*).

ΚΑΝΑΔΑΣ

Οι **Booth και Johnston (1984)**, σε ένα άρθρο που απετέλεσε τη βάση πάνω στην οποία στηρίχθηκαν μεταγενέστεροι μελετητές του Καναδά, επιχείρησαν να καθορίσουν το φορολογικό συντελεστή του οριακού επενδυτή στον Καναδά. Πιο αναλυτικά, μελέτησαν το $\Delta P/D$ τεσσάρων φορολογικών υποπεριόδων μεταξύ του διαστήματος 1970-1980, επεξεργάζονταν την ανάλυση των Elton και Gruber (1970) - ούτως ώστε να βρίσκει εφαρμογή σε μια πιο κατανοητή και εκσυγχρονισμένη Καναδέζικη βάση δεδομένων, - προχώρησαν σε διάκριση των *tax clientele* υποθέσεων βασισμένοι στην αντίθεση μεταξύ πραγματοποιημένων και μη κεφαλαιακών κερδών, επίσης σε διάκριση μεταξύ θεσμικών και μη εταιρικών επαγγελματικών βραχυχρόνιων συναλλαγών και τέλος εξέτασαν το ενδεχόμενο επίδρασης στη διαμόρφωση του λόγου $\Delta P/D$ της φορολόγησης των μερισμάτων και της ύπαρξης τοπικών εθνικών πελατειών.

Το κεντρικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι ότι με βάση τα στοιχεία τα οποία βρήκαν ο λόγος $\Delta P/D$ είναι σημαντικά μικρότερος της μονάδας. Σε αντίθεση με τους Elton και Gruber (1970) δε θεωρούν υπεύθυνο για το φαινόμενο τον παράγοντα του *tax clientele effect*.

Επιμέρους συμπεράσματα τα οποία συνήγαν είναι τα εξής:

- α) Ο λόγος $\Delta P/D$ είναι σημαντικά διαφορετικός από το μηδέν ή τη μονάδα. Το γεγονός αυτό συμφωνεί με μία προτίμηση για εισόδημα που προέρχεται από κεφαλαιακά κέρδη αντί για μερίσματα.
- β) Η ανταπόκριση του λόγου $\Delta P/D$ στις φορολογικές αλλαγές έρχεται σε συμφωνία με την εικόνα του οριακού επενδυτή ως ατόμου που ανήκει σε ομάδα που τυγχάνει προνομιακής μεταχείρισης στη φορολογία των κεφαλαιακών κερδών.
- γ) Υπό την ύπαρξη σημαντικών εξόδων συναλλαγών, τα δεδομένα της έρευνας απορρίπτουν την επίδραση του ρόλου της φορολογίας και αυτήν των βραχυχρόνιων συναλλαγών των θεσμικών επενδυτών στη διαμόρφωση του λόγου $\Delta P/D$.
- δ) Ο λόγος $\Delta P/D$ δεν παρέχει πολλά στοιχεία προς υποστήριξη της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας των μερισμάτων στη διαμόρφωσή του. Αυτό μπορεί να οδηγήσει στη θεωρία ότι οι συναλλαγές κατά την ημερομηνία μετά

την αποκοπή του μερίσματος πραγματοποιούνται από πλούσιους εκλεπτυσμένους επενδυτές.

Στο πολύ διαφωτιστικό για τα τεκταινόμενα στον Καναδά άρθρο των **Dutta, Jog, και Saadi (2004)** επιχειρείται από τους συγγραφείς να αποδείξουν ότι οι συνδυασμένες επιδράσεις της φορολογίας και των βραχυχρόνιων συναλλαγών, δρώντας συμπληρωματικά, μπορούν να εξηγήσουν το φαινόμενο της συμπεριφοράς της πτώσης της τιμής της μετοχής σε ποσοστό λιγότερο του μερίσματος μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Σκοπός της έρευνάς τους είναι η μελέτη της συμπεριφοράς της τιμής μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Τορόντο, που έδωσαν μέρισμα για την περίοδο 1996-2003. Διαπιστώνουν ότι το διάστημα 1996-1999 το εισόδημα από μερίσματα απολάμβανε προνομιακής φορολογικής μεταχείρισης σε βάρος των κεφαλαιακών κερδών. Αντίθετα, το διάστημα 2000-2003 τα κεφαλαιακά κέρδη άρχισαν να έχουν ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση.

Η μελέτη τους στρέφεται γύρω από τη διερεύνηση δύο βασικών υποθέσεων με τρία υποερωτήματα η πρώτη και δύο η δεύτερη. Η πρώτη υπόθεση επικεντρώνεται στη μελέτη του λόγου $\Delta P/D$ (πτώση της τιμής ως προς το μέρισμα), καθώς οι συγγραφείς παρατηρούν ότι το μεγαλύτερο μέρος της επιστημονικής έρευνας εκεί στηρίζεται για να ερμηνεύσει τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Έτσι λοιπόν διατυπώνουν τις ακόλουθες υποθέσεις:

- Το πρώτο υποερώτημα εξετάζει το εξής : (1a, σελ. 8) “Η τιμή της μετοχής που πληρώνει μέρισμα θα πέσει μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος, και η πτώση θα αυξηθεί ανάλογα με την απόδοση του μερίσματος”.
- Το δεύτερο υποερώτημα ερευνά την παρουσία βραχυχρόνιων συναλλαγών γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και της εύλογης σχέσης κατά την οποία ο λόγος $\Delta P/D$ είναι μικρότερος της μονάδας. Η διατύπωσή του είναι η ακόλουθη: (1b σελ.8) “Ο λόγος $\Delta P/D$ μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος διέπεται από την επιρροή της φορολογίας και κατευθύνεται από τις συναλλαγές των βραχυχρόνιων επενδυτών”.
- Το τρίτο υποερώτημα διατυπώνεται ακολούθως: “Οι βραχυχρόνιοι επενδυτές ενδιαφέρονται πιο πολύ για μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση αλλά είναι απίθανο να τους βρούμε να συναλλάσσονται στην κατηγορία μετοχών με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση”.

Ας δούμε σε τι συμπεράσματα τους οδηγεί η διερεύνηση των ερωτημάτων της πρώτης υπόθεσης. Εις ό,τι αφορά στο πρώτο υποερώτημα, η αρχική υπόθεση επιβεβαιώνεται. Αποδεικνύεται δηλαδή ότι οι μετοχές στο Καναδέζικο χρηματιστήριο συμπεριφέρονται λογικά γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, καθώς η τιμή της μετοχής πέφτει εκείνη την ημέρα, και η πτώση είναι πιο έντονη για τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Εις ό,τι αφορά στο δεύτερο υποερώτημα τα στοιχεία καταδεικνύουν ότι ο λόγος $\Delta P/D$ είναι συνεχώς μικρότερος της μονάδας για κάθε χρόνο και αυτή η συμπεριφορά καθορίζεται από το φορολογικό συντελεστή των μερισμάτων καθώς και από βραχυχρόνιες συναλλαγές. Το οποίο συνάδει με ευρήματα των Bauer *et al.* (2006, σελ.13) που αναφέρουν ότι ο λόγος $\Delta P/D$ είναι μικρότερος της μονάδας κατά την περίοδο 1986-1999, ανεξάρτητα από τη φορολογική μεταχείριση της οποίας τυγχάνουν τα εισοδήματα από μερίσματα ή από κεφαλαιακά κέρδη.

Αξίζει να δούμε λίγο πιο αναλυτικά το συγκεκριμένο κομμάτι καθώς θυμίζει αρκετά τα ευρήματα των Kato και Loewenstein (1995) για τους βραχυχρόνιους επενδυτές στην Ιαπωνία. Όπως ήδη αναφέραμε στον Καναδά υπήρχε φορολογική διάκριση υπέρ των μερισμάτων από το 1996-1999. Η οποία ανετράπη κατά τα επόμενα χρόνια από το 2000 έως το 2003 υπέρ των κεφαλαιακών κερδών. Απόρροια αυτής της συμπεριφοράς είναι το εύρημα των συγγραφέων ότι η απόδοση πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος είναι αφύσικα θετική και ότι η απόδοση μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος είναι αφύσικα αρνητική (Dutta *et al.*, 2004, σελ.15). Αυτό υποδηλώνει έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και μεγάλη προσφορά τίτλων μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, γεγονός το οποίο υπονοεί ότι οι βραχυχρόνιοι επενδυτές αγοράζουν τις μετοχές πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και τις πωλούν μία μέρα μετά. Αυτό το οποίο εν τέλει διαπιστώνουν οι συγγραφείς είναι ότι από όποια οπτική κι αν εξεταστεί το θέμα, είτε αυτή του *clientele effect* όπως το εκφράζουν οι Elton και Gruber (1970), δηλαδή από την πλευρά των μακροχρόνιων επενδυτών, είτε από την οπτική των βραχυχρόνιων επενδυτών, ο λόγος $\Delta P/D$ θα έπρεπε να αυξάνει καθώς ο φόρος επί των εισοδημάτων που προέρχονται από μερίσματα μειώνεται. Όλα τα παραπάνω επιβεβαιώνουν την υπόθεση του δεύτερου υποερωτήματος.

Το τρίτο υποερώτημα διερευνά περαιτέρω τους παράγοντες που ενθαρρύνουν τις βραχυχρόνιες συναλλαγές. Επισημαίνεται ότι καθοριστικό ρόλο παίζουν οι συναλλαγές εκείνες που επιδιώκουν την αποκόμιση κέρδους μέσω *arbitrage* ή την είσπραξη μερισμάτων

(*dividend capturing*). Και στις δύο περιπτώσεις οι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση προτιμώνται καθώς δημιουργούν ευκαιρίες για κερδοσκοπία, όσον αφορά στην πτώση της τιμής, και παρέχουν έτσι μεγαλύτερο εισόδημα από μερίσματα. Ωστόσο, όπως αποδεικνύεται από τα στοιχεία της έρευνας, λόγω του εισοδήματος του προερχόμενου από μερίσματα και της φορολογικής υποχρέωσης των χαμηλών εισοδημάτων, μετοχές πολύ υψηλής μερισματικής απόδοσης είναι πιο πιθανό να είναι στην κατοχή εταιρειών και ιδιωτών μακροχρόνιων επενδυτών με οριακούς φορολογικούς συντελεστές. Συνεπώς, δεν συναντάμε συναλλαγές από τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές σε αυτή την ομάδα μετοχών που είναι υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Η δεύτερη υπόθεση (Dutta *et al.*, 2004, σελ.9) στρέφεται γύρω από την αφύσικη απόδοση μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος.

- Το πρώτο υποερώτημα εκφράζεται ως εξής: “Η αφύσικη απόδοση μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα είναι θετική και μικρότερη της μερισματικής απόδοσης”.
- Το δεύτερο υποερώτημα εξετάζει τον ισχυρισμό ότι “η αφύσικη απόδοση μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος θα είναι υψηλότερη για τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης”.

Συνοψίζοντας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η έρευνα των Dutta *et al.* (2004) αποδεικνύει ότι υπάρχει σημαντικά αφύσικη απόδοση κατά την ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος, η οποία είναι μικρότερη της μερισματικής απόδοσης και ότι η μερισματική απόδοση έχει θετική και σημαντική σχέση με την αφύσικη απόδοση κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος. Τα παραπάνω προσφέρουν επιχειρήματα που επιβεβαιώνουν και τη δεύτερη υπόθεση. Εν τέλει, όπως υποστηρίζουν οι συγγραφείς, όλα τα ευρήματα συντείνουν στην ενίσχυση της άποψής τους ότι οι συνδυασμένες επιδράσεις της φορολογίας και των βραχυχρόνιων συναλλαγών μπορούν να συμβάλλουν στην ερμηνεία του φαινομένου της πτώσης της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στον Καναδά.

Σε παρόμοιες γραμμές με τους Dutta *et al.* (2004), οι Bauer *et al.*, (2006) σε άρθρο τους εξετάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος στο χρηματιστήριο του Καναδά και διερευνούν το ρόλο που ενδεχομένως παίζουν κάθε μία από τις υποθέσεις που κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί για την ερμηνεία του φαινομένου *ex-dividend*. Σε αντίθεση όμως με τους πρώτους, οι Bauer *et al.* (2006) απορρίπτουν ως μη επαρκείς τις εξηγήσεις που προσφέρουν τόσο η φορολογία όσο και το

“βήμα τιμής” (*tick size*) για το εν λόγω φαινόμενο. Καταλήγουν στον εντοπισμό μερικών μόνο στοιχείων που αποδεικνύουν ότι οι βραχυχρόνιες συναλλαγές μπορεί να είναι ο παράγων κλειδί στο υπό εξέταση ζήτημα. Οι ίδιοι μάλιστα αφήνουν εμμέσως μερικές αιχμές εναντίον των Dutta *et al.* (2004) θεωρώντας ότι η έρευνά τους δεν είναι τόσο πλήρης, καθώς ούτε το δείγμα της υπό εξέταση περιόδου είναι το ίδιο σε εύρος χρόνου ούτε επιχειρούν να διερευνήσουν το ρόλο των μικροοικονομικών παραγόντων.

Αναλυτικότερα, οι Bauer *et al.* (2006) εξετάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών που έδωσαν μέρισμα κατά την περίοδο από την 1^η Μαρτίου 1977 μέχρι και την 31^η Δεκεμβρίου 2000. Αρχικά αναζητούν το μερίδιο ευθύνης της φορολογίας και του *clientele effect* όπως έχει προωθηθεί από μία σειρά επιστημόνων με προεξάρχοντες τους Elton και Gruber (1970). Τα ευρήματά τους αποκλείουν κάτι τέτοιο γιατί όπως οι ίδιοι διατυπώνουν “εάν η επίδραση της φορολογίας ήταν παρούσα τότε θα έπρεπε να δούμε τις τιμές των μετοχών μετά τη διανομή του μερίσματος να πέφτουν κατά πολύ περισσότερο από το μέρισμα κατά τα χρόνια εκείνα (δεκαετία του 1990) όπου τα μερίσματα τύγχαναν προνομιακής μεταχείρισης σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη” (σελ.9). Για την ακρίβεια θα έπρεπε να βρουν ένα λόγο $\Delta P/D$ μεγαλύτερο της μονάδας για το χρονικό διάστημα που τα μερίσματα τύγχαναν προνομιακότερης φορολογικής μεταχείρισης. Αντί αυτού βρίσκουν ότι αυτό ο λόγος είναι 0,415 για το σύνολο του δείγματος. Εφόσον δεν υφίσταται επιρροή για λόγους φορολογίας δεν υφίσταται και *clientele effect*.

Στη συνέχεια, αναλύουν τις τυχόν επιδράσεις του ελαχίστου βήματος τιμής (Bali και Hite, 1998). Επισημαίνουν ότι την 5^η Απριλίου του 1995, στις κεφαλαιαγορές του Καναδά έλαβε χώρα δεκαδικοποίηση των τιμών και ταυτόχρονα μείωση του ελαχίστου βήματος τιμής για όλες τις μετοχές. Εάν το βήμα τιμής είναι σημαντικό για τη διαμόρφωση του *ex-dividend* φαινομένου θα έπρεπε να φανεί στην ανάλυση πριν και μετά την αλλαγή, κάτι το οποίο δε συμβαίνει. Επιπλέον, το μοντέλο των Bali και Hite (1998) προϋποθέτει μία σαφή προτίμηση υπέρ των κεφαλαιακών κερδών σε σχέση με τα μερίσματα διαφορετικά το μοντέλο δε βρίσκει ισορροπία ή υπάρχει περίπτωση η πτώση της τιμής να ξεπερνά το μέρισμα. Κάτι τέτοιο όμως δε βρίσκει εφαρμογή στις περιπτώσεις εκείνες που το φορολογικό καθεστώς ευνοεί τα μερίσματα, όπως συνέβη στον Καναδά τη δεκαετία του 1990.

Επομένως, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι με βάση τα στοιχεία της έρευνάς τους υπάρχει έδαφος για να στηριχθεί μερικώς η θεωρία των βραχυχρόνιων συναλλαγών. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης και μεγάλης ρευστότητας είναι πιο πιθανό να ελκύουν τους περισσότερους κερδοσκόπους. Γι’ αυτόν το

λόγο τέτοιου είδους μετοχές θα έπρεπε να έχουν μικρότερες αποδόσεις κατά την ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος και υψηλότερο αφύσικο όγκο τις ημέρες γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Γενικά αφήνεται περιθώριο δράσης για τους κερδοσκόπους δεδομένης της μείωσης των εξόδων συναλλαγής σε συνδυασμό με τη μείωση του βήματος τιμής, το οποίο οδηγεί σε αύξηση της κερδοσκοπίας που συνδέεται με την αγοραπωλησία μετοχών με χαμηλότερη μερισματική απόδοση, δηλαδή εκείνων των μετοχών που πιθανώς να μη φαίνονταν ελκυστικές στους κερδοσκόπους κατά την περίοδο πριν τη δεκαδικοποίηση.

Ένα επιπρόσθετο επιχείρημα υπέρ των βραχυχρόνιων συναλλαγών που διατυπώνεται από τους Frank και Jagannathan (1998) υποστηρίζει ότι εάν το θέμα του βήματος τιμής επηρεάζει τις συναλλαγές, ο όγκος συναλλαγών θα έπρεπε να υποχωρήσει περισσότερο όταν η μετοχή διαπραγματεύεται αμέσως μετά την αποκοπή του μερίσματος εν συγκρίσει με τον όγκο συναλλαγών που παρατηρείται την αμέσως προηγούμενη περίοδο (*cum-dividend period*). Συνολικά, ο όγκος συναλλαγών επιδεικνύει αυτή τη συμπεριφορά με μία σταδιακά αφύσικη αύξησή του μέχρι την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, ακολουθούμενη από μία αφύσικη πτώση μία ημέρα μετά και μετά πάλι μία σταδιακή αφύσικη αύξηση κατά την περίοδο αμέσως μετά την αποκοπή του μερίσματος. Αυτό το μοτίβο εμφανίζεται στον Καναδά τόσο στην περίοδο πριν όσο και μετά τη δεκαδικοποίηση, αν και η επίδραση είναι πιο έντονη την περίοδο πριν επειδή το βήμα τιμής είναι μεγαλύτερο.

KINA

Αρκετά κατατοπιστική εικόνα για τη μερισματική πολιτική της Κίνας μας δίνεται μέσα από το άρθρο των **Milonas, Travlos, Xiao και Tan (2006)**. Ας δούμε, όμως, πρώτα αναλυτικά τα χαρακτηριστικά της. Η σύγχρονη Κινέζικη χρηματαγορά άρχισε να δραστηριοποιείται σχετικά πρόσφατα, το 1991, με την ίδρυση του Χρηματιστηρίου της Σαγκάης (SHSE) και του Χρηματιστηρίου του Shenzhen (SZSE). Οι δύο αγορές συνδυασμένες μεγάλωσαν και έφτασαν να περιλαμβάνουν περισσότερες από 1.160 εισηγμένες εταιρείες, 521,8 δισεκατομμύρια μετοχικού κεφαλαίου και συνολική κεφαλαιοποίηση του ποσού της τάξεως του 45% του Α.Ε.Π. της Κίνας στα τέλη του 2001. Επιπλέον, από ένα μικρό αριθμό ανεξάρτητων τοπικών κέντρων συναλλαγής που ήταν αρχικά, η Κινέζικη κεφαλαιαγορά εξελίχθηκε σε ένα δίκτυο εθνικής εμβέλειας το οποίο επιτρέπει ηλεκτρονικές συναλλαγές, ηλεκτρονική εκκαθάριση τίτλων, συμμετοχή σε δημόσιες εγγραφές, φύλαξη των μετοχών και διάχυση πληροφοριών. Από τον Απρίλιο του 1998, ανατέθηκαν στην Κινεζική Επιτροπή ρύθμισης των μετοχών αρμοδιότητες ρυθμιστικές,

εποπτείας των εταιρειών και επιβολής των κανόνων ασφαλείας, κάτι το οποίο την καθιέρωσε ως το μοναδικό όργανο ρύθμισης του καθεστώτος λειτουργίας των χρεογράφων.

Δύο τύποι μετοχών επιτρέπεται να διαπραγματεύονται στα δύο χρηματιστήρια:

- Οι μετοχές A, οι οποίες εκδίδονται σε εγχώριους ιδιώτες επενδυτές και των οποίων η αξία υπολογίζεται και καταβάλλεται σε κινέζικο νόμισμα.
- Οι μετοχές B, οι οποίες εκδίδονται σε υπερπόντιους επενδυτές συμπεριλαμβανομένων Κινέζων στην αλλοδαπή και των οποίων η αξία υπολογίζεται σε Renminbi σε ονομαστική αξία του RMB1, αλλά καταβάλλονται σε ξένο νόμισμα.

Ένα κύριο χαρακτηριστικό της Κινεζικής χρηματαγοράς είναι ότι ένα μεγάλο μέρος των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών δεν είναι προς διαπραγμάτευση.

Ένα επιπλέον στοιχείο που αξίζει να σημειώσουμε σχετίζεται με τη φορολογία και είναι το εξής: Από το 1991 το μέρισμα που καταβάλλεται στους ιδιώτες επενδυτές σε μορφή μετρητών και προέρχεται από τις μετοχές τύπου A δε φορολογείται αν είναι μικρότερο από τον τόκο που θα κέρδιζαν οι ανωτέρω από αυτόν που υπολογίζεται επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Ωστόσο, εάν το μέρισμα σε μορφή μετρητών είναι μεγαλύτερο από το ποσό που υπολογίζεται με τον παραπάνω τρόπο, τότε υπάρχει ένας φόρος που υπολογίζεται με την εφαρμογή σταθερού φορολογικού συντελεστή (20%) επί της υπερβάλλουσας αξίας του μερίσματος με τη μορφή μετρητών πάνω στο επιτόκιο καταθέσεων ενός έτους επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής (RMB1). Παρόλα αυτά υπάρχουν μερικές φοροαπαλλαγές που εφαρμόζονται στους μετόχους και οι οποίες μειώνουν τον πραγματικό φορολογικό συντελεστή τους σε ποσοστό μικρότερο του 20%. Επιπλέον, δεν υφίσταται φόρος στα μερίσματα που διανέμονται με τη μορφή μετοχών καθώς και στα κεφαλαιακά κέρδη.

Όσον αφορά στα μερίσματα, υπάρχουν σε τρεις μορφές: μερίσματα που διανέμονται με τη μορφή μετρητών (*cash dividend*), μερίσματα που διανέμονται με τη μορφή μετοχών (*stock dividend*) και ένας συνδυασμός των δύο. Το να καταβάλλονται τα μερίσματα στη μία ή την άλλη μορφή δεν είναι υποχρεωτικό για τις εισηγμένες εταιρείες. Ορισμένες συνηθισμένες πρακτικές που εντόπισαν οι παραπάνω συγγραφείς είναι και οι ακόλουθες:

- Κάθε χρόνο η πλειοψηφία των κερδοφόρων εισηγμένων εταιρειών διανέμει μερίσματα στους μετόχους.

- Πολύ λίγες κερδοφόρες εταιρείες διατηρούν μία σταθερή μερισματική πολιτική με την πάροδο των χρόνων.
- Οι περισσότερες εταιρείες πληρώνουν το μέρισμα το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του χρόνου, κάποιες πάλι το τέταρτο ή το επόμενο πρώτο τρίμηνο.
- Ελάχιστες εταιρείες διανέμουν μέρισμα δύο φορές το χρόνο, και
- Μία πλειοψηφία των εταιρειών επιλέγει να διανείμει μέρισμα με τη μορφή μετοχών αντί για μερίσματα σε μετρητά στην αγορά μετοχών τύπου Α.

Σκοπός της έρευνας των Milonas *et al.* (2006) είναι η μελέτη της επίδρασης της φορολογίας στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στην Κινέζικη χρηματαγορά έχοντας ταυτόχρονα από την άλλη πλευρά ως δεδομένες και αμετάβλητες τις μικροοικονομικές επιδράσεις. Ο λόγος για τον οποίο επελέγη η συγκεκριμένη χώρα είναι επειδή τα μερίσματα εκεί μπορεί να φορολογούνται ή όχι, κάτι το οποίο εξαρτάται από το μέγεθος τους σε σχέση με το εισόδημα που μπορεί να αποκτηθεί αν εφαρμοστεί το ετήσιο επιτόκιο στην ονομαστική αξία της εκάστοτε μετοχής.

Σε ακολουθία με τη θεωρία για τον καταλυτικό ρόλο της φορολογίας, τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας για τις μετοχές που δεν υπόκεινται σε φορολογία δείχνουν ότι η τιμή τους μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος πέφτει κατά ένα ποσοστό ίσο του μερίσματος που πληρώθηκε και ανεξάρτητα από τη μερισματική απόδοση. Όμως, στο δείγμα των μετοχών που φορολογούνται τα στοιχεία δείχνουν ότι υπάρχει διαφοροποίηση που ποικίλλει ανάλογα με το φορολογικό συντελεστή που εφαρμόζεται στο εισόδημα το προερχόμενο από τα μερίσματα. Συγκεκριμένα, καθώς οι φορολογικοί συντελεστές μειώνονται από το 20% στο 0%, η πτώση στη τιμή των μετοχών κατά την ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος προσεγγίζει την προσαρμοσμένη στο φόρο τιμή του μερίσματος. Έτσι, καθώς ο φορολογικός συντελεστής μειώνεται από το 10% στο 5% και στο 0%, η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι συνεπής με την θεωρία περί φορολογίας (*tax hypothesis*).

Επομένως, όπως εύκολα συμπεραίνει κανείς από τα παραπάνω, ο ρόλος της φορολογίας στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος αποδεικνύεται για μια ακόμη φορά κεφαλαιώδης. Αν και η σημασία της επίδρασης των μικροδομών δεν είναι επουσιώδης, δε φαίνεται ικανοποιητική και επαρκής να ερμηνεύσει αυτή τη συμπεριφορά σε μια αγορά όπως αυτή της Κίνας με τα χαρακτηριστικά που παρουσιάσαμε.

ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ

Σε ένα όχι σχετικά πρόσφατο πλην όμως ιδιαίτερα αναλυτικό άρθρο για την Αυστραλία, οι **Brown και Clarke** (1993) παρουσιάζουν την έρευνά τους όσον αφορά στην προτίμηση των επενδυτών για τα κεφαλαιακά κέρδη σε βάρος των μερισμάτων. Πρόθεση τους είναι κυρίως να δοκιμάσουν και να αποδείξουν την ανεπάρκεια της *tax differential theory* να ερμηνεύσει το φαινόμενο αυτό. Δεδομένου ότι κατά την υπό εξέταση περίοδο ο λόγος ΔΡ/Δ ήταν σημαντικά μικρότερος από τη μονάδα, κρίνουν σκόπιμο να εξετάσουν την επίδραση των φορολογικών αλλαγών κατά την περίοδο από το 1984 κι εξής.

Πράγματι, το εν λόγω διάστημα έλαβαν χώρα τρεις μεγάλες μεταρρυθμίσεις: η πρώτη το 1985, η δεύτερη το 1987 και η τρίτη το 1988. Παρά το γεγονός ότι και οι τρεις αλλαγές βελτίωσαν την ελκυστικότητα των μερισμάτων στους επενδυτές, οι τελευταίοι εξακολούθησαν να εκδηλώνουν σαφή προτίμηση υπέρ των κεφαλαιακών κερδών. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί τους συγγραφείς στο συμπέρασμα ότι η φορολογική νομοθεσία δε συνιστά από μόνη της εξήγηση για το δίλημμα που έχουν οι επενδυτές σχετικά με το αν πρέπει να προτιμήσουν τα μερίσματα ή τα κεφαλαιακά κέρδη μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος, και ότι κυρίως η *tax differential hypothesis* δεν είναι σε θέση να ερμηνεύσει τις προτιμήσεις των επενδυτών στο όριο. Εκτιμούν ότι εν τέλει αυτό που ίσως ευθύνεται είναι το γεγονός ότι η αγορά στην Αυστραλία προφανώς χρειάστηκε αρκετό χρόνο για να κατανοήσει τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την ευνοϊκότερη φορολόγηση των μερισμάτων.

Συνάγεται επομένως το συμπέρασμα ότι η Αυστραλία αποτελεί ιδανικό περιβάλλον όπου κανείς έχει τη δυνατότητα να εξετάσει το ζήτημα του εάν οι φόροι μπορούν να εξηγήσουν το κατά πόσον οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και γιατί. Η μέθοδος που χρησιμοποιούν οι παραπάνω συγγραφείς είναι η καταγραφή των αλλαγών στη συμπεριφορά της τιμής μετοχών μία ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε δείγμα που αφορά σε εταιρείες, οι οποίες πλήρωσαν μέρισμα το διάστημα μεταξύ Ιουλίου 1973 και Ιουνίου 1991 και η σύνδεση αυτών των αλλαγών με τις μεγάλες φορολογικές μεταρρυθμίσεις που έλαβαν χώρα και που αφορούσαν στα κεφαλαιακά κέρδη, στα μερίσματα και στα συνταξιοδοτικά ταμεία.

Οι Brown και Clarke (1993) υποστηρίζουν ότι η εξήγηση για την αφύσικα θετική απόδοση κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος μπορεί να αναζητηθεί και σε άλλες “ανωμαλίες” οι οποίες εμφανίζονται στις χρηματαγορές. Ως τέτοιες μπορούν να χαρακτηριστούν οι *day-of-the-week effect*, *January effect*, *day-of-the-month effect*. Επιπρόσθετοι παράγοντες, όπως το ύψος των εξόδων συναλλαγής, η παρουσία του κινδύνου

που δε μπορεί να διαφοροποιηθεί από την κατοχή μετοχών κατά την περίοδο μετά την αποκοπή του μερίσματος και άλλοι, θολώνουν περισσότερο την εικόνα μας για την κατάσταση.

Ωστόσο, οι ίδιοι μελετητές επιμένουν στην παρατήρησή τους ότι οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις δεν αρκούν για να εξηγήσουν ικανοποιητικά τις αλλαγές στις προτιμήσεις μετά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Για παράδειγμα, η προφανής πτώση του μέσου λόγου $\Delta P/D$, η οποία παρατηρήθηκε από τις 19 Σεπτεμβρίου 1985, έρχεται σε αντίθεση με τις προβλέψεις των *tax differential* και *tax clientele* θεωριών. Από την άλλη πλευρά πάλι, διαπιστώνουν ότι η ύπαρξη μίας αφύσικα θετικής απόδοσης κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος εξηγείται από τις βραχυχρόνιες συναλλαγές (*short-term trading*) και επιφυλάσσονται να το διερευνήσουν σε μεταγενέστερη εργασία τους. Η ύπαρξη βραχυπρόθεσμων συναλλαγών υπονοείται από το γεγονός ότι οι μετοχές πριν την αποκοπή του μερίσματος αγοράζονται σχετικά ακριβά, διακρατώνται μέχρι την ημερομηνία αποκοπής και μετά από αυτήν πωλούνται σε σχετικά χαμηλή τιμή. Το κίνητρο για να εμπλακεί κάποιος σε τέτοιου είδους συναλλαγές μπορεί να είναι μεγαλύτερο για μετοχές που έχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ

Σε ένα πολύ πρόσφατο άρθρο (2008) η **Maria Rosa Borges** δίνει μια εξαιρετικά λεπτομερή περιγραφή της μερισματικής πολιτικής στην Πορτογαλία και της συμπεριφοράς της τιμής των μετοχών μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος στο χρηματιστήριο της Λισαβόνας κατά την περίοδο 1990-1998. Αυτό που αξίζει να τονιστεί για τη συγκεκριμένη εργασία είναι η προσπάθεια της Borges (2008) να προχωρήσει την επιστημονική έρευνα ένα βήμα πιο πέρα στο θέμα της ερμηνείας της αφύσικης πτώσης της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος κατά ποσό μικρότερο του μερίσματος, καθώς τα ευρήματα στην Πορτογαλία δε διαφέρουν από αυτά που έχουμε συναντήσει στην πλειοψηφία των άλλων χωρών.

Η συγγραφέας αφού κάνει μια σύντομη κι εύστοχη αναφορά στις βασικότερες θεωρίες που έχουν διατυπωθεί κατά καιρούς για το θέμα, επιχειρεί να εξετάσει την επάρκειά τους για την Πορτογαλία. Αυτό που διαπιστώνει είναι ότι λόγω των ιδιαιτεροτήτων του θεσμικού περιβάλλοντος της αγοράς στην Πορτογαλία δύο από τις πιο ευρέως διαδεδομένες θεωρίες δε μπορούν να βρουν εφαρμογή. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συγκεκριμένη κατάσταση πιθανώς οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κεφαλαιαγοράς της Πορτογαλίας, μίας

αγοράς που δεν είναι απόλυτα αποτελεσματική, έχει χαμηλά επίπεδα ρευστότητας, και η οποία επιπλέον παρουσιάζει στασιμότητα στις τιμές και ανούσιες συναλλαγές για αποκόμιση κερδών από *arbitrage*.

Θα ήταν καλό να αναφερθούμε πρώτα σε ορισμένες γενικές πληροφορίες για το χρηματιστήριο της Πορτογαλίας και τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται. Μετά την οικονομική απελευθέρωση που έλαβε χώρα κατά το έτος 1984, το χρηματιστήριο της Λισαβόνας μεγάλωσε δραματικά με τον όγκο των συναλλαγών να αυξάνεται σε 42.983 € το 1998 ενώ παρέμενε ένα μικρό και αναδυόμενο χρηματιστήριο βάση των διεθνών δεδομένων. Το 1998, υπήρχαν 135 εταιρείες εισηγμένες δημιουργώντας μία συνολική κεφαλαιοποίηση της τάξεως των 53.613 δισεκατομμυρίων ευρώ. Καθοριστικό ρόλο στην ταχύτατη ανάπτυξη των ετών 1996-1998 φαίνεται ότι έπαιξε η ιδιωτικοποίηση μερικών μεγάλων εταιρειών, των οποίων οι δραστηριότητες δεν άπτονταν της σφαίρας των χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι οι ανοικτές πωλήσεις μετοχών δεν επιτρέπονταν για την υπό εξέταση περίοδο. Ένα επιπλέον σημαντικό στοιχείο αφορά στα έξοδα συναλλαγών. Αυτά αποτελούνται από τρία συστατικά : τις προμήθειες των χρηματιστηριακών εταιρειών (*brokerage fees*), τα έξοδα υπέρ του χρηματιστηρίου (*stock exchange fees*), και τις προμήθειες των τραπεζών (*banking fees*). Οι προμήθειες υπέρ των τραπεζών καθορίζονταν ελεύθερα κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου, ενώ αντίθετα οι χρηματιστηριακές προμήθειες απελευθερώθηκαν και άρχισαν να διαμορφώνονται ελεύθερα μετά το 1995. Τα έξοδα υπέρ του χρηματιστηρίου ήταν σταθερά αλλά μειώθηκαν σταδιακά από 0,05% το 1990 και έφτασαν σταδιακά το 0,02% το 1998. Διεθνώς, τα έξοδα συναλλαγών έτειναν να πέφτουν καθόλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου και ειδικότερα μετά το 1995, όταν οι χρηματιστηριακές προμήθειες κατέστησαν ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

Στην Πορτογαλία, τα μερίσματα σε μορφή μετρητών πληρώνονται μία φορά το χρόνο, σε γενικές γραμμές κατά το δεύτερο τέταρτο του χρόνου, μετά την Ετήσια Τακτική Συνέλευση των Μετόχων. Το ποσοστό των εισηγμένων εταιρειών που καταβάλλουν μέρισμα ποικίλλει από χρόνο σε χρόνο. Εις ό,τι αφορά στο φορολογικό καθεστώς που ισχύει, η πιο πρόσφατη φορολογική μεταρρύθμιση έλαβε χώρα το 1989 και έκτοτε έχει παραμείνει σε γενικές γραμμές αμετάβλητη. Για την περίοδο που εξετάζεται τα μερίσματα που πληρώνονταν σε ιδιώτες φορολογούνταν κατά 25%. Οι φόροι επί των μερισμάτων είναι μειωμένοι για συγκεκριμένου τύπου μετοχές. Για παράδειγμα ο φόρος εφαρμόζεται στο 80% του πληρωτέου μερίσματος από τις εισηγμένες εταιρείες του χρηματιστηρίου και στο 60% του πληρωτέου μερίσματος για εισηγμένες εταιρείες που έχουν ιδιωτικοποιηθεί. Τα

κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με ποσοστό 5%, εκτός από την περίπτωση όπου οι μετοχές διακρατήθηκαν για περισσότερο από ένα χρόνο, οπότε τα κεφαλαιακά κέρδη δε φορολογούνται.

Εις ό,τι αφορά στα ευρήματα της έρευνας της Borges (2008) το αποτέλεσμα είναι ότι η πτώση της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Η συγγραφέας θεωρεί πολύ σημαντική την απόρριψη δύο θεωριών που κατέχουν εξέχουσα θέση στην επιστημονική έρευνα για την ερμηνεία του φαινομένου. Η πρώτη έχει να κάνει με τη θεωρία της “διακριτότητας” (*discreteness theory*) των Bali και Hite (1998). Οι λόγοι είναι ότι δεδομένου του πολύ μικρού βήματος τιμής των τιμών των μετοχών (0,005 ευρώ) και του γεγονότος ότι τα μερίσματα είναι πάντα ακέραια πολλαπλάσια του βήματος τιμής, δεν υπάρχει δυνατότητα να επιβάλλεται ο περιορισμός της διακριτότητας των τιμών στην πτώση της τιμής των μετοχών κατά την ημέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος. Συνεπώς, η σχετική με το μερίσμα πτώση στην τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία μετά την αποκοπή του μερίσματος έχει ως αποτέλεσμα ο λόγος $\Delta P/D$ να είναι μικρότερος από τη μονάδα σ’ ένα περιβάλλον όπου οι τιμές των μετοχών αλλάζουν διαρκώς, γεγονός που παρέχει αρκετά πειστικά επιχειρήματα εναντίον της παραπάνω θεωρίας. Δεύτερον, τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας δεν έρχονται σε συμφωνία με τις υποθέσεις για το ρόλο της φορολογίας όσον αφορά στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος, διότι η σχετική πτώση της τιμής είναι κάτω από το ελάχιστο όριο που είναι σε συμφωνία με το υπάρχον φορολογικό καθεστώς. Επομένως, θα πρέπει να αναζητηθούν άλλοι λόγοι πέραν των οικονομικών λόγων.

Επίσης, δε βρέθηκαν στοιχεία μιας “πελατειακής” προτίμησης κεφαλαιακών κερδών σε βάρος των μερισμάτων, καθώς δεν υπάρχει σαφής συσχέτιση ανάμεσα στη σχετική πτώση της τιμής της μετοχής και των μερισματικών αποδόσεων ή των λόγων που οι εταιρείες χρησιμοποιούν για να καθορίσουν τα διανεμόμενα κέρδη τους. Αποτελεί πεποίθηση της συγγραφέως, ότι η εξήγηση για την ύπαρξη μίας μη εντοπίσιμης πελατείας πηγάζει από το φορολογικό καθεστώς που υπάρχει στη Πορτογαλία σχετικά με τα μερίσματα. Ιδιώτες που επιλέγουν να μη δηλώσουν τα μερίσματα που εισέπραξαν, είναι υποκείμενοι σε ένα τεκμαρτό φόρο, ο οποίος είναι ίσος για όλους. Από την άλλη πλευρά πάλι ο φόρος του μερίσματος είναι διαφορετικός για τις μετοχές ιδιωτικοποιημένων εταιρειών, καθώς επίσης διαφοροποιούνται και τυχόν άλλα φορολογικά οφέλη και απαλλαγές, και έτσι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων εξαρτάται από τις ιδιαιτερότητες των μετοχών περισσότερο παρά από τις ιδιαιτερότητες των μεμονομένων επενδυτών. Σε αυτό το πλαίσιο δεν υπάρχει καμία πιθανότητα να συνάγουμε ποιος θα ήταν ο φορολογικός συντελεστής που θα ίσχυε στην

περίπτωση του οριακού επενδυτή, το οποίο αποτελεί τη ραχοκοκαλιά της *tax clientele* θεωρίας περί ύπαρξης πελατείας σχετιζόμενης με τη φορολογία.

Αυτό που τονίζει η συγγραφέας ως ιδιαίτερα σημαντικό είναι το ακόλουθο στοιχείο: η μη ύπαρξη συσχετισμού ανάμεσα στη σχετική πτώση της τιμής και τη μερισματική απόδοση και η σχέση ανάμεσα στην πτώση της τιμής και τον αριθμό των ημερολογιακών ημερών που μεσολαβούν μεταξύ της ημέρας πριν και της ημέρας μετά την αποκοπή του μερίσματος. Επομένως, οδηγείται στο συμπέρασμα ότι αυτό αποτελεί ένδειξη ανωμαλίας της αγοράς, η οποία έγκειται στο γεγονός ότι υπάρχει μια ανεπαρκής πτώση της τιμής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος και ότι η ισορροπία δεν αποκαθίσταται αμέσως.

Για μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, η πτώση της τιμής σε απόλυτο μέγεθος που απαιτείται για να αποκατασταθεί η ισορροπία μέσω των συναλλαγών που γίνονται με σκοπό την επίτευξη κέρδους από *arbitrage* είναι υψηλότερη. Σε μία αγορά με χαμηλή ρευστότητα, όπως αυτή του Χρηματιστηρίου της Λισαβόνας ανάμεσα στα έτη 1990 και 1998, οι συναλλασσόμενοι που επιδιώκουν την πραγματοποίηση κερδών μέσω του *arbitrage* δε θα ήταν πιθανόν σε θέση να αποκαταστήσουν την ισορροπία, γιατί πρώτον θα ήταν λίγοι στον αριθμό και κατά δεύτερο λόγο γιατί ο κίνδυνος που θα αναλάμβαναν για τέτοιου είδους συναλλαγές θα ήταν δυσανάλογα μεγάλος. Έτσι λοιπόν, η πτώση στην τιμή της μετοχής θα έτεινε να είναι χαμηλότερη σε μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης και αυτό θα φανέρωνε μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα παλαιότερης μελέτης της Borges, το 2004, συμφωνούν με τα πιο πρόσφατα ευρήματα (2008), γεγονός που την οδηγεί στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν ανεκμετάλλευτες ευκαιρίες πραγματοποίησης κερδών κατά την περίοδο αποκοπής των μερισμάτων, κάτι το οποίο είναι συνεπές ταυτόχρονα τόσο με τη μερική πτώση της τιμής των μετοχών μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος όσο και με τη θεωρία περί σταθερότητας των τιμών.

ΤΟΥΡΚΙΑ

Για την Τουρκία θα αντλήσουμε στοιχεία από το άρθρο του **Cahit Adaoglu (2000)**. Η αναφορά σε αυτή τη χώρα και στο συγκεκριμένο άρθρο είναι χρήσιμη καθώς θα μας παρουσιάσει μία διαφορετική πλευρά της μερισματικής πολιτικής, αυτήν που εφαρμόζεται στις αναδυόμενες αγορές (*emerging markets*). Στις τελευταίες, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στις ανεπτυγμένες αγορές, παρατηρείται ότι η συμπεριφορά της μερισματικής πολιτικής που

ακολουθείται από τις εταιρείες είναι ασταθής και ότι το ύψος του μερίσματος που διανέμεται είναι άμεσα συνδεδεμένο με τα κέρδη της εταιρείας κάθε χρόνο. Η Τουρκία ανήκει στην κατηγορία των αναδυόμενων χωρών, καθώς εμφανίζει έντονους ρυθμούς ανάπτυξης. Σκοπός του συγγραφέα στο προαναφερόμενο άρθρο είναι να αναλύσει κατά πόσον οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης εφαρμόζουν σταθερές μερισματικές πολιτικές σ' ένα περιβάλλον που ακολουθεί καθορισμένους κανόνες και επιβάλλει υποχρεωτική καταβολή μερίσματος.

Ας δούμε πρώτα μερικές πληροφορίες για τη χρηματιστηριακή δραστηριότητα στην Τουρκία. Το Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης (*Istanbul Stock Exchange, ISE*) ιδρύθηκε μόλις το 1986, και από τότε έχει αναπτυχθεί με πολύ γοργούς ρυθμούς ως προς τον όγκο των συναλλαγών, την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, τον αριθμό των εισηγμένων εταιρειών και τους ξένους επενδυτές. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι το 1999, 285 εταιρείες διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο με μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών τα \$356 εκατομμύρια σε σύγκριση με τα \$3 εκατομμύρια μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών το 1989. Σε όρους μηνιαίων όγκων συναλλαγών το χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης κατέληξε να ξεπερνά αρκετά Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια όπως αυτό του Παρισιού, της Στοκχόλμης, του Άμστερνταμ, της Βιέννης, των Βρυξελλών, του Ελσίνκι, και του Λουξεμβούργου. Με κεφαλαιοποίηση της τάξεως των \$114 δισεκατομμυρίων κατατάσσεται στην 30^η θέση στον κόσμο αφήνοντας πίσω χρηματιστήρια όπως αυτά της Λισαβόνας, της Βιέννης, του Λουξεμβούργου και της Βαρσοβίας (*The Istanbul Stock Exchange Review*, 1999; Birsen, 1999, στον Adaoglu, 2000, σελ.3).

Ακριβώς επειδή δεν υπήρχε χρηματιστηριακή δραστηριότητα πριν το 1986 η ρευστότητα στην Τουρκική κεφαλαιαγορά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη και η μόνη πηγή εισοδήματος για τους επενδυτές ήταν το εισόδημα που προερχόταν από μερίσματα. Για αυτό κατά το διάστημα 1985-1994 η καταβολή μερίσματος ήταν υποχρεωτική. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η καταβολή μερίσματος είναι υποχρεωτική και σε άλλες χώρες όπως η Γερμανία, η Ελβετία, η Βραζιλία, η Χιλή, η Κολομβία, η Βενεζουέλα, η Ελλάδα και οι Φιλιππίνες (LaPorta *et al.*, 2000). Από την ίδρυση του χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης έχουν υπάρξει αλλαγές στη νομοθεσία που διέπει τη μερισματική πολιτική, με πιο σημαντική αυτή που έγινε το 1995. Τότε εγκαταλείφθηκε η υποχρέωση της διανομής του 50% τουλάχιστον των κερδών ως μερίσματα σε μετρητά και δόθηκε στις εταιρείες του ISE η ελευθερία να θέτουν τις δικές τους μερισματικές πολιτικές (σελ.21).

Η εμπειρική έρευνα του συγγραφέα, λόγω της μεταρρύθμισης του 1995, επικεντρώνεται σε δύο χρονικές περιόδους: 1985-1994 και 1995-1997. Παρατηρείται ότι και στις δύο περιόδους οι εταιρείες ακολουθούν ασταθή μερισματική πολιτική, η οποία όπως φαίνεται αντανακλά τυχόν αστάθεια στα ετήσια κέρδη, καθώς είναι άρρηκτα δεμένη με αυτά. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι κατά τη δεύτερη περίοδο, και παρά την ευελιξία που παρείχε ο νόμος του 1995 στο σχεδιασμό της μερισματικής τους πολιτικής, υπήρξε άνοδος του αριθμού των εταιρειών που σταμάτησαν την πληρωμή μερισμάτων σε μετρητά και χρησιμοποίησαν τους πόρους για εσωτερική χρηματοδότηση και ανάπτυξη. Επομένως, είναι εμφανής η ασυνέπεια που χαρακτηρίζει τη συμπεριφορά της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης.

Συνοψίζοντας, από τα παραπάνω εύκολα διαπιστώνει κανείς τις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν στις μερισματικές πολιτικές των εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης εταιρειών και αυτών στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Κάτι τέτοιο είναι πολύ πιθανό να συμβαίνει στα χρηματιστήρια και των υπολοίπων αναδυόμενων αγορών. Αυτός ο παράγοντας της αστάθειας στην καταβολή μερίσματος, όπως τονίζει και ο συγγραφέας, θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπ' όψιν από τους διεθνείς επενδυτές για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Καταλήγει υπογραμμίζοντας την ανάγκη διεξαγωγής περαιτέρω έρευνας προκειμένου να μελετηθεί το κατά πόσον οι ασταθείς μερισματικές πολιτικές επηρεάζουν τη δύναμη αποστολής σήματος στους επενδυτές (*signaling power*) από μέρους των ανακοινώσεων περί διανομής μερίσματος των εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης εταιρειών.

ΠΟΛΩΝΙΑ

Θα ήταν ενδιαφέρον για την επισκόπηση της αρθρογραφίας αλλά και για να σχηματίσουμε μία πληρέστερη εικόνα της μερισματικής πολιτικής να αναφερθούμε, έστω και σύντομα, στις πρώην κομμουνιστικές χώρες. Είναι αλήθεια ότι αυτές οι χώρες, οι οικονομίες σε μετάβαση όπως έχουν χαρακτηριστεί (*transition economies*), αποτελούν πρόσφορο έδαφος για μελέτη. Η Πολωνία είναι ένα αξιόλογο παράδειγμα αυτής της κατηγορίας, πολύ περισσότερο καθώς δεν είναι πολύς καιρός που εντάχθηκε στην Ευρωζώνη. Σε ένα πολύ πρόσφατο άρθρο (**Kowalewski et al., 2008**) οι συγγραφείς επιχειρούν να διερευνήσουν το κατά πόσον οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας σχετίζονται με τη μερισματική τους πολιτική σε μία μετακομμουνιστική χώρα.

Από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας προκύπτει ότι οι δομές της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική. Όπως υποστηρίζουν οι La Porta *et al.* (2002) οι εταιρείες σε χώρες με ανεπτυγμένη νομοθεσία υπέρ των μικρομετόχων καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα εν συγκρίσει με τις χώρες όπου η νομική προστασία είναι ακόμα αδύναμη. Με τον τρόπο αυτό οι μέτοχοι είναι περισσότερο προστατευμένοι, καθώς έχουν περισσότερες ευκαιρίες να ασκήσουν έλεγχο όσον αφορά στη διανομή των κερδών της εταιρείας, εμποδίζοντας έτσι τα στελέχη να χρησιμοποιήσουν υψηλό ποσοστό των κερδών για ίδιον όφελος. Όπως οι La Porta *et al.* επισημαίνουν αλλού (2000) τα μερίσματα που διανέμονται στην Ευρώπη είναι υψηλότερα σε σχέση με αυτά που καταβάλλονται στην Ασία.

Για να επανέλθουμε στην Πολωνία, οι Kowalewski *et al.* (2008) ασχολούνται με την ακόλουθη υπόθεση: οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν σημαντικό θετικό αντίκτυπο στο ποσό των μερισμάτων που διανέμονται στους μετόχους στη Πολωνία. Πιστεύουν ότι η μελέτη των παραγόντων που καθορίζουν τις πληρωμές των μερισμάτων και η συσχέτισή τους με την εταιρική διακυβέρνηση θα δια φωτίσει περισσότερο το ζήτημα. Μία σημαντική πτυχή του θέματος επικεντρώνεται στη λογική των στελεχών των εταιρειών πίσω από τη διανομή μερισματος. Βασίζεται στην ιδέα ότι τα μερίσματα μπορεί να μειώσουν τα *agency costs* με τη διανομή των ελεύθερων χρηματοροών που διαφορετικά θα ξοδεύονταν σε μη επικερδείς επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά πάλι λόγω της διανομής των μερισμάτων εκτίθενται οι εταιρείες σε συχνότερους ελέγχους, γεγονός που συμβάλλει στην αποφυγή καιροσκοπισμού από μέρους της διοίκησης και συνεπώς *agency costs*. Ένα επιπρόσθετο στοιχείο που αξίζει να αναφερθεί είναι η προτίμηση των μετόχων για τα μερίσματα ιδιαίτερα όταν υπάρχει φόβος για εκμετάλλευση από τα στελέχη της διοίκησης. Συνεπώς, υπάρχει μεγάλη βαρύτητα στην υπόθεση ότι οι πληρωμές των μερισμάτων καθορίζονται σε ένα σημαντικό βαθμό από την ισχύ της εταιρικής διακυβέρνησης.

Πιο αναλυτικά, στην Πολωνία ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας το 1817, το οποίο όμως αναγκάστηκε να κλείσει για περισσότερο από πενήντα χρόνια λόγω του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και του πολιτικού και οικονομικού καθεστώτος που προέκυψε αργότερα. Επαναλειτούργησε το 1991, και η πρώτη χρηματιστηριακή συνεδρία πραγματοποιήθηκε με μόλις πέντε εταιρείες. Από τότε ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών έχει αυξηθεί σε 200 το 1999 και οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν προχωρήσει. Όμως, δεδομένης της πρόσφατης ουσιαστικά λειτουργίας του, έχει παρατηρηθεί ότι ο Κώδικας Δεοντολογίας (*Best Practice Code*), αν και έχει υπογραφεί από τη συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών και μάλιστα πολύ πρόσφατα (Αύγουστος 2006), εφαρμόζεται πλημμελώς.

Αυτό συνεπάγεται ότι το επίπεδο των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Πολωνία δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένο, γεγονός που με τη σειρά του έχει ως συνέπεια την έλλειψη κατοχύρωσης των δικαιωμάτων των μετόχων και την ύπαρξη έντονων φαινομένων σύγκρουσης συμφερόντων. Έχει μάλιστα επισημανθεί σε πρόσφατη αναφορά (2005) της Παγκόσμιας Τράπεζας μεγάλος αριθμός υποθέσεων που δηλώνουν ότι οι μικρομέτοχοι βρίσκονται εκτεθειμένοι στον κίνδυνο σε εταιρείες που ελέγχονται από ξένους στρατηγικούς επενδυτές και οι οποίοι επιδιώκουν να υποτιμήσουν την τιμή της μετοχής προκειμένου να εξαγοράσουν τις εταιρείες με ευνοϊκούς για αυτούς όρους.

Οι Kowalewski *et al.* (2008) λοιπόν, προκειμένου να υπολογίσουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης κατασκευάζουν ένα *Transparency Disclosure Index* (Δείκτη Αποκάλυψης Διαφάνειας) και τρεις υποδείκτες για 110 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βαρσοβίας την περίοδο 1998-2004. Βρίσκουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι μία αύξηση του TDI ή των υποδεικτών οδηγεί σε μία αύξηση του λόγου του μερίσματος προς της χρηματοροές. Από την έρευνά τους προκύπτει ότι σε εκείνες τις εισηγμένες εταιρείες όπου το επίπεδο των πρακτικών της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ανώτερο, και κατ'επέκταση τα δικαιώματα των μικρομετόχων είναι καλύτερα προστατευμένα, τα μερίσματα που διανέμονται είναι υψηλότερα. Αυτά τα αποτελέσματα ευθυγραμμίζονται με την άποψη ότι όταν οι μέτοχοι έχουν περισσότερα δικαιώματα τείνουν να χρησιμοποιούν τη δύναμή τους για να επηρεάσουν τη μερισματική πολιτική.

Οι συγγραφείς πιστεύουν ότι η μελέτη τους συμβάλλει στην οικονομική επιστήμη τόσο από την πλευρά της μερισματικής πολιτικής όσο και από την πλευρά της *agency theory*. Ως προς το πρώτο σκέλος, αποδεικνύουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση είναι σημαντικός παράγων που καθορίζει τα διανεμόμενα μερίσματα σε μια μετα-κομμουνιστική χώρα. Ως προς το δεύτερο σκέλος, η έρευνά τους προτείνει ότι στις εταιρείες με υψηλά επίπεδα εταιρικής διακυβέρνησης η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να μετριαστεί, καθώς οι ελεύθερες χρηματοροές μπορεί να αξιοποιηθούν στη διανομή μερισμάτων αντί να χρησιμοποιηθούν για την ανάληψη επενδύσεων που θα προσέφεραν αρνητική παρούσα αξία. Ωστόσο, υπάρχει ένας περιορισμός στην εφαρμογή των παραπάνω συμπερασμάτων και σε άλλες μετα-κομμουνιστικές χώρες καθώς δεν είναι πολλές οι χώρες σε “μετάβαση” που έχουν εισέλθει στην Ευρωπαϊκή Ένωση κι εξάλλου η κατασκευή δεικτών μέτρησης της εταιρικής διακυβέρνησης είναι πολύπλοκη και διαφορετική για κάθε χώρα.

Συνοψίζοντας, από τα όσα είδαμε παραπάνω, παρατηρούμε ομοιότητες και διαφορές που βοηθούν να κατανοήσουμε καλύτερα τόσο τις πρακτικές που ακολουθούνται στη μερισματική πολιτική κάθε χώρας, όσο και το παράδοξο της πτώσης της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος σε ποσό μικρότερο του μερίσματος (*ex-dividend day puzzle*) που έχει προβληματίσει την επιστήμη των Οικονομικών για τόσα πολλά χρόνια. Στην ίδια κατεύθυνση, επιδιώξαμε να παρουσιάσουμε άρθρα τα οποία σκιαγραφούν μεν την εικόνα της μερισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα, διατυπώνουν δε διαφορετικές ερμηνείες με βάση τις έρευνες που έχουν διεξαχθεί, προκειμένου να προσφέρουν απαντήσεις στο αίνιγμα της αφύσικης συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής.

Αυτό που διαπιστώνουμε είναι η ποικιλία απόψεων που επικρατεί, καθώς οι περισσότεροι συγγραφείς σε μικρότερο ή περισσότερο βαθμό είτε εντάσσονται είτε συνδυάζουν στοιχεία από τις τρεις Θεωρητικές Σχολές που αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα, ή πάλι αποστασιοποιούνται πλήρως προτείνοντας άλλη λύση κάθε φορά.

Πιστεύουμε ότι οι χώρες που επελέγησαν είναι οι πλέον αντιπροσωπευτικές. Οι λόγοι που τεκμηριώνουν αυτήν την άποψη είναι πολλοί. Από τη μία πλευρά για αρκετές από αυτές τις χώρες υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία και έρευνα πολλών ετών (βλέπε ΗΠΑ), η οποία έχει αποτελέσει τη βάση επάνω στην οποία στηρίχθηκαν μελέτες για άλλες χώρες. Από την άλλη πλευρά πάλι, για άλλες χώρες μπορεί η έρευνα να είναι ακόμα στα σπάργαλα καθώς δεν είναι πολλά τα χρόνια που έχουν αναπτύξει χρηματιστηριακή δραστηριότητα (βλέπε Τουρκία-Πολωνία), αναδεικνύονται όμως ενδιαφέροντα στοιχεία που υπόσχονται περισσότερες αποκαλύψεις στο μέλλον. Η μερισματική πολιτική, αναπόσπαστο κομμάτι του οικονομικού σχεδιασμού των εταιρειών, ενταγμένο στις κινήσεις των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς, μαζί με ό,τι αφορά στην εφαρμογή και στα προβλήματα που ανακύπτουν κατά καιρούς (λόγου χάρι *ex-dividend day puzzle*), αποτελεί ένα ζήτημα της επιστήμης των οικονομικών με αστείρευτο ενδιαφέρον για την έρευνα.

Όπως διαπιστώνει εύκολα κανείς από την παραπάνω ανάλυση, τα στοιχεία της εμπειρικής έρευνας μαρτυρούν τη διαφορετικότητα στις απόψεις των επιστημόνων ως προς την εξήγηση της μερισματικής πολιτικής αλλά και τη διχογνωμία που υπάρχει γύρω από ζητήματα όπως το *ex-dividend day puzzle*. Σκοπός της παρούσας εργασίας, όπως ορίσαμε στην εισαγωγή, ήταν να παρουσιάσει με όσο το δυνατόν συνολικότερο τρόπο τη μερισματική πολιτική μέσα από επισκόπηση της αρθρογραφίας.

Αναλυτικότερα, στο θεωρητικό πλαίσιο αρχικά αναφερθήκαμε στις βασικές θεωρίες που έχουν διατυπωθεί για να ερμηνεύσουν τη μερισματική πολιτική και ειδικότερα πτυχές της όπως η συμπεριφορά των επενδυτών απέναντι στις εκάστοτε αλλαγές στη μερισματική πολιτική των εταιρειών, και η σχέση μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών (*managers*), όπου σημειώνεται κάποιες φορές σύγκρουση συμφερόντων (*agency conflict*). Αυτές είναι η *signaling theory* και η *free cash flow hypothesis*. Η πρώτη παραδέχεται την ύπαρξη “σήματος” στα μερίσματα που ειδοποιεί για μελλοντικά κέρδη. Η δεύτερη προωθεί την άποψη ότι τα μερίσματα λειτουργούν ως μέσο ελέγχου των στελεχών (*managers*).

Δώσαμε έμφαση στη συζήτηση του *ex-dividend day puzzle*, του αινίγματος δηλαδή για την οικονομική επιστήμη της μείωσης της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά από την αποκοπή του μερίσματος κατά ποσοστό μικρότερο του μερίσματος, το οποίο σύμφωνα με τη θεωρία όφειλε να είναι ίσο. Οι θεωρίες που έχουν κατά καιρούς διατυπωθεί προκειμένου να εξηγήσουν το πρόβλημα αυτό διαμορφώνουν σε αδρές γραμμές τρεις Θεωρητικές Σχολές: α) τη θεωρία της επίδρασης της φορολογίας (*tax-effect hypothesis*), β) τη θεωρία σχετικά με την ανάπτυξη δραστηριοτήτων από επενδυτές οι οποίοι εμπλέκονται σε βραχυπρόθεσμες συναλλαγές (*short-term trading*), και γ) τη θεωρία που πρεσβεύει ότι μικροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος (*microstructure effects*). Μεταξύ των τελευταίων ξεχωρίζουν η θεωρία περί “διακριτότητας” (*discreteness theory*) και η θεωρία της “μεταβολής της τιμής ζήτησης- τιμής προσφοράς” (*bid-ask bounce*).

Στη συνέχεια ασχοληθήκαμε με την περιγραφή του νομοθετικού πλαισίου που ορίζει την εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα. Συζητήθηκαν οι ιδιαιτερότητες της Ελληνικής Χρηματαγοράς. Το χαρακτηριστικό εκείνο το οποίο τονίστηκε ιδιαίτερα είναι η απουσία φορολόγησης τόσο των μερισμάτων όσο και των κεφαλαιακών κερδών. Ειδική αναφορά έγινε στη σκιαγράφηση της συμπεριφοράς των Ελλήνων επενδυτών απέναντι στα

μερίσματα. Εις ό, τι αφορά στην Ελλάδα, το φαινόμενο του *ex-dividend day puzzle* προβληματίζει γιατί δε μπορεί να αποδοθεί ούτε στην επίδραση της φορολογίας ούτε σε μικροοικονομικούς παράγοντες. Αν και επισημαίνεται η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα, η επίδραση των συναλλαγών από βραχυχρόνιους επενδυτές (*short term trading*) ίσως να μπορεί να ερμηνεύσει ικανοποιητικά το εν λόγω πρόβλημα.

Ακολούθως, εξετάστηκε η μερισματική πολιτική και οι ιδιαιτερότητες των χρηματαγορών για μια σειρά από χώρες, υπό το πρίσμα του προαναφερθέντος οικονομικού φαινομένου (*ex-dividend day puzzle*). Συνοπτικά τα συμπεράσματα για κάθε χώρα παρατίθενται σε πίνακα στο Παράρτημα Β. Για παράδειγμα, ενδεικτικά αναφέρουμε ότι μελέτες που έγιναν για την αγορά του Χονγκ – Κονγκ κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η επίδραση από τις συναλλαγές των βραχυχρόνιων επενδυτών καθώς και προβλήματα που συνδέονται με μικροοικονομικούς παράγοντες είναι αυτά που οφείλονται στην εμφάνιση του *ex-dividend day puzzle*. Επίσης, μελέτες σχετικές με την αγορά των Η.Π.Α. εμφανίζουν ως καθοριστικούς παράγοντες για την εμφάνιση του *ex-dividend day puzzle* είτε τη φορολογία, είτε την επίδραση των συναλλαγών από βραχυχρόνιους επενδυτές ή το μέγεθος του βήματος τιμής (*tick size effect*). Στην Ιαπωνία, διαπιστώθηκε ότι λόγω της ύπαρξης του φαινομένου του *end of the fiscal year* τα μερίσματα δεν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών, ενώ στον Καναδά η φορολογία καθώς και η επίδραση των συναλλαγών από βραχυχρόνιους επενδυτές είναι αυτοί οι παράγοντες στους οποίους οφείλεται η παρουσία αφύσικων αποδόσεων γύρω από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Στην Κίνα ο ρόλος της φορολογίας στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος αποδεικνύεται για μια ακόμη φορά κεφαλαιώδης. Σε μελέτες που έγιναν σχετικά με την Αυστραλία και την Πορτογαλία διαπιστώθηκε ότι οι ιδιαιτερότητες των αγορών αυτών είναι αυτές μόνο που μπορούν να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία αποκοπής των μερισμάτων.

Από τη γενικότερη συζήτηση επισημάνθηκε, εν κατακλείδι, η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ιδιαιτερότητες της αγοράς κάθε χώρας. Προφανώς, οι λόγοι για τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μια μέρα μετά την αποκοπή της οφείλουν να αναζητηθούν σε αιτίες πέρα από αυτήν της φορολογίας, ενδεχομένως σε προβλήματα μικροδομών της χρηματιστηριακής αγοράς (*microstructure impediments*) που ανακύπτουν ή και σε βραχυπρόθεσμες συναλλαγές επενδυτών (*short-term trading*) ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση.

Τελειώνοντας αξίζει να τονιστεί για μία ακόμη φορά ότι η μερισματική πολιτική παραμένει ένα παζλ του οποίου τα κομμάτια δεν έχουν ακόμα συμπληρωθεί. Στην παρούσα εργασία έγινε μία απόπειρα να προσεγγίσουμε το θέμα με όσο το δυνατό πιο σφαιρικό τρόπο μέσα από μία πλούσια αρθρογραφία. Τα συμπεράσματα στα οποία μπορεί να καταλήξει κανείς, ειδικότερα μέσα από την έρευνα για το φαινόμενο της πτώσης της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος, είναι ότι σε πολλά σημεία οι ίδιοι οι μελετητές διαχάζονται και ότι σίγουρα δε μπορεί να δοθεί μία μοναδική απάντηση που θα έβρισκε εφαρμογή διεθνώς. Αυτό συμβαίνει γιατί σε κάθε χώρα ισχύουν διαφορετικοί κανόνες, οι συνθήκες λειτουργίας και τα πλαίσια τόσο τα θεσμικά όσο και τα φορολογικά είναι διαφορετικά και κυρίως γιατί οι επενδυτές έχουν διαφορετικά εκφρασμένες προσδοκίες από τα μερίσματα και απαιτήσεις από τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν. Αυτό που μπορούμε να ισχυριστούμε είναι η ανάγκη για περαιτέρω μελέτη καθώς τα δεδομένα αλλάζουν και απαιτούν εξειδικευμένη έρευνα για κάθε χώρα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Adaoglu, C., 2000, "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: Evidence from an emerging market", *Emerging Markets Review*, Vol.1, No. 3, December
- Allen, F. and Michaely, R., 1995, "Dividend Policy", in Jarrow, R.A., Maksimovic, V. and Ziemba, W.T. (Eds), *Finance*, Elsevier, Amsterdam, New York, NY
- Anastassiou, T. A., 2007, "A dividend function for Greek manufacturing", *Managerial Finance*, Vol.33, No. 5, 344-347
- Asimakopoulos, P., C. Lambrinoudakis, N. Tsangarakis, E. Tsiritakis, 2007, "Signaling with mandatory dividends: the case of the Greek Stock Market", Working Paper, March, 1-26
- Bali, R. and G. L. Hite, 1998, "Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-Induced Clienteles?", *Journal of Financial Economics*, 47, 127-159
- Bauer, L., S. Beveridge and R. Jha, 2006, "The Dividend Puzzle: The Influence of Taxes, Tick Size and Short-term Trading on Ex-dividend Day Prices in Canada", Working paper, September
- Bhattacharyya, N., 2007, "Dividend policy: a review", *Managerial Finance*, Vol.33, No. 1, 4-13
- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy", *Bell Journal of Economics*, Vol.10, No. 1, 259-270
- Black, F., 1976, "The dividend puzzle", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, No. 2, 5-8
- Blau, B. M. and K. P. Fuller, 2008, "Flexibility and dividends", *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, February, 133-152
- Booth, L. D. and D. J. Johnston, 1984, "The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects", *The Journal of Finance*, Vol. 39, No.2, 457-476
- Borges, M. R., 2008, "The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal", *Atl Econ J*, 36, January, 15-30
- Brealy, R. A., S. C. Myers, F. Allen, 2006, *Corporate Finance*, Mc Graw-Hill International Edition, eight edition
- Brennan, M. J., 1970, "Taxes, market valuation and corporate financial policy", *National Tax Journal*, 23, December, 417-427

- Brown, Ph. and A. Clarke, 1993, "The Ex-Dividend Day Behaviour of Australian Share Prices Before and After Dividend Imputation", *Australian Journal of Management*, Vol.18, No.1, June, 1-40
- Dasilas, A., 2007, "The Ex-dividend Day Stock Price Anomaly: Evidence from Greece", Working Paper, April
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 1990, "Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms", *Journal of Finance*, Vol.45, 1415-1431
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 2006, "The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem", *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, 293-315
- Dewenter, K. L. and V. A. Warther, 1998, "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms", *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 3, 879-904
- Dong, M., C. Robinson, and C. Veld, 2005, "Why individual investors want dividends", *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, No.1, 121-158
- Dutta, S., Vijay M. Jog, S. Saadi, 2004, "Re-examination of the Ex-Dividend Day Behaviour of Canadian Stock Prices", Working Paper, Carleton University
- Easterbrook, F. H., 1984, "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review*, Vol.74, 650-659
- Elton, E. J. and M. J. Gruber, 1970, "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, No.1, 68-74
- Elton, E. J., M. J. Gruber and C. R. Blake, 2003, "Marginal Stockholder Tax Effects and Ex-Dividend Day Behavior- Thirty-two Years Later", Working paper, Stern School of Business, New York University
- Fama, E. F. and H. Babiak, 1968, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, Vol.63, No.324, 1132-1161
- Frank, M. and R. Jagannathan, 1998, "Why do stock prices drop by less than the value of the dividend? Evidence from a country without taxes", *Journal of Financial Economics*, 47, 161-188
- Glen, J. D., Y. Karmokolias, R. R. Miller and S. Shah, 1995, "Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To Pay or Not to Pay, IFC Discussion Paper No: 26
- Gordon, M. J., 1961, "The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation", Richard, D. Irwin, Homewood, IL.

- Handley, J. C., 2008, "Dividend policy: Reconciling DD with MM", *Journal of Financial Economics*, Vol.87, No.2, February, 528-531
- Jensen, M. C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 323-329
- Kadapakkam, P. R., 2000, "Reduction of Constraints on Arbitrage Trading and Market Efficiency: An Examination of Ex-Day Returns in Hong Kong after Introduction of Electronic Settlement", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.6, 2841-2861
- Kalay, A., 1982, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect", *Journal of Finance*, Vol.37, No.4, 1059-1070
- Karpoff, J. M. and R. A. Walking, 1988, "Short-term trading around ex-dividend days: Additional evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.21, No.2, 291-298
- Karpoff, J. M. and R. A. Walking, 1990, Dividend Capture in NASDAQ stocks, *Journal of Financial Economics*, Vol.28, 39-65
- Kato, K. and U. Loewenstein, 1995, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan", *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No.3, 817-847
- Kowalewski, O., I., Stetsyuk and O., Talavera, 2008, "Does corporate governance determine dividend payouts in Poland?", *Post-Communist Economies*, Vol.20, No.2, June, 203-218
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 2000, "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of Finance*, Vol.55, No.1, 1-33
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 2002, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.1-2, 3-27
- Lintner, J., 1956, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, Vol.46, No.2, 97-113
- Litzenberger, R. H. and K. Ramaswamy, 1979, "The Effect of Personal Taxes and Dividends On Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195
- Maditinos, D. I., Šević, Ž., Theriou, N. G. and Tsinani, A. V., 2007, "Individual investors' perceptions towards dividends: the case of Greece", *Int. J. Monetary Economics and Finance*, Vol.1, No.1, 18-31

- Michaely, R., 1991, "Ex-dividend day stock price behavior: The case of the 1986 tax reform act", *Journal of Finance*, Vol.46, No.3, 845-859
- Miller, M. and F. Modigliani, 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 4, 411-433
- Milonas, N. and N. Travlos, 2001, "The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange", EFMA 2001 Lugano Meetings
- Milonas, N., N. Travlos, J. Z. Xiao, and C. Tan, 2006, "The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 155-174
- Šestáková, M., 2002, "Profiles of World Economists- Merton H. Miller", *BIATEC*, Vol.10, Národná Banka Slovenska, 23-26
- Shefrin, H. and M. Statman, 1984, "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No. 2, 253-282
- Statman, M., 2005, "Normal investors, then and now", *Financial Analysts Journal*, Vol.61, No. 2, 31-36
- Tirole, J., 2006, "The theory of corporate finance", Princeton University Press

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ EX-DIVIDEND DAY PUZZLE

ΤΡΕΙΣ ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΣΧΟΛΕΣ

- i) Tax preference or differential theory (Η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας)
 - Litzenberger & Ramaswamy (1979)
 - “Clientele effect”
 - Elton & Gruber (1970)
- ii) arbitrage by short-term traders (κερδοσκοπία από βραχυχρόνιους επενδυτές)
 - Kalay (1982)
- iii) microstructure effects (μικροοικονομικοί παράγοντες)
 - Bali & Hite (1998) “discreteness theory” (θεωρία της “διακριτότητας” των τιμών)
 - Frank & Jagannathan (1998) “bid-ask bounce” (παλινδρόμηση μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης)

Σύνοψη 1, κεφάλαιο 2 (Δ)

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Χαρακτηριστικά

- Είναι υποχρωτική η διανομή μερισμάτων
- Μερίσματα καταβάλλονται συνήθως μία φορά το χρόνο
- Δε μπορούν να υπερβαίνουν το ήμισυ των καθαρών κερδών (σύμφωνα με τη λογιστική κατάσταση)
- Δεν επιβάλλονται προσωπικοί φόροι για τα μερίσματα
- Απουσία φορολογίας τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη
- Η πτώση της τιμής της μετοχής μία μέρα μετά την αποκοπή του μερίσματος είναι μικρότερη από το διανεμηθέν μερίσμα

Συμπεριφορά Ελλήνων επενδυτών (Madinios et al., 2007)

- Προτιμούν τα μερίσματα με μορφή μετρητών
- Χρησιμοποιούν τα μερίσματα άμεσα για κάλυψη προσωπικών εξόδων
- Πιστεύουν ότι μία αύξηση ή μείωση στην πληρωμή των μερισμάτων μπορεί να λειτουργήσει ως μηχανισμός “αποστολής πληροφοριών” σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας μιας επιχείρησης (*signaling theory*)
- Όταν οι εταιρείες ανακοινώνουν μερίσματα υψηλότερα από τα υποχρεωτικά και όταν ληφθούν υπ’ όψιν οι μη αναμενόμενες αυξήσεις, τότε υπάρχει αρνητική αντίδραση της τιμής της μετοχής (*Asimakopoulos et al., 2007*)

Σύνοψη 2, κεφάλαιο 3

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β
ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΧΩΡΑ	ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΠΡΟΒΛΗΜΑ	ΑΙΤΙΑ
Χονγκ-Κονγκ	Frank και Jagannathan (1998)	1980-1993	$\Delta P/D < 1$	Microstructure effects (bid-ask bounce)
	Kadapakkam (2000)	1990-1995	$\Delta P/D < 1$	Short-term trading
Ιαπωνία	Kato και Loewenstein (1995)	1981-1991	$\Delta P/D > 1$	End-of-the-fiscal-year effect
ΗΠΑ	Elton και Gruber (1970)	1966-1967	$\Delta P/D < 1$	Tax effect
	Litzenberger και Ramaswamy (1979)	1936-1977	$\Delta P/D < 1$	Tax effect
	Kalay (1982)	1966-1967	$\Delta P/D < 1$	Short-term trading
	Bali και Hite (1998)	1962-1994	$\Delta P/D < 1$	Tick size effect
Καναδάς	Booth και Johnston (1984)	1970-1980	$\Delta P/D < 1$	Όχι tax clientele effect
	Dutta <i>et al.</i> (2004)	1996-2003	$\Delta P/D < 1$	Tax effect και short-term trading
	Bauer <i>et al.</i> (2006)	1977-2000	$\Delta P/D < 1$	Μάλλον to short-term trading
Κίνα	Milonas και Travlos (2006)	1996-1998		Tax effect hypothesis
Αυστραλία	Brown και Clarke (1993)	1973-1991	Προτίμηση υπέρ κεφαλαιακών κερδών	<i>i)</i> όχι tax differential hypothesis <i>ii)</i> ιδιαιτερότητες της αγοράς
Πορτογαλία	Borges (2008)	1990-1998	$\Delta P/D < 1$	<i>i)</i> όχι discreteness theory <i>ii)</i> όχι tax effect <i>iii)</i> ιδιαιτερότητες της αγοράς
Τουρκία	Adaoglu (2000)	1985-1997	Ασταθής μερισματική πολιτική	

Πολωνία	Kowalewski <i>et al.</i> (2008)	1998-2004	Οι πληρωμές των μερισμάτων καθορίζονται από την ισχύ της εταιρικής διακυβέρνησης	
Ελλάδα	Milonas και Travlos (2001)	1994-1999	$\Delta P/D < 1$	<i>i)</i> όχι tax effect <i>ii)</i> όχι microstructure effect <i>iii)</i> ανάγκη για περαιτέρω έρευνα
	Dasilas (2007)	2000-2004	$\Delta P/D < 1$	<i>i)</i> όχι tax effect <i>ii)</i> όχι microstructure effect <i>iii)</i> short-term trading