

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

**ΔΡΙΣΤΗΛΑ ΕΥΘΑΛΙΑ
ΑΡΓΥΡΟΠΟΥΛΟΥ ΠΑΝΩΡΑΙΑ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: κ. ΖΑΧΟΥΡΗΣ ΠΑΡΙΣ

ΠΑΤΡΑ 2005

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παγκόσμια αγορά, όλες οι επιχειρήσεις από την πιο μικρή ατομική έως και τον μεγαλύτερο πολυεθνικό κολοσσό, ορίζουν κάποια πολιτική για την πορεία τους με κυρίαρχο στόχο βέβαια την βέλτιστη απόδοση κέρδους. Μια από τις σημαντικότερες πολιτικές που χαράσσουν βασικά οι μεγάλες επιχειρήσεις, είναι και αυτή των μερισμάτων, η οποία πλέον συναντάται σε ένα πολύ μεγάλο ποσοστό.

Στα κεφάλαια που ακολουθούν, παρατίθεται μια σειρά πληροφοριών για την ιστορία, εξέλιξη και εγκαθίδρυση της μερισματικής πολιτικής ως ένα σημαντικό κεφάλαιο στη ζωή μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, στα κεφάλαια που θα ακολουθήσουν θα δούμε τα εξής:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Γίνεται μια πρώτη παρουσίαση της πολιτικής μερισμάτων, καθώς και της εξέλιξης της καθόλη την διάρκεια των χρόνων. Ιδιαίτερα σημαντική είναι και η σύγκριση της πορείας των μερισμάτων με τα κέρδη και τις δαπάνες για τα έτη 1950 – 1997.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Αναφέρονται οι παράγοντες που προσδιορίζουν τα μερίσματα και γενικά όσα έχουν σχέση με την μορφή, την διανομή, την επίδραση τους στην ζωή της επιχείρησης, αλλά και του κύκλου ζωής τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αναφέρονται οι σημαντικότερες θεωρίες και εμπειρικές αναλύσεις που έχουν διατυπωθεί κατά καιρούς από γνωστούς μελετητές και οικονομολόγους. Ουσιαστικά γίνεται μια κατάταξη των θεωριών αυτών σε κατηγορίες όπως αυτές που αναφέρονται στο περιβάλλον της φορολογίας και στην επίδραση των μερισμάτων στους επενδυτές,

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα τα οποία καλείται να επιλύσει μια επιχείρηση η οποία διανείμει μερίσματα, είναι αυτό της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους – διοίκησης – πιστωτών.

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται αναφορά σε όλες τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς γι' αυτό το θέμα καθώς και στην σύγκριση τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Γίνεται σύγκριση ανάμεσα στα μερίσματα και στη σύγχρονη εναλλακτική τους λύση, την επαναγορά μεριδίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρονται τρεις σύγχρονες, δημοσιευμένες μελέτες σημαντικών ερευνητών, οι οποίες κυρίως συνοψίζουν όσα έχουν αναφερθεί σε προηγούμενα κεφάλαια και δίνουν μια πιο πρόσφατη οπτική γωνία του θέματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Γίνεται η περιληπτική παρουσίαση πολλών μελετών, οι οποίες κατά την πλειοψηφία τους έχουν δημοσιευτεί από το 1993 έως και το 2004 σε σελίδες του Διαδικτύου αλλά και σε μεγάλα επιστημονικά περιοδικά και εφημερίδες. Θα πρέπει να αναφερθεί πως γίνεται και μια καταμέτρηση των προσεγγίσεων που γίνονται για την μελέτη των μερισμάτων.

Προσπαθήσαμε αυτή η εργασία να αποκτήσει όσο το δυνατό περισσότερο ενδιαφέρον αλλά και αντικειμενικότητα. Γι' αυτόν τον λόγο συμπεριελήφθαισαν πολλές προσεγγίσεις του θέματος αλλά και μια πληθώρα θεωριών πολλών σημαντικών μελετητών.

Οι σημαντικότερες δυσκολίες που έπρεπε να αντιμετωπίσουμε, όπως ήταν αναμενόμενο, παρουσιάστηκαν κατά την φάση της έρευνας για την συγκέντρωση στοιχείων. Όπως φαίνεται και από την βιβλιογραφία, ήταν ελάχιστοι οι Έλληνες συγγραφείς οι οποίοι έχουν ασχοληθεί με το θέμα της μερισματικής πολιτικής, αλλά ακόμα και αυτοί δεν είχαν εντυφλήσει τόσο σε αυτό το εξειδικευμένο ζήτημα ώστε να προσφέρουν όλα τα απαραίτητα στοιχεία. Θησαυρός γνώσεων και στην προκειμένη περίπτωση πληροφοριών, ήταν το Διαδίκτυο, όπου με την συστηματική εξερεύνηση και πλοήγηση σε διάφορες ιστοσελίδες βρέθηκαν όλες οι απαραίτητες πληροφορίες για την συγγραφή της παρούσας εργασίας.

Η δεύτερη, μικρότερη ίσως έκτασης δυσκολία, φάνηκε κατά την φάση ομαδοποίησης των στοιχείων. Όπως ήταν φυσικό, ο κάθε μελετητής στο συγγραφικό του έργο πρόσθετε και την προσωπική του άποψη. Επομένως ήταν αναγκαίο να γίνει μια επιλογή ερευνών ώστε τα στοιχεία που θα παρουσιαστούν στα ακόλουθα κεφάλαια να είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικά.

Παρόλες τις δυσκολίες, τεχνικού αλλά και ερευνητικού χαρακτήρα, η εργασία τελικά ολοκληρώθηκε. Ελπίζουμε σε μια ευχάριστη ανάγνωση αλλά και πληροφόρηση όλων των ενδιαφερόμενων.

ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ

Στους φίλους μου,
για την διαρκή παρουσία
τους δίπλα μου

Στην οικογένειά μου,
για την αμέριστη
συμπάραστασή τους

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε αρχικά τον κ. Πάρι Ζαχούρη, καθηγητή και επόπτη μας, για την πολύτιμη βοήθειά του σε αυτή την προσπάθεια μας, η οποία περιελάμβανε αρκετές συναντήσεις, καθώς και υλικό το οποίο μας χάραξε τον βασικό άξονα πάνω στον οποίο κινηθήκαμε.

Για την αμέριστη συμπαράσταση και βοήθεια, κυρίως σε ηλεκτρονικής φύσεως προβλήματα, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε από καρδιάς τον Αλέξανδρο Λεγαντή, που πάντα έβρισκε λύσεις σε όλα, καθώς και την Μυρσίνη Πολυχρόνη, που πάντα ήταν δίπλα μας όταν την χρειαστήκαμε.

Σας ευχαριστούμε...

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	Σελ. IV
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜ. ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	
1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Ιστορικά στοιχεία.....	1
1.3 Κέρδη – Μερισμάτα – Δαπάνες.....	3
1.4 Επίλογος.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	
2.1 Εισαγωγή.....	8
2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες πολιτικής μερισμάτων.....	8
2.2.1 Περιορισμοί.....	9
2.2.1.1 Μείωση Μετοχικού Κεφαλαίου.....	9
2.2.1.2 Δανειακές συμβάσεις.....	9
2.2.1.3 Ρευστότητα.....	9
2.2.1.4 Φόρος αδιανέμητων κερδών.....	9
2.2.1.5 Σταθερότητα κερδών.....	10
2.2.1.6 Πληθωρισμός.....	10
2.2.1.7 Αποτελέσματα πλειοψηφίας μετόχων.....	10
2.2.1.8 Συνθήκες στις κεφαλαιαγορές.....	10
2.2.2 Εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου.....	11
2.2.2.1 Κόστος έκδοσης νέων μετοχών.....	11
2.2.2.2 Αντικατάσταση ιδίων κεφαλαίων με ξένα.....	11
2.2.2.3 Έλεγχος.....	11
2.2.3 Επενδυτικές ευκαιρίες.....	11
2.2.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας.....	11
2.2.3.2 Χρόνος υλοποίησης επενδύσεων.....	12
2.3 Διαδικασία πληρωμής μερισμάτων.....	12
2.4 Μη χρηματικά μερίσματα.....	13

2.4.1	Μέρισμα σε μετοχές και διάσπαση μετοχών.....	13
2.4.2	Αντίστροφη διάσπαση μετοχών.....	13
2.4.3	Μετοχές θησαυροφυλακίου.....	14
2.4.4	Μέρισμα με την μορφή μετοχών.....	14
2.5	Σταθερότητα του μερίσματος.....	14
2.5.1	Ωφελιμότητα από την σταθερότητα του μερίσματος.....	16
2.6	Η επιλογή μεταξύ παρακρατήσεως και καταβολής του μερίσματος.....	16
2.7	Οι επιπτώσεις της μερισματικής πολιτικής στην τρέχουσα αξία της επιχείρησης.....	17
2.8	Ο βιολογικός κύκλος της μερισματικής πολιτικής.....	18
2.9	Μοντέλα αποτίμησης βασιζόμενα στα μερίσματα.....	22
2.9.1	Εισαγωγή.....	22
2.9.2	Παρουσίαση μοντέλων.....	22
2.10	Πώς βλέπουν οι επιχειρήσεις την μερισματική πολιτική.....	24
2.10.1	Η μελέτη του Lintner.....	24
2.10.2	Το μοντέλο Lintner.....	25
2.10.3	Σύγχρονες εναλλακτικές θεωρίες.....	27
2.10.3.1	Έρευνα Baker – Farelly – Edelman (1985).....	27
2.10.3.2	Έρευνα Benantzi – Michaely – Taler (1997).....	27
2.11	Επίλογος.....	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

3.1	Εισαγωγή.....	29
3.2	Η θεωρία των Miller – Modigliani.....	30
3.2.1	Το θεωρητικό μοντέλο.....	30
3.2.2	Το εμπειρικό μοντέλο.....	31
3.2.3	Συμπεράσματα.....	31
3.3	Οι θεωρίες που αφορούν το περιβάλλον της φορολογίας.....	32
3.3.1	Το μοντέλο Brennan (1971).....	32
3.3.1.1	Οι αποδείξεις.....	33
3.3.1.1.1	Το πείραμα των Black & Scholes (1974).....	33
3.3.1.1.2	Το πείραμα των Lintzenberger & Ramaswamy (1979).....	34
3.3.1.1.3	Σύγκριση των δυο μοντέλων.....	34

3.3.1.1.4	Η κριτική των Miller & Scholes (1982).....	35
3.3.1.1.5	Η εξέλιξη της θεωρίας των Lintzenberger & Ramaswamy – Η θεωρία των Kalay & Michaely (1980).....	35
3.3.2	Η επίδραση της φορολογίας στον πελάτη.....	36
3.3.2.1	Η εμπειρική απόδειξη των Lintzenberger & Ramaswamy (1980).....	36
3.3.3	Η περίπτωση της εταιρείας Citizens Utilities.....	37
3.3.3.1	Έρευνα του Long (1978).....	38
3.3.3.2	Έρευνα του Poterba (1986).....	38
3.3.3.3	Έρευνα των Hubbard – Michaely (1996).....	38
3.4	Μελέτες που αφορούν την περίοδο πριν την διανομή μερισμάτων.....	38
3.4.1	Η μελέτη των Elton & Gruber (1970).....	39
3.4.2	Η μελέτη του Kalay (1982).....	40
3.4.3	Η απόδειξη των Eades – Hess – Kim (1984).....	41
3.4.4	Η απόδειξη του Michaely (1991).....	43
3.4.5	Η απόδειξη των Eades – Hess – Kim (1994).....	43
3.4.6	Η απόδειξη του Barklay (1987).....	43
3.4.7	Συμπεράσματα.....	43
3.5	Μερισματική πολιτική και ασυμμετρία πληροφοριών.....	44
3.5.1	Μοντέλα ενημέρωσης	44
3.5.1.1	Το μοντέλο John & Williams (1985).....	44
3.5.1.2	Το μοντέλο Bhattacharya (1979).....	45
3.5.1.3	Το μοντέλο Miller & Rock (1985).....	45
3.5.2	Εναλλακτικά θεωρητικά μοντέλα.....	46
3.5.2.1	Θεωρία των John & Nachman (1986).....	46
3.5.3	Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν τις αντιδράσεις κατά της ανακοίνωσης μερισμάτων.....	47
3.5.3.1	Ανάλυση του Pettit (1972).....	47
3.5.3.2	Ανάλυση Aharony & Swary (1980).....	48
3.5.4	Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν τις αλλαγές στις προσδοκίες της αγοράς	48

3.5.4.1	Ανάλυση των Ofer & Siegel (1987).....	48
3.5.4.2	Ανάλυση των Dyl & Weigand(1998).....	49
3.5.5	Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν προβλέψεις για μελλοντικά κέρδη.....	49
3.5.5.1	Ανάλυση του Watts (1973).....	49
3.5.5.2	Ανάλυση των Lipson – Maquieira – Megginson (1998).....	49
3.6	Σύγχρονες έρευνες.....	50
3.6.1	«Η αύξηση των μερισμάτων είναι μεγαλύτερη από ποτέ» - Taub (2004).....	50
3.6.2	«Η ώρα της πληρωμής» - Larsen (2004).....	51
3.6.3	«Τα μερίσματα είναι για πάντα» - Schineder (2003).....	52
3.6.4	«Η μερισματική πολιτική και η μεταβλητότητα της τιμής των μετοχών στο Πακιστάν» - Nishat & Irfan (2001).....	54
3.6.4.1	Το θεωρητικό υπόβαθρο.....	55
3.6.4.2	Δεδομένα.....	56
3.6.4.3	Μεθοδολογία.....	56
3.6.4.4	Επεξήγηση των μεταβλητών.....	56
3.6.5	Ομαδοποίηση των σύγχρονων ερευνών και αντιπροσωπευτικά δείγματα.....	58
3.6.5.1	Αντιπροσωπευτικές μελέτες.....	59
3.7	Επίλογος	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΣΧΕΣΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜ. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

4.1	Εισαγωγή.....	71
4.2	Μέτοχοι εναντίον πιστωτών.....	72
4.2.1	Η διαφορετική επίδραση των μερισμάτων.....	74
4.2.2	Έρευνα του Kalay.....	74
4.3	Μέτοχοι εναντίον διοίκησης.....	74
4.3.1	Η θεωρία του Easterbook (1984).....	75
4.3.2	Η θεωρία του Jensen (1986).....	76
4.4	Εμπειρική ανάλυση των σχέσεων μετόχων – πιστωτών – διοίκησης.....	77
4.4.1	Εμπειρική ανάλυση της σχέσης μετόχων και πιστωτών.....	77

4.4.1.1 Έρευνα των Hadjinikolaou – Kalay (1984).....	77
4.4.1.2 Έρευνα των Dhillon & Johnson (1994).....	77
4.4.1.3 Έρευνα των Brickley (1983).....	78
4.4.2 Εμπειρική ανάλυση της σχέσης μετόχων και διοικητικών στελεχών....	78
4.4.2.1 Έρευνα των Lang & Litzberger (1989).....	78
4.4.2.2 Έρευνα των Agrawal & Jayaraman (1994).....	78
4.4.2.3 Έρευνα των Jensen – Solberg – Zorn (1992).....	79
4.4.2.4 Έρευνα των Lambert – Lanen – Larcker (1989).....	79
4.5 Επίλογος	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ – Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΛΥΣΗ

5.1 Εισαγωγή.....	81
5.2 Τα εξαφανισμένα μερίσματα.....	81
5.3 Απόκρυψη της ανεπάρκειας.....	82
5.4 Ξεπερνώντας την πολυπλοκότητα.....	83
5.5 Το δίλημμα των μερισμάτων: Η έρευνα του Adrian Wood.....	85
5.5.1 Πλεονεκτήματα του μερίσματος: Ο αντίποδας.....	86
5.6 Συμπεράσματα.....	88
5.7 Η έρευνα.....	88
5.7.1 Τα αποτελέσματα.....	89
5.8 Επίλογος.....	91

ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	92
-------------------------------------	-----------

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	97
-----------------------	-----------

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	
--------------------------	--

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μερισματική πολιτική, είναι μια πολύ σημαντική ενότητα στην ζωή πολλών επιχειρήσεων. Απαιτείται χρόνος και γνώσεις, όπως θα αναπτυχθεί και σε επόμενα κεφάλαια, για τον καθορισμό της. Κρίνεται όμως χρήσιμη μια αναδρομή στην πορεία της μερισματικής πολιτικής, καθαρά για λόγους γνωστικούς.

1.2 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Η ιστορία της πολιτικής του μερίσματος, ξεκίνησε στις αρχές του 16^{ου} αιώνα, όταν οι πλοίαρχοι μεγάλων εμπορικών πλοίων, στην Μ. Βρετανία και την Ολλανδία, άρχισαν να πληρώνουν σε επενδυτές μερίδια από τα έσοδα των ταξιδιών. Με αυτό τον τρόπο, οι μεριδιούχοι απόφευγαν τις πολύπλοκες λογιστικές διαδικασίες, λαμβάνοντας το μερίδιο τους γρήγορα. Αυτή ουσιαστικά ήταν η πρώτη μορφή διανομής μερίσματος.

Το 1700, το Βρετανικό Κοινοβούλιο είχε ψηφίσει δυο νόμους που ρύθμιζαν τις πληρωμές μερισμάτων: τον «νόμο των κερδών» και τον «νόμο μείωσης του κεφαλαίου». Ο πρώτος νόμος εφαρμόστηκε για να προστατέψει τους πιστωτές μιας επιχείρησης, που βρισκόταν στο στάδιο της εκκαθάρισης, από τις απαιτήσεις των μετόχων της. Ο δεύτερος νόμος ψηφίστηκε για να

προστατέψει την συνέχεια της ύπαρξης μιας επιχείρησης, μέσω της απαγόρευσης μετατροπής όλων των κερδών σε μερίσματα.

Η επιτυχία που είχε η διανομή μερίσματος στις ναυτιλιακές εταιρείες, παρότρυνε ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις, σε πολλούς διαφορετικούς κλάδους, να ακολουθήσουν μια ανάλογη πολιτική. Συγκεκριμένα, η πρώτη επιχείρηση στην Αμερική που ακολούθησε μια ανάλογη τακτική, κοντά στα δεδομένα των σημερινών επιχειρήσεων, ήταν ο Συνεταιρισμός για την Ασφάλεια Σπιτιών από την Απώλεια Φωτιάς, στην Φιλαδέλφεια το 1768 (*PHILADELPHIA CONTRIBUTIONSHIP FOR THE INSURING OF HOUSES FROM LOSS BY FIRE*). Ακολούθησαν όμως και άλλες πολλές μεγάλες εταιρείες, όπως το 1781 η Τράπεζα της Βόρειας Αμερικής, που αποφάσισε να αποδίδει υψηλά και αρκετά γενναιοδωρα μερίσματα και το 1790, η Τράπεζα των ΗΠΑ που καθόρισε ένα εξαμηνιαίο μέρισμα για τους μετόχους της.

Ο πρώτος νόμος που θεσπίστηκε στην Αμερική για τα μερίσματα, ήταν το 1825 στην Νέα Υόρκη, ο οποίος επέτρεπε την πληρωμή τους μόνο όταν αυτή πραγματοποιούταν από τα κέρδη μιας επιχείρησης. Ένας άλλος νόμος, ο οποίος ψηφίστηκε στην Μασαχουσέτη το 1830, απαγόρευε την πληρωμή μερισμάτων αν η εταιρεία είχε μεγάλα χρέη ή αν η πληρωμή τους δημιουργούσε πρόβλημα ρευστότητας.

Με τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στην Αμερική πλήρωνε τακτικά μερίσματα σε αναλογία 8% από τα καθαρά κέρδη. Η γενική άγνοια όμως που επικρατούσε ώθούσε τους επενδυτές να προσδιορίζουν την αξία μιας επιχείρησης από το ύψος του μερίσματος που πλήρωνε. Μετά μάλιστα το 1920, οι επιχειρήσεις αύξησαν το ποσοστό μερισμάτων σε 70% των καθαρών κερδών, προσελκύοντας ακόμα περισσότερους επενδυτές. Ακολουθώντας τις τάσεις της αγοράς, επιχειρήσεις κολοσσοί ανήγγειλαν μια νέα πορεία ως προς την μερισματική πολιτική τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτό της *GENERAL MOTORS*, το 1929, η οποία ανακοίνωσε πως θα διανείμει όλα τα κέρδη της ως μερίσματα κατά την διάρκεια ασταθών οικονομικών περιόδων και κρίσεων. Μάλιστα αρκετές μεγάλες επιχειρήσεις διένειμαν, κατά την ίδια περίοδο, 80% των κερδών τους ως μερίσματα για να επαναφέρουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην αγορά. Κατά την διάρκεια του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου τα μερίσματα

χρησιμοποιούνταν ως βοήθημα της Αμερικανικής Κυβερνήσεως για τον πόλεμο.

Στα χρόνια που ακολούθησαν την οικονομική κρίση του Παγκόσμιου Πολέμου, η πολιτική που ακολουθούσαν ως τότε σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις παρέμεινε ίδια, ενώ κατά την δεκαετία του 60' το ποσοστό μερισμάτων πλησίασε το 60% επί των καθαρών κερδών. Όσον αφορά τον τομέα της μερισματικής πολιτικής, η διοίκηση της κάθε επιχείρησης προσπαθούσε να εξομαλύνει την διανομή μερίσματος, τόσο προς όφελος των επενδυτών της όσο και προς όφελος δικό της.

1.3 ΚΕΡΔΗ – ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ – ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στον παρακάτω πίνακα, εμφανίζονται οι μεταβολές στα κέρδη μετά φόρου, στο ύψος των μερισμάτων, στο ποσοστό πληρωμής μερισμάτων το οποίο προκύπτει από την αναλογία των μερισμάτων προς τα κέρδη μετά φόρου, στις δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν για εξοπλισμό και κατασκευή εργοστασίων και τέλος στα μερίσματα που χρησιμοποιήθηκαν ως επενδύσεις, στην Αμερική από το 1950 – 1997 σε δις δολάρια:

Πίνακας 1.1

ΕΤΟΣ	ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΟΥ	ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	ΠΛΗΡΩΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑ- ΤΩΝ (%)	ΕΞΟΠΛΙΣ. & ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΑ	ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗ (%)
1950	22,80	9,20	40	20,60	45
1951	19,70	9,00	46	25,60	35
1952	17,20	9,00	52	26,50	34
1953	18,10	9,20	51	28,30	33
1954	16,80	9,80	58	26,80	37
1955	23,00	11,20	49	28,70	39
1956	23,50	12,10	51	35,08	34
1957	26,00	11,70	45	36,96	32

1958	22,30	11,60	52	30,53	38
1959	28,50	12,60	44	32,54	39
1960	26,70	13,40	50	35,68	38
1961	27,20	13,80	51	34,37	40
1962	31,20	15,20	49	37,31	41
1963	33,10	16,50	50	40,77	40
1964	38,40	17,80	46	46,97	38
1965	46,50	19,80	43	54,42	36
1966	49,90	20,80	42	63,51	33
1967	46,90	21,40	46	65,47	33
1968	46,20	21,90	47	67,76	32
1969	43,80	22,60	52	75,56	30
1970	37,00	22,90	62	79,71	29
1971	44,30	23,00	52	87,21	28
1972	54,60	24,60	45	88,44	28
1973	67,10	27,80	41	99,74	28
1974	74,50	31,00	42	112,40	28
1975	70,60	31,90	45	112,78	28
1976	92,20	37,50	41	120,15	31
1977	104,50	42,10	40	135,72	31
1978	140,30	44,60	32	153,82	29
1979	165,10	52,70	32	270,46	19
1980	149,80	58,60	39	295,63	20
1981	140,00	66,50	48	321,49	21
1982	104,80	69,20	66	282,71	24
1983	130,40	71,50	55	304,78	23
1984	146,10	79,00	54	254,44	31
1985	127,80	83,20	65	387,13	21
1986	115,30	91,30	79	379,47	24
1987	148,40	98,20	66	389,67	25
1988	180,50	110,00	61	455,49	24

1989	172,60	123,50	72	507,40	24
1990	227,10	153,50	68	534,76	29
1991	234,10	160,00	68	528,39	30
1992	256,20	171,10	67	546,60	31
1993	300,50	197,30	66	586,73	34
1994	348,50	216,20	62	638,37	34
1995	424,60	205,30	48	***	***
1996	454,10	261,90	58	***	***
1997	488,30	275,10	56	***	***

*επειδή άλλαξαν οι συνθήκες, τα μεγέθη δεν θεωρούνται συγκρίσιμα

Σε αυτή την περίοδο των 48 ετών, τα κέρδη μετά από την επιβολή φόρου αυξήθηκαν κατά 6,6% , τα μερίσματα κατά 7,3% και τέλος οι δαπάνες σε εξοπλισμό και εργοστάσια κατά 7,9% . Η μέση αναλογία πληρωμής, για όλη αυτή την περίοδο, ήταν 52% . Αν μελετηθεί το ποσοστό πληρωμής μερίσματος για κάθε δεκαετία ξεχωριστά, παρατηρείται ότι για την δεκαετία του 50' το μέσο ποσοστό ήταν 49% , για την δεκαετία του 60' το ποσοστό ήταν 48% , στην δεκαετία 70' η μέση πληρωμή ήταν 43% , στην δεκαετία του 80' το ποσοστό ήταν 60% , ενώ 62% ήταν για τα πρώτα οκτώ χρόνια της δεκαετίας του 90'.¹

Οι πληρωμές σε μερίσματα λοιπόν, είναι αλληλένδετες με τα κέρδη μιας επιχείρησης και με τις επενδύσεις της. Στους πίνακες που ακολουθούν γίνεται σύγκριση της πορείας του μερίσματος, των επενδύσεων και των κερδών μετά φόρου για την ίδια περίοδο, δηλαδή 1950 – 1997. Σύμφωνα με τα στοιχεία που ακολουθούν, φαίνεται πως οι επιχειρήσεις επιδίωξαν να έχουν ένα σταθερό μέρισμα σε σχέση με τα κέρδη και με τις νέες επενδύσεις τους. Όπως διαπιστώνεται λοιπόν, τα μερίσματα μεταβάλλονται με σταθερό ρυθμό και είναι λιγότερο άστατα σε σχέση με τα άλλα δύο μεγέθη. Χαρακτηριστική περίπτωση είναι το έτος 1980 κατά το οποίο ενώ τα κέρδη μειώνονται, τα μερίσματα αυξάνονται.

¹ Τα ποσοστά βρέθηκαν έπειτα από το άθροισμα των ακριβών ποσών που προέκυψαν από την διαίρεση των μερισμάτων με τα κέρδη μετά φόρου



Γραφ. Παράσταση 1.1



Γραφ. Παράσταση 1.2

Πηγή: "Dividend policy", Harvard Business School Press, 1999

1.4 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η μερισματική πολιτική, όπως θα δούμε και παρακάτω, σίγουρα πέρασε από πολλά στάδια μέχρι να εξελιχθεί στην μορφή που είναι σήμερα. Αν και στην αρχή οι επιχειρήσεις ήταν ιδιαίτερα επιφυλακτικές, όσον αφορά την διανομή μερίσματος, όπως φάνηκε και από τα παραπάνω στοιχεία, στην πορεία αυτή η σκέψη αντικαταστάθηκε από την βεβαιότητα ότι τελικά τα μερίσματα ωφελούν και δεν ζημιώνουν. Ακόμα και σε σύγκριση με τις επενδύσεις, τις οποίες επιθυμεί να πραγματοποιεί η διοίκηση σε μεγάλο βαθμό, τα μερίσματα κατά την διάρκεια των χρόνων άρχισαν να ισχυροποιούν την θέση τους και μάλιστα σε πολλές περιπτώσεις να γίνονται περισσότερο επιθυμητά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στις παρακάτω ενότητες παρατίθενται κάποια βασικά στοιχεία που αφορούν την πολιτική μερισμάτων μιας επιχείρησης. Προτού γίνει αναφορά στο πλήθος των θεωριών που αφορούν τα μερίσματα, είναι απαραίτητο να γίνει αναφορά σε κάποιες παράμετρους οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό την απόφαση μιας επιχείρησης για διανομή.

2.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Οι ανώνυμες εταιρείες επιλέγουν την πολιτική μερισμάτων με βάση τις απόψεις της διοίκησης σχετικά με το ποια θεωρία μερισμάτων είναι περισσότερο ορθή, αλλά και βάση μιας σειράς παραγόντων. Οι κυριότεροι παράγοντες, οι οποίοι καθορίζουν την πολιτική μερισμάτων μιας ανώνυμης εταιρείας, στην πράξη μπορεί να καταταχθούν σε τρεις κατηγορίες: *περιοριστικοί, εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου, και επενδυτικές ευκαιρίες*. Καθεμία από αυτές τις κατηγορίες περιλαμβάνει κάποιους επιμέρους παράγοντες οι οποίοι και αναπτύσσονται παρακάτω.

2.2.1 Περιορισμοί

2.2.1.1 Μείωση μετοχικού κεφαλαίου

Οι πληρωμές μερισμάτων δεν μπορεί να υπερβαίνουν το ύψος των καθαρών κερδών (*net profits rule*)

2.2.1.2 Δανειοληπτική ικανότητα

Η πολιτική του μερίσματος επηρεάζεται και από τη δανειοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Αν η διοίκηση της έχει λόγους να πιστεύει ότι η άντληση δανείων από την κεφαλαιαγορά θα είναι δυσχερής, θα αποφύγει τη διανομή υψηλού μερίσματος

2.2.1.3 Ρευστότητα

Το αν θα διανεμηθεί υψηλό ποσοστό των καθαρών κερδών ή όχι εξαρτάται και από τη ρευστότητα που έχει η επιχείρηση. Το μέρισμα αντιπροσωπεύει μια ταμειακή εκροή για την επιχείρηση. Αν η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό ρευστότητας θα είναι εύκολο να διαθέσει σημαντικό ποσοστό κερδών της ως μέρισμα. Αντίθετα, αν η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας μια εκταμίευση ρευστών με τη διανομή μερίσματος μπορεί να της δημιουργήσει προβλήματα σε ότι αφορά στην εκπλήρωση διαφόρων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

2.2.1.4 Φόρος αδιανέμητων κερδών

Τα κεφαλαιακά κέρδη σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται, ενώ σε άλλες φορολογούνται με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα μερίσματα. Για να αποφευχθεί η χρησιμοποίηση της εταιρείας από τους μετόχους ως ένας μηχανισμός αποφυγής ή μείωσης της φορολογίας του ατομικού τους εισοδήματος, η φορολογική νομοθεσία των ανώνυμων εταιρειών επιβάλλει φόρο εκτός από τα διανεμόμενα και στα αδιανέμητα κέρδη.

2.2.1.5 Σταθερότητα κερδών

Μια εταιρεία που πραγματοποιεί σχετικά σταθερά κέρδη είναι συχνά σε θέση να προβλέψει την μελλοντική οικονομική της κατάσταση. Κατά συνέπεια, η εταιρεία αυτή είναι περισσότερο πιθανό να διανείμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό σε σχέση με μια εταιρεία η οποία παρουσιάζει διακυμάνσεις όσον αφορά τον τομέα των κερδών της.

2.2.1.6 Πληθωρισμός

Η πολιτική του μερίσματος επηρεάζεται και από τον πληθωρισμό που επικρατεί σε μια χώρα. Όταν οι τιμές των κεφαλαιουχικών αγαθών αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, τα ρευστά κεφάλαια που προκύπτουν από την πραγματοποίηση προγραμματισμένων αποσβέσεων είναι πιθανό να μην επαρκούν για την αντικατάσταση των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης.

2.2.1.7 Αποτελεσματική πλειοψηφία των μετόχων

Η μη διανομή του μερίσματος αποτελεί μια από τις δυο μεθόδους που διαθέτει κάθε επιχείρηση για αυξήσει το κεφάλαιο της. Αν η επιχείρηση έχει μειωμένη δανειοληπτική ικανότητα και συγχρόνως ακολουθεί πολιτική διανομής υψηλού μερίσματος είναι πολύ πιθανόν ότι θα αναγκαστεί να προσφύγει στην έκδοση νέων μετοχών για να μπορέσει να συνεχίσει την ομαλή χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της.

2.2.1.8 Συνθήκες στις κεφαλαιαγορές

Η πολιτική του μερίσματος που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση δεν μπορεί να καθοριστεί χωρίς να ληφθούν υπόψη οι γενικότερες συνθήκες που αναμένεται να επικρατήσουν στις κεφαλαιαγορές. Ιδιαίτερα πρέπει να εξεταστεί κατά πόσο στην αγορά μετοχικών τίτλων θα υπάρχει μεγάλη ή μικρή προσφορά επενδυτών που ενδιαφέρονται να συνεισφέρουν κεφάλαιο με την αγορά μετοχών

2.2.2 Εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου

2.2.2.1 Κόστος έκδοσης νέων μετοχών

Μια εταιρεία μπορεί να αντλήσει ίδια κεφάλαια είτε με παρακράτηση κερδών είτε με έκδοση νέων μετοχών. Αν το κόστος έκδοσης νέων μετοχών είναι υψηλό, τότε το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου θα είναι σημαντικά υψηλότερο από το κόστος των αποθεματικών και κατά συνέπεια η εταιρεία θα έχει συμφέρον να θέσει ένα χαμηλό στόχο πληρωμής μερισμάτων, δηλαδή να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της με παρακράτηση κερδών παρά με έκδοση νέων μετοχών. Το κόστος έκδοσης νέων μετοχών διαφέρει μεταξύ των εταιρειών.

2.2.2.2 Αντικατάσταση ιδίων κεφαλαίων με ξένα

Αν μια εταιρεία μπορεί να αυξήσει τη δανειακή της επιβάρυνση χωρίς σημαντική αύξηση του κόστους κεφαλαίου, τότε μπορεί να υιοθετήσει μια υψηλότερη πληρωμή μερισμάτων.

2.2.2.3 Έλεγχος

Πολλές εταιρείες έχουν υιοθετήσει την πολιτική να επεκτείνονται μόνο μέχρι του σημείου που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετοχών μπορεί να εξασθενήσει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετοχών της εταιρείας.

2.2.3 Επενδυτικές ευκαιρίες

2.2.3.1 Ρυθμός ανάπτυξης εταιρείας

Όσο ταχύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας, τόσο μεγαλύτερες είναι οι ανάγκες χρηματοδότησης για την επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων. Επιπλέον όσο μεγαλύτερες είναι οι μελλοντικές ανάγκες σε κεφάλαια, τόσο περισσότερο πιθανό είναι η εταιρεία να παρακρατήσει τα κέρδη της αντί να τα διανεμίει.

2.2.3.2 Χρόνος υλοποίησης επενδύσεων

Η δυνατότητα επιτάχυνσης ή επιβράδυνσης του χρόνου υλοποίησης των διαφόρων επενδύσεων επιτρέπει σε μια εταιρεία να επιδιώξει με μεγαλύτερη ελαστικότητα την υιοθέτηση μιας πολιτικής σταθερού μερίσματος.

2.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Στις Η.Π.Α, τα μερίσματα καταβάλλονται συνήθως ανά τρίμηνο. Η διαδικασία πληρωμής των μερισμάτων περιλαμβάνει τα ακόλουθα τέσσερα βήματα :

1) Ημερομηνία αναγγελίας

Την Ημερομηνία αναγγελίας (*declaration date*), το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας συνεδριάζει και αναγγέλλει τη διανομή τακτικού μερίσματος εκδίδοντας σχετική ανακοίνωση.

2) Ημερομηνία καταχώρησης

Στο τέλος των εργασιών στις 10 Δεκεμβρίου, η εταιρεία κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών και καταρτίζει κατάλογο μετοχών. Η 10^η Δεκεμβρίου καλείται ημερομηνία καταχώρησης (*holder-of-record date*).

3) Ημερομηνία μη καταβολής του μερίσματος

Η αγορά έχει θεσπίσει έναν κανόνα που αναφέρει ότι το δικαίωμα για το μέρισμα παραμένει στην μετοχή μέχρι τέσσερις εργάσιμες ημέρες πριν από την ημερομηνία καταχώρησης. Την τέταρτη μέρα πριν από την παραπάνω ημερομηνία, το δικαίωμα για το μέρισμα αποκόπτεται από τις μετοχές. Η ημερομηνία κατά την οποία το δικαίωμα για το μέρισμα αποκόπτεται από τις μετοχές ονομάζεται ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος (*ex-dividend date*).

4) Ημερομηνία πληρωμής

Τελικά στις 4 Ιανουαρίου η εταιρεία θα ταχυδρομήσει κανονικά τις επιταγές των μερισμάτων στους καταχωρημένους μετόχους (*payment date*).

2.4 ΕΙΔΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

2.4.1 Μέρισμα σε μετοχές και διάσπαση τους

Η κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσεως πραγματοποιείται με τη διαμονή μερίσματος σε μετοχές (*stock dividend*). Αυτό σημαίνει αύξηση του αριθμού των μετοχών των παρόντων μετόχων. Το μέρισμα σε μετοχές δεν είναι απαραίτητο να καταβάλλεται σε μετοχές όμοιες με τις υπάρχουσες. Η κεφαλαιοποίηση των κερδών μπορεί να βασιστεί στην ονομαστική (μη εισηγμένες εταιρείες) ή στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (εισηγμένες εταιρείες).

Από την πλευρά των επενδυτών δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ μερίσματος σε μετοχές και διάσπασης μετοχής. Και στις δυο περιπτώσεις, οι μέτοχοι δεν γίνονται πλουσιότεροι αλλά απλώς κατέχουν περισσότερες μετοχές της ίδιας εταιρείας. Πολλοί μέτοχοι δεν συνειδητοποιούν ότι οι περισσότερες μετοχές αντιπροσωπεύουν την ίδια αναλογία στην ιδιοκτησία της εταιρείας όπως πριν πραγματοποιηθεί η διανομή μερίσματος σε μετοχές ή η διάσπαση της μετοχής.

Η σύγχυση αυτή οφείλεται κυρίως στην διανομή μερίσματος σε μετρητά. Αν η εταιρεία συνεχίζει να πληρώνει το ίδιο μέρισμα ανά μετοχή, επιπρόσθετα της αύξησης του αριθμού μετοχών δια μέσου διανομής μερίσματος σε μετοχές ή διάσπασης μετοχής, ο επενδυτής θα εισπράξει μεγαλύτερη χρηματική απόδοση. Όμως, ο επενδυτής είναι σε καλύτερη θέση επειδή η εταιρεία αύξησε τα μερίσματα και όχι επειδή κατέχει περισσότερες μετοχές.

Οι εταιρείες χρησιμοποιούν το μέρισμα σε μετοχές και τη διάσπαση των μετοχών για τέσσερις κυρίως λόγους. Πρώτον, η αύξηση του αριθμού των μετοχών επιτρέπει στην εταιρεία να διατηρήσει την τιμή των μετοχών σε επίπεδα που δίνουν τη δυνατότητα σε μεγάλο αριθμό επενδυτών να αγοράσουν τις μετοχές.

Δεύτερον, η αύξηση του αριθμού των μετοχών μπορεί να αυξήσει το μέσο αριθμό μετοχών που διαπραγματεύονται σε μια ημέρα (*floating supply*). Τρίτον, ο αυξημένος αριθμός μετοχών μπορεί να μεταφέρει πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με την καλή οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Τέταρτον, το μέρισμα σε μετοχές και η διάσπαση μετοχών επιτρέπει στην

εταιρεία να αποφύγει τις ταμιακές εκροές που υποχρεωτικά συνεπάγεται η καταβολή μερισμάτων.

2.4.2 Αντίστροφη διάσπαση

Η αντίστροφη διάσπαση (*reverse split*) σημαίνει μείωση του αριθμού των μετοχών και ανάλογη αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Τα κέρδη και τα μερίσματα που αντιστοιχούν τώρα σε κάθε νέα μετοχή αυξάνονται και κατά συνέπεια αυξάνεται και η τιμή της μετοχής. Πολλές φορές αιτία της αντίστροφης διάσπασης είναι οι διάφορες οικονομικές δυσκολίες.

2.4.3 Μετοχές θησαυροφυλακίου

Οι μετοχές θησαυροφυλακίου (*treasure stock*) είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για τις κοινές μετοχές που επαναγόρασε η εκδότρια εταιρεία. Η επαναγορά αποτελεί εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων. Η επαναγορά έχει ως συνέπεια να παραμένουν λιγότερες μετοχές σε κυκλοφορία.

2.5 ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Σχετικά με την πολιτική του μερισματος μπορούμε να διακρίνουμε τις επιχειρήσεις σε δυο διαφορετικές κατηγορίες: σε εκείνες που έχουν καθορίσει ένα μακροπρόθεσμο επιθυμητό ποσοστό των καθαρών κερδών που θα διανέμουν ως μέρισμα άσχετα από τις διακυμάνσεις που υφίστανται τα καθαρά τους κέρδη, και σε εκείνες που επιδιώκουν τη διανομή ενός σταθερού ποσού ως μέρισμα ανά μετοχή από έτος σε έτος.

Στην πρώτη κατηγορία το μέρισμα ανά μετοχή αντανάκλα τις διακυμάνσεις που υφίστανται από έτος σε έτος τα καθαρά κέρδη. Αν η οικονομική συγκυρία σε μια χρήση είναι ευνοϊκή και τα κέρδη της εταιρείας υψηλά, δίνεται υψηλό μέρισμα. Αν η οικονομική συγκυρία είναι δυσμενής και υπάρχουν ζημιές, δε διανέμεται καθόλου μέρισμα στους μετόχους.

Στην δεύτερη κατηγορία, τις διακυμάνσεις στα καθαρά κέρδη που προκύπτουν για την επιχείρηση από έτος σε έτος τις “απορροφούν” τα αποθεματικά. Στην περίπτωση που τα καθαρά κέρδη είναι υψηλά σε σύγκριση με το ποσό που συνήθως διανέμεται στους μετόχους τα αποθεματικά της εταιρείας θα παρουσιάσουν αύξηση ενώ αν τα καθαρά κέρδη είναι χαμηλά θα διανεμηθούν, στο μεγαλύτερο τους ποσοστό, στους μετόχους και τα αποθεματικά δε θα παρουσιάσουν σημαντική αλλαγή.

Συνοπτικά, θα μπορούσε να ειπωθεί πως οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψιν τους ακόλουθους παράγοντες:

Ερμηνεία πολιτικής. Όταν η εταιρεία δεν μειώνει το μέρισμα, παρ’ όλο που τα κέρδη είναι μειωμένα, η εμπιστοσύνη των μετόχων προς την εταιρεία ενισχύεται και αυτό μπορεί να ερμηνευθεί πως η πτώση στα κέρδη είναι προσωρινή. Όσο περισσότερο βέβαιη είναι η καταβολή του μερίσματος τόσο και η ζητούμενη από τους επενδυτές απόδοση είναι μικρότερη και συνεπώς η τιμή της μετοχής υψηλότερη. Αντίθετα η πολιτική του διακυμαινόμενου μερίσματος εγκλείει αυξημένη αβεβαιότητα ως προς το μέγεθος του αναμενόμενου μερίσματος και συνεπώς οι επενδυτές χρησιμοποιούν και αυξημένο επιτόκιο προεξόφλησης για να προσδιορίσουν την τιμή με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα. Αυτό σημαίνει αυξημένο κόστος κεφαλαίου για την εταιρεία.

Τρέχον εισόδημα. Είναι φυσικό πως εκείνοι οι μέτοχοι που χρησιμοποιούν το μέρισμα σαν εισόδημα να πληρώνουν κάτι επιπλέον για να αποκτήσουν μετοχές που έχουν αυξημένη πιθανότητα σταθερού και συνεχούς μερίσματος. Επιπλέον, όταν το μέρισμα είναι μειωμένο σε μια διαχειριστική περίοδο επειδή και τα κέρδη είναι μειωμένα, θα ακολουθήσει και η πτώση στην τιμή της μετοχής.

Επένδυση αδρανών μετρητών. Οι εταιρείες προτιμούν την πολιτική του σταθερού μερίσματος γιατί πιστεύουν ότι αυτή έχει θετικό αποτέλεσμα επί της αξίας της μετοχής.

Αγορά ιδίων μετοχών

Πρόσφατα επιτράπηκε στις εταιρείες να αγοράζουν το 10% των δικών τους μετοχών. Η απόφαση για να επαναγοράσουν τις μετοχές περιλαμβάνει τη διάθεση κεφαλαίων γι αυτό χρησιμοποιείται και σαν διανομή μερίσματος. Επιχειρήσεις που δεν έχουν ευκαιρίες επενδύσεων, έχουν όμως περίσσειμα

μετρητών, προβαίνουν αντί για αύξηση του μερίσματος, σε επαναγορές. Από φορολογικής πλευράς, όγω του ότι η επαναγορά πλεονεκτεί της διανομής του μερίσματος, προτιμάται από τους μετόχους. Σε περίπτωση λοιπόν που υπάρχουν αδιανέμητα μετρητά σε επιχειρήσεις, οι μέτοχοι επιθυμούν να διανεμηθούν σε αυτούς με τη μορφή επαναγοράς των μετοχών από την ίδια την εταιρεία. Κατ' αυτό τον τρόπο πραγματοποιούν κεφαλαιακά κέρδη τα οποία είναι αφορολόγητα.

2.5.1 Ωφελιμότητα από την σταθερότητα του μερίσματος

Η σχετική σταθερότητα στο μέρισμα ανά μετοχή που έχει παρουσιάσει μια εταιρεία στο πρόσφατο παρελθόν είναι πολύ πιθανό να δημιουργεί ανάμεσα στους μετόχους ένα αίσθημα σχετικής βεβαιότητας ότι η τάση που παρουσιάστηκε στο παρελθόν θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Αντίθετα, αν στο πρόσφατο παρελθόν το μέρισμα ανά μετοχή παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις, οι μέτοχοι είναι επόμενο ότι θα διακατέχονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας σχετικά με τα μελλοντικά μερίσματα.

Πολλοί επενδυτές επιθυμούν όταν αγοράζουν μετοχές να έχουν ένα συγκεκριμένο τακτικό εισόδημα από την επένδυση τους ώστε να προγραμματίσουν καλύτερα τις δαπάνες τους. Οι επενδυτές αυτοί είναι πιο εύκολο να ικανοποιηθούν όταν υπάρχει ένα σταθερό ετήσιο μέρισμα παρά όταν τα μερίσματα παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές από έτος σε έτος.

2.6 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΑΞΥ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Τα αδιανέμητα κέρδη αποτελούν εσωτερική πηγή ιδίων κεφαλαίων για την επιχείρηση. Ως ιδιοκτήτες οι κοινοί μέτοχοι έχουν δικαιώματα στο σύνολο των κερδών της επιχειρήσεως, τα οποία καταβάλλονται με την μορφή μερισμάτων. Η επιχείρηση οφείλει να παρακρατεί κέρδη ή να μην καταβάλλει μερίσματα μόνο σε περίπτωση που μπορεί να τα επενδύσει σε έργα υποσχόμενα τουλάχιστον τον απαιτούμενο από τους μετόχους συντελεστή αποδόσεως.

Τα συμφέροντα των μετόχων εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο, όταν η επιχείρηση επενδύει τα κέρδη της σε έργα που έχουν υψηλότερους συντελεστές αποδόσεως από τους απαιτούμενους.

Στην πραγματικότητα, εφόσον υπάρχουν παρόμοιες επενδυτικές ευκαιρίες, η επιχείρηση οφείλει (θεωρητικά) να παρακρατεί όλα τα κέρδη και να μην καταβάλει μερίσματα, αν θέλει να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων της. Αυτή η άποψη είναι γνωστή ως αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων με την μέθοδο των επενδυτικών ευκαιριών. Η μερισματική πολιτική δεν είναι τόσο ευέλικτη. Και αυτό οφείλεται σε πολλούς λόγους, όπως:

- 1) Οι επενδυτές πιθανόν να προτιμούν μια σταθερή ροή μερισματικών καταβολών για τις ανάγκες του δικού τους προγραμματισμού.
- 2) Τα ξένα κεφάλαια είναι πολύ φθηνότερη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση και, επομένως η επιχείρηση να τα προτιμά από τα παρακρατούμενα κέρδη.
- 3) Οι επενδυτικές ευκαιρίες με αποδόσεις μεγαλύτερες από την απαιτούμενη αποτελούν συνήθως την εξαίρεση και όχι τον κανόνα.

2.7 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

A) Ο **Durand** επισήμανε τέσσερα βασικά προβλήματα που συνδέονται με τον στόχο της μεγιστοποίησης των κερδών :

- 1) ο στόχος είναι ασαφής όσον αφορά το μέγεθος των εισοδηματικών ροών
- 2) τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, σε δεδομένη στιγμή, μπορεί να μην είναι ίσα με τις χρηματικές εκροές προς τους μέτοχους της
- 3) η έννοια αυτή αγνοεί τις διαχρονικές προτιμήσεις (καταναλωτικά και επενδυτικά σχήματα) των μετόχων
- 4) η έννοια αυτή δεν αναγνωρίζει τον κίνδυνο των μελλοντικών προσδοκώμενων εισοδηματικών ροών.

Β) Οι υποθέσεις της ασυνάφειας των μερισμάτων, οι οποίες διατυπώθηκαν αρχικά από τους *Merton Miller* και *Franco Modigliani* βασίζονται στην άποψη ότι οι επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης είναι ανεξάρτητες από την μερισματική της πολιτική. Άρα τα παρόντα και μελλοντικά της μερίσματα είναι ανεξάρτητα από την αποτίμηση των κερδών της. Το συμπέρασμα αυτό απορρέει από τις ακόλουθες τρεις υποθέσεις :

- 1) Υπάρχουν πολλοί επενδυτές στην κεφαλαιαγορά που έχουν ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στις απαραίτητες πληροφορίες, δεν αντιμετωπίζουν έξοδα συναλλαγής και φορολογούνται με τον ίδιο συντελεστή στα μερίσματά τους και την υπεραξία από την ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων.
- 2) Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ κερδών από υπεραξία και μερισμάτων. Η υπόθεση αυτή πηγάζει άμεσα από την αναφορά για την τελειότητα των κεφαλαιαγορών και την ομοιομορφία της φορολογίας των διαφόρων πηγών εσόδων.
- 3) Υπάρχει απόλυτη βεβαιότητα σχετικά με τα μελλοντικά επενδυτικά προγράμματα και τα κέρδη κάθε επιχείρησης.

Γ) Οι υποθέσεις της πρωτεύουσας σημασίας των μερισμάτων, οι οποίες συνδέονται με την ερευνά του *Myron J. Gordon*, υποστηρίζουν ότι υπάρχει άμεση σχέση ανάμεσα στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης και την αποτίμηση της από την αγορά. Τα συμπεράσματα του *Gordon* βασίζονται στο ότι οι επενδυτές συνήθως δείχνουν αποστροφή προς τον κίνδυνο και αποδίδουν στα μελλοντικά μερίσματα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου απ' ότι στα παρόντα (τρέχοντα).

2.8 Ο ΒΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Οι φάσεις του βιολογικού κύκλου της επιχείρησης, καθώς και οι φάσεις του οικονομικού κύκλου είναι σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την εξέλιξη των χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Στην προκειμένη περίπτωση, το μέγεθος του ποσοστού καταβολής μερίσματος εξαρτάται και από τους δυο κύκλους. Είναι γνωστό από την θεωρία του οικονομικού κύκλου ότι στις

φάσεις της **Ανάκαμψης** και της **Ευημερίας** η επιχείρηση διευρύνει την παρουσία της στην αγορά με την αύξηση του παραγωγικού της δυναμικού. Αυτό συνίσταται από νέες και συμπληρωματικές επενδύσεις σε εργοστασιακές εγκαταστάσεις και μηχανολογικό εξοπλισμό. Η χρηματοδότηση αυτών των νέων επενδύσεων πρέπει αναγκαστικά να προέλθει από ένα συνδυασμό κεφαλαίων εξωτερικής και εσωτερικής προέλευσης.

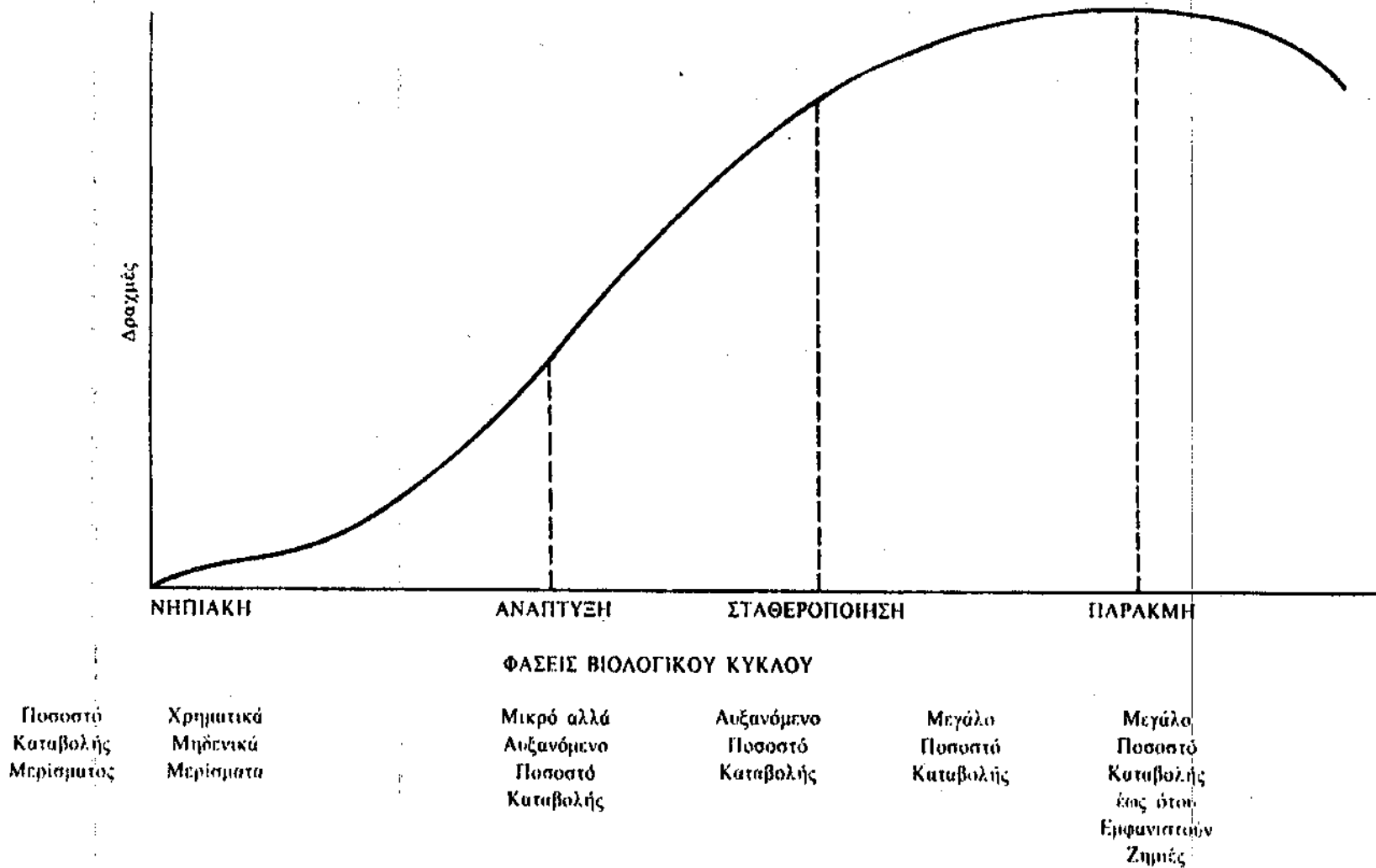
Κατά τις δυο φάσεις του οικονομικού κύκλου, το γενικό επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας είναι πολύ υψηλό, γεγονός που δημιουργεί σημαντικές πιέσεις στη δυναμικότητα των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών και οδηγεί στην αύξηση του κόστους δανεισμού. Επομένως, για να αντλήσουν τις μεγάλες ποσότητες κεφαλαίων που απαιτούνται και για να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησης, οι επιχειρήσεις κάνουν χρήση κεφαλαίων εσωτερικής προέλευσης.

Κατά τη διάρκεια των δυο τελευταίων φάσεων του οικονομικού κύκλου, δηλαδή της **Κάμψης** και της **Υφεσης**, οι επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης μειώνονται σημαντικά και το ίδιο συμβαίνει με την ζήτηση κεφαλαίων. Επομένως, όσο υπάρχουν κέρδη για τη διανομή προς τους μετόχους, τα διευθύνοντα στελέχη αυξάνουν το ποσοστό καταβολής μερίσματος με προθυμία, ώστε να μείνουν ικανοποιημένοι οι μέτοχοι της επιχείρησης. Συμπερασματικά, οι διάφορες φάσεις του επαναλαμβανόμενου οικονομικού κύκλου έχουν σημαντική επίδραση στο ύψος του ποσοστού καταβολής μερίσματος μιας επιχείρησης. Ενώ οι επιπτώσεις των φάσεων του οικονομικού κύκλου είναι προσωρινές και περιοδικές, οι επιπτώσεις του βιολογικού κύκλου έχουν μεγαλύτερη διάρκεια και είναι αμετάκλητες.

Οι επιπτώσεις του βιολογικού κύκλου της επιχείρησης απεικονίζονται στο παρακάτω σχήμα, απ' όπου φαίνεται ότι με την ωρίμανσή της ωριμάζει και η μερισματική της πολιτική. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της **Νηπιακής** φάσης και του πρώτου μέρους της φάσης της **Ανάπτυξης**, οι επιχειρήσεις δημιουργούν μικρά κέρδη, τα οποία χρησιμοποιούν για τις απαιτούμενες νέες επενδύσεις. Στην ίδια περίοδο, συμβαίνει επίσης να έχουν τις μεγαλύτερες ανάγκες χρηματοδότησης, ώστε να εξασφαλίσουν την επιβίωσή τους. Συνεπώς, δεν είναι δυνατό να γίνει κατανομή μερισμάτων κατά τη διάρκεια των κρίσιμων αυτών φάσεων. Όμως, μόλις οι πιθανότητες επιβίωσης της επιχείρησης αυξηθούν με την επιτυχή της διέλευση από την φάση της

Σταθεροποίησης, υπάρχουν κέρδη για διανομή και καθιερώνεται κάποιο μικρό αλλά αυξανόμενο ποσοστό καταβολής. Από το σημείο αυτό και μετά, αν δεν παρουσιαστούν δυσμενείς συνέπειες από τον οικονομικό κύκλο, το ποσοστό καταβολής συνεχίζει να αυξάνει και τελικά σταθεροποιείται σε ένα υψηλό επίπεδο, που αντανάκλα την ωρίμανση της επιχείρησης και τις περιορισμένες ευκαιρίες, οι οποίες έχουν απομείνει για επανεπένδυση των κερδών της. Η κατάσταση αυτή συνεχίζεται μέχρι να αρχίσουν να εμφανίζονται ζημιές κατά τη διάρκεια της φάσης της **Παρακμής**. Στην επόμενη σελίδα παρατίθεται ο πίνακας 2.1 με όλες τις παραπάνω φάσεις.

Πίνακας 2.1



2.9 ΔΙΑΦΟΡΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΑ ΣΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.9.1 Εισαγωγή

Η θεωρία αποτίμησης μιας μετοχής στηρίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχουν ορισμένες συναφείς μεταβλητές και σχέσεις που μπορούν να απομονωθούν και να χρησιμοποιηθούν σ' ένα μοντέλο αποτίμησης. Πολλές απ' αυτές τις μεταβλητές είναι δυνατό να εκφραστούν ποσοτικά και να χρησιμοποιηθούν σε μαθηματικά μοντέλα αποτίμησης, ενώ άλλες είναι ποιοτικές από τη φύση τους και επομένως χρήσιμες σε περιγραφικά μοντέλα.

2.9.2 Παρουσίαση μοντέλων

Ένα από τα πιο βασικά μοντέλα αποτίμησης έχει στηριχθεί στην υπόθεση ότι οι επενδυτές αγοράζουν κάποιο χρεόγραφο αποβλέποντας στις προσδοκώμενες μερισματικές ροές του. Επομένως, οι τιμές των μετοχών προσδιορίζονται από την κεφαλαιοποίηση της μελλοντικής μερισματικής ροής με συγκεκριμένο επιτόκιο. Το επιτόκιο αυτό εξαρτάται συνήθως από τον κλάδο, στον οποίο ανήκει η επιχείρηση και την προβλεπόμενη αβεβαιότητα των μερισμάτων της. Στο παρόν τμήμα θα εξεταστούν δυο παρόμοια μοντέλα, το μοντέλο των Gordon και Shapiro και το μοντέλο του Walters.

A. Το Μοντέλο των Gordon και Shapiro

Το μοντέλο των *Gordon* και *Shapiro* στηρίζεται στην υπόθεση ότι η τρέχουσα τιμή ενός χρεογράφου είναι το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισματικών του ροών. Στην απλή του μορφή, το μοντέλο αυτό υποθέτει ότι η επιχείρηση δε διαθέτει ξένα κεφάλαια και έχει απεριόριστη διάρκεια ζωής. Εφόσον δεν υπάρχει εξωτερικός δανεισμός, η ανάπτυξη της επιχείρησης πρέπει να προέλθει από την παρακράτηση των κερδών της. Έχουν γίνει οι δυο ακόλουθες υποθέσεις :

- 1) Τα μερίσματα της επιχείρησης θα αυξηθούν με ρυθμό αναλογικό προς το παρόν τους επίπεδο. Δηλαδή :

$$\frac{dm}{dt} = \theta M$$

Όπου:

M = μέρισμα ανά μετοχή ή σύνολο καταβαλλόμενων μερισμάτων,

θ = ρυθμός αύξησης των μερισμάτων και της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης

2) Η αξία της μερισματικής ροής προεξοφλείται διαχρονικά με συντελεστή αναλογικό προς την παρούσα αξία της. Δηλαδή:

$$\frac{da}{dt} = -\kappa A$$

Όπου:

A = η αξία της μερισματικής ροής,

κ = τρέχων συντελεστής προεξόφλησης.

B. Το Μοντέλο του Walter

Άλλο μοντέλο αποτίμησης είναι το μοντέλο του *J.E. Walter*. Ο *Walter* προσπάθησε να παρουσιάσει ένα πλαίσιο αποτίμησης που χρησιμοποιεί την υπόθεση ότι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης καθοδηγείται από το στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των κοινών της μετοχών. Το μοντέλο αυτό εκφράζεται από την ακόλουθη εξίσωση :

$$T_0 = \frac{KAM}{\kappa} + \frac{\theta - \kappa}{\kappa^2} (KAM - M)$$

Όπου:

T_0 = τρέχουσα τιμή της μετοχής της επιχείρησης,

κ = τρέχων συντελεστής προεξόφλησης,

θ = αποδοτικότητα των αδιανέμητων κερδών (ρυθμός ανάπτυξης),

KAM = κέρδη ανά μετοχή,

M = μέρισμα ανά μετοχή.

2.10 ΠΩΣ ΒΛΕΠΟΥΝ ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Σε αυτή την ενότητα εξετάζεται αν η πορεία που ακολουθεί μια επιχείρηση επηρεάζεται από την μερισματική της πολιτική. Μελετάται δηλαδή εάν τα στελέχη μιας επιχείρησης δρούν βάση της ιδέας πως η μερισματική πολιτική είναι σημαντική και αν χαράσσουν μια συγκεκριμένη στρατηγική όσον αφορά τον τομέα αυτό.

2.10.1 Η μελέτη του Lintner (1956)

Ο *Lintner* εξέτασε τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις σκέφτονται όταν παίρνουν αποφάσεις σχετικά με την μερισματική τους πολιτική. Εξετάζοντας μια σειρά από παλιότερες έρευνες κατέληξε σε μια λίστα από δεκαπέντε παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις μερισμάτων. Οι δαπάνες για αγορά νέου εξοπλισμού, το μέγεθος της επιχείρησης, η επιθυμία για εξωτερική χρηματοδότηση και η σταθερότητα των κερδών ήταν μόνο μερικοί από αυτούς. Στην συνέχεια, από ένα δείγμα 600 βιομηχανικών επιχειρήσεων, επέλεξε 28 οι οποίες αν και δεν ήταν οι πιο αντιπροσωπευτικές του κλάδου τους, παρουσίαζαν και τους δεκαπέντε παράγοντες που είχε καθορίσει ο *Lintner*.

Μετά την ολοκλήρωση συλλογής στοιχείων, ο *Lintner*, πήρε συνεντεύξεις από τα στελέχη των επιχειρήσεων που ήταν υπεύθυνα για την λήψη μερισματικών αποφάσεων, όπως οι πρόεδροι, αντιπρόεδροι και οικονομικοί διευθυντές. Πρώτη και κύρια ερώτηση, κατά την φάση της συνέντευξης, ήταν εάν το ήδη υπάρχον μέρισμα θα έπρεπε να μεταβληθεί. Το συμπέρασμα που

έβγαλε ο *Lintner* ήταν πως μια αλλαγή στο μέρισμα ήταν επιθυμητή από την πλειοψηφία των ερωτηθέντων. Στην συνέχεια, ως φυσικό επακόλουθο της πρώτης ερώτησης, τα στελέχη έπρεπε να απαντήσουν ποιο θεωρούσαν ως κατάλληλο μέγεθος αυτής της μεταβολής. Οι απαντήσεις και σε αυτή την ερώτηση ήταν σχεδόν όμοιες : αυτό που επιθυμεί η αγορά.

Οι παρατηρήσεις του *Lintner* βάση και των υπόλοιπων ερωτήσεων ήταν σαφείς. Τα στελέχη πίστευαν πως οι μέτοχοι επιθυμούν ένα σταθερά αυξανόμενο μέρισμα, αλλά και η ίδια η αγορά επευφημεί την στάση αυτή. Αντίθετα ένα μειωμένο μέρισμα δεν είναι επιθυμητό από την αγορά, σύμφωνα πάντα με την γνώμη των ερωτηθέντων. Επιπλέον, μια αύξηση στο μέρισμα πραγματοποιούταν μόνο όταν η επιχείρηση μπορούσε να κάνει πρόβλεψη για μελλοντικά κέρδη στο μέλλον, ενώ το μέρισμα μειωνόταν αν τα στελέχη πίστευαν πως κάποιες περίοδοι κρίσης δεν θα ξεπερνιόντουσαν γρήγορα. Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας ουσιαστικά ήταν πως τα κέρδη μιας επιχείρησης ήταν ο κυρίαρχος παράγοντας κατά την χάραξη της μερισματικής της πολιτικής. Επιγραμματικά, τα συμπεράσματα του *Lintner* ήταν τα εξής:

- 1) Τα επίπεδα του παρόντος και του μελλοντικού ποσοστού καταβολής μερίσματος δεν είχαν τόση σημασία, όση μια πιθανή μεταβολή του παρόντος ποσοστού καταβολής,
- 2) Τα διοικητικά στελέχη ενδιαφέρονται για μεταβολές του ποσοστού καταβολής, οι οποίες θα μπορούσαν να διατηρηθούν και δεν πρόκειται να ανατραπούν,
- 3) Οι μερισματικές αποφάσεις στηρίζονταν πρωταρχικά σε δραστικές αλλά μόνιμες μεταβολές των κερδών της επιχείρησης,
- 4) Η εξέλιξη των μερισμάτων δεν επηρεαζόταν σημαντικά από τις ανάγκες χρηματοδότησης των επενδυτικών έργων της επιχείρησης.

2.10.2 Το μοντέλο του *Lintner*

Μελετώντας τα στοιχεία που είχε στην διάθεση του, ο *Lintner*, ανέπτυξε ένα μαθηματικό μοντέλο το οποίο περιέγραφε ουσιαστικά την διαδικασία που ακολουθούσαν οι επιχειρήσεις κατά την χάραξη της στρατηγικής τους στον τομέα των μερισμάτων. Το μοντέλο αυτό οριζόταν ως εξής:

$$\Delta D_{it} = A_i + C_i(r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + U_{it}$$

Όπου:

ΔD_{it} : οι αλλαγές στα μερίσματα ανά μερίδιο που παρατηρούνται από την περίοδο t-1 έως την t, για μια εταιρεία i.

A_i : η διακοπή πληρωμής μερίσματος για μια επιχείρηση i

C_i : η ταχύτητα με την οποία ρυθμίζονται τα θέματα στην επιχείρηση i

r_i : το ποσό πληρωμής μερισμάτων που έχει καθοριστεί ως στόχος για μια επιχείρηση i

E_{it} : τα κέρδη μετά φόρου ανά μερίδιο για μια περίοδο t και για μια επιχείρηση i

$D_{i(t-1)}$: τα μερίσματα ανά μερίδιο που αποδώθηκαν την τελευταία περίοδο για μια επιχείρηση i

U_{it} : μια αρνητική περίοδος για μια επιχείρηση i και για μια περίοδο t

Ο *Lintner*, συνεχίζοντας την έρευνά του και εφαρμόζοντας πραγματικά δεδομένα επάνω στο μαθηματικό μοντέλο του, βρήκε πως κατά ένα ποσοστό της τάξεως του 85% οι μερισματικές μεταβολές εξηγούνταν βάση του τύπου αυτού. Τα στοιχεία έδειξαν πως οι επιχειρήσεις αποφεύγουν τις μειώσεις μερισμάτων ακόμα και όταν τα κέρδη μειώνονται, όπως άλλωστε συμπέρανε και από τις συνεντεύξεις. Επιγραμματικά, το μοντέλο του *Lintner* έδειξε πως οι επιχειρήσεις:

- 1) προσπαθούν να σταθεροποιούν τα μερίσματα και όποτε είναι αυτό εφικτό να τα αυξάνουν,
- 2) επιθυμούν να ορίσουν ένα κατάλληλο ύψος διανομής μερίσματος,
- 3) αποφεύγουν την μείωση ή και παύση των μερισμάτων, όποτε ασφαλώς αυτό είναι δυνατό.

Αξίζει να σημειωθεί πως το μοντέλο του *Lintner* ήταν τόσο διαχρονικό που μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και σε περιόδους μεταγενέστερες από εκείνες που χρησιμοποιήθηκε.

2.10.3 Σύγχρονες εναλλακτικές θεωρίες

2.10.3.1 Έρευνα των Baker – Farelly – Edelman (1985)

Αν και το μοντέλο του *Lintner*, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, είναι διαχρονικό και εφαρμόζεται μέχρι και σήμερα, έκαναν την εμφάνισή τους και άλλες εναλλακτικές θεωρίες όπως αυτή των B-F-E.

Οι παραπάνω ερευνητές ζήτησαν από τα στελέχη των επιχειρήσεων που είχαν στο δείγμα τους να προσδιορίσουν εκείνους τους παράγοντες που θεωρούν ως τους πιο σημαντικούς κατά τον καθορισμό της μερισματικής τους πολιτικής. Λαμβάνοντας υπόψιν τις απαντήσεις που είχαν στην διάθεση τους κατά την φάση της συνέντευξης, στην συνέχεια σύγκριναν τα στοιχεία τους με αυτά του *Lintner*. Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν οι B-F-E ήταν παρόμοια και για τις δυο έρευνες. Συγκεκριμένα βρήκαν πως οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να έχουν ένα συνεχές σταθερό μέρισμα, ενώ παράλληλα πιστεύουν πως η μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αξία των μεριδίων.

2.10.3.2 Έρευνα των Benartzi – Michaely – Thaler (1997)

Οι B-M-T κατά την σχετικά πρόσφατη έρευνά τους, διαπίστωσαν πως το μοντέλο του *Lintner*, ακόμα και μετά από τόσα χρόνια, παραμένει η καλύτερη μέθοδος για την περιγραφή του καθορισμού της μερισματικής πολιτικής. Επίσης, θεωρούν πως η μεταβολή σε ένα μέρισμα οποσδήποτε αντανάκλα κάποια μεταβολή στην ίδια την επιχείρηση. Για παράδειγμα μια αύξηση του μερίσματος δείχνει πως η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης είναι καλή.

2.11 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στις παραπάνω ενοτητες, αναπτύχθηκαν κάποιες βασικές έννοιες οι οποίες βοήθησαν να γίνει μια πρώτη εισαγωγή σε μια μεγάλη παράμετρο, την διανομή μερισμάτων. Τελικά τα μερίσματα, παίζουν σημαντικό ρόλο για την ζωή των επιχειρήσεων και παραπάνω φαίνονται οι επιπτώσεις που αυτά μπορούν να έχουν. Η έναρξη ή παύση πληρωμής μερίσματος μπορούν να επηρεάσουν την αγορά η οποία με την σειρά της μπορεί να εκλαμβάνει την κάθε ενέργεια ως θετικό ή αρνητικό οικονομικό αντίστοιχα, για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Αναφέρθηκαν επίσης όλοι εκείνοι οι παράγοντες που μπορούν να επιδράσουν στην διανομή μερίσματος, με σημαντικότερη ίσως την επίδραση που μπορεί να έχουν οι μεταβολές της κεφαλαιαγοράς στην απόφαση για διανομή. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσίαζε και ο κύκλος ζωής του μερίσματος, στον οποίο φανερώνεται η σχέση ανάμεσα στην επιχείρηση και τις επενδύσεις με τα μερίσματα.

Ο Lintner, με την σειρά του, σχεδίασε ένα μοντέλο πάνω στο οποίο βασίστηκαν οι μελέτες πολλών μεταγενέστερων οικονομολόγων. Βάση ενός δείγματος, το οποίο περιελάμβανε πολλές προσωπικές συνεντεύξεις και ενός μαθηματικού μοντέλου, ο Lintner κατόρθωσε να αποδείξει πως οι επιχειρήσεις πράγματι ενδιαφέρονται για την χάραξη μιας στρατηγικής η οποία θα περιλαμβάνει αποδοχή μερίσματος και φροντίζουν για την αύξηση ή έστω σταθεροποίηση του. Ακόμα και μεταγενέστερες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν τόσο από τους Benartzi – Michaely – Thaler, όσο και από τους Baker – Farelly – Edelman, επιβεβαίωσαν τον Lintner δείχνοντας πως οι επιχειρήσεις επιθυμούν ένα συνεχές σταθερό μέρισμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εταιρική πολιτική μερισμάτων έχει μαγνητίσει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων αυτού του αιώνα, ενώ πάνω από πέντε δεκαετίες έχει αποτελέσει θέμα θεωρητικής προσέγγισης και εμπειρικής εξέτασης. Ένας μεγάλος αριθμός από θεωρητικά μοντέλα, συγκρουόμενα μεταξύ τους και με έλλειψη ισχυρής εμπειρικής υποστήριξης, προσπαθεί να εξηγήσει τις διαφορές στην μερισματική συμπεριφορά κάθε επιχείρησης.

Οι πρώτες θεωρητικές προσεγγίσεις, όσον αφορά την μερισματική πολιτική, αναφέρονται στην πρόβλεψη της επίδρασης της πληρωμής μερισμάτων. Κατά την διάρκεια λοιπόν του προηγούμενου αιώνα τρεις απόψεις επικράτησαν όσον αφορά τα μερίσματα:

- Τα μερίσματα είναι ελκυστική και θετική επιρροή στην τιμή των αποθεμάτων (δηλ. μετοχών).
- Οι τιμές των αποθεμάτων σχετίζονται αρνητικά με τα επίπεδα πληρωμής των μερισμάτων.
- Η σταθερή πολιτική μερισμάτων είναι άσχετη με την αξιολόγηση της τιμής των αποθεμάτων.

Στην συνέχεια, παρουσιάζεται αναλυτικά ένας μεγάλος αριθμός θεωρητικών μοντέλων για την καλύτερη προσέγγιση του θέματος.

3.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ MILLER – MODIGLIANI (1961)

Το 1961, δυο μελλοντικοί Νομπελίστες, ο *Merton Miller* και ο *Franco Modigliani*, δημοσίευσαν ένα άρθρο, υποστηρίζοντας ότι η πληρωμή σε μερίσματα, όσο μεγάλη και αν είναι αυτή, δεν μπορεί να αυξήσει την περιουσία των μετόχων, ενώ όλες οι πολιτικές μερισμάτων είναι ισοδύναμες μεταξύ τους. Αυτή η άποψη αποδοκιμάστηκε έντονα από πολλούς ακαδημαϊκούς και οικονομολόγους της εποχής εκείνης, αφού μέχρι τότε ίσχυε πως όσο μεγαλύτερο το μέρισμα, τόσο το καλύτερο για τον μέτοχο. Η ανάλυση της θεωρίας τους, που ακολουθεί παρακάτω, έγινε από τους ίδιους σε αγορά που επικρατούν τέλειες συνθήκες, για να αποτραπεί η ανάλυση πολλών περίπλοκων θεμάτων ταυτόχρονα.

3.2.1 Το θεωρητικό μοντέλο

Η θέση των MM είναι πολύ ισχυρή, αλλά δεν αποδεικνύεται. Πιθανόν, οι παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική πολιτική, όπως το κόστος χρήματος, το κόστος των συναλλαγών, η διαθεσιμότητα των κεφαλαίων κ.λ.π να επηρεάζουν τις προτιμήσεις των επενδυτών ή το κόστος των αποθεματικών και να είναι η αιτία να μην ισχύει η παραπάνω θέση.

Οι MM στηρίζουν τις απόψεις τους θεωρητικά με τις εξής προϋποθέσεις:

- 1) Οι αγορές μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι αποτελεσματικές.
- 2) Δεν υπάρχει φορολογία.
- 3) Δεν υπάρχει κόστος έκδοσης ή κόστος συναλλαγών.
- 4) Είναι δεδομένη η επενδυτική πολιτική της Α.Ε.
- 5) Επενδυτές και διοίκηση έχουν την ίδια πληροφόρηση για μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

3.2.2 Το εμπειρικό μοντέλο

Σύμφωνα με τους M.M, εάν η επιχείρηση αποφασίσει να πληρώσει ένα μερίσμα πάνω από το κανονικό, θα πρέπει να αυξήσει και τα κέρδη της κατά ανάλογο ποσοστό. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, λαμβάνονται υπόψη τα εξής στοιχεία: αυτή η έξτρα χρηματοδότηση θα πρέπει να πραγματοποιηθεί από την επιχείρηση μέχρι το τέλος της επόμενης περιόδου, ενώ η ίδια οικονομική ενέργεια απαιτεί και ένα ανάλογο ποσό που θα επιστραφεί πίσω στην επιχείρηση (επένδυση), έστω r . Το ερώτημα που θα μπορούσε να τεθεί, είναι ποιες θα είναι οι συνέπειες αυτής της πληρωμής για την επιχείρηση. Η πληρωμή λοιπόν ενός μεγαλύτερου μερίσματος την μια περίοδο, αντισταθμίζεται από μια μείωση του μερίσματος το επόμενο έτος. Πώς γίνεται αυτό; Η αύξηση της πληρωμής του μερίσματος το έτος x , αντιστοιχεί σε μια παράλληλη αύξηση των εσόδων της επιχείρησης, που προέρχονται και από τις επενδύσεις. Επομένως ότι κερδίσουν παραπάνω οι μέτοχοι το έτος x , το επόμενο έτος το δίνουν την επόμενη περίοδο αυξημένο και με τόκο, για να καλυφθεί οικονομικά η επιχείρηση.

Εάν δοθεί ένα ευρώ² παραπάνω ως μερίσμα, η αγορά θα έχει απώλεια ακριβώς ένα ευρώ αφού η αξία αυτή αντιπροσωπεύει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που χάνονται για να δοθεί αυτό το μικρό ποσό.

Έστω ότι μια επιχείρηση έχει σαν υπόλοιπο πληρωμής μερίσματος 0 ευρώ και αποφασίζει να πληρώσει σαν επιπλέον μερίσμα 2 ευρώ ανά μερίδιο. Η διοίκηση θα πρέπει τότε να αυξήσει κατά 2 ευρώ το μερίδιο της στην αγορά κατά ένα σχετικό ποσοστό 10%. Ταυτόχρονα λοιπόν με τους μετόχους, οι οποίοι λαμβάνουν ως επιπλέον μερίσμα 2 ευρώ, η αγορά αναγνωρίζει την αύξηση της υποχρέωσης της διοίκησης να πληρώσει παραπάνω χρήματα και την μείωση της ικανότητας της επιχείρησης να πληρώσει μερίσματα την επόμενη περίοδο αξίας 2 ευρώ συν τον τόκο, ή αλλιώς 2,20 ευρώ ανά μερίδιο.

3.2.3 Συμπεράσματα

Ακόμα και σήμερα, η θεωρία των M&M για την μερισματική πολιτική δεν

²Αντί για δολάρια, που χρησιμοποίησαν οι MM, στην παραπάνω περιγραφή χρησιμοποιήθηκε το ευρώ για να συμβαδίζει περισσότερο με τα δεδομένα της εποχής.

έχει γίνει αποδεκτή από πολλούς οικονομικούς διευθυντές. Κάποιοι υποστηρίζουν ένθερμα πως η μερισματική πολιτική μπορεί να έχει θετική επιρροή στην οικονομική κατάσταση των μετόχων και ότι η τιμή των μεριδίων δεν μπορεί να μειωθεί εξαιτίας μιας αύξησης των μερισμάτων.

Αν το σκεφτεί κάποιος καλύτερα η θεωρία των M&M μειονεκτεί σε ένα βασικό σημείο. Η αγορά δεν βρίσκεται ποτέ σε τέλειες συνθήκες, (πχ. με αμετάβλητο φορολογικό σύστημα, με συνθήκες πλήρους απασχόλησης, ίδια συμφέροντα μετόχων και επιχείρησης κτλ), με αποτέλεσμα να δημιουργείται κενό όταν γίνεται εφαρμογή της θεωρίας στον σύγχρονο, πραγματικό κόσμο.

3.3 ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Το φορολογικό σύστημα κάθε χώρας, μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό την πολιτική μερισμάτων που ακολουθούν οι επιχειρήσεις. Η αξία της αγοράς προσδιορίζεται από τις προεξοφλήσεις που αναμένονται από τα κέρδη μετά φόρου. Οποιαδήποτε διαφορετική φορολογική μεταχείριση, στον τομέα των μερισμάτων, μπορεί να μεταβάλει τα κέρδη του μετόχου, επιδρώντας παράλληλα και την ζήτησή του για μερίσματα. Επιπλέον, οι φόροι μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις για τις πληρωμές μερισμάτων από επιχειρήσεις που επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την αξία τους στην αγορά μέσω της διανομής υψηλών μερισμάτων.

Σε αυτήν λοιπόν την ενότητα, παρουσιάζονται όλες οι θεωρίες και οι εμπειρικές αναλύσεις που σχετίζονται με την επίδραση του φορολογικού καθεστώτος στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής.

3.3.1 Το μοντέλο του Brennan (1970)

Η εκδοχή του *Brennan*, αναφέρει πως μια ασφαλής επιστροφή χρημάτων, πριν από τους φόρους, είναι γραμμικά και θετικά σχετιζόμενη με ένα συστηματικό κίνδυνο και με την παραγωγή μερίσματος. Μια υψηλή επιστροφή χρημάτων από την επιχείρηση στους επενδυτές, αποζημιώνει τους τελευταίους από οποιαδήποτε φορολογικά μειονεκτήματα που μπορεί να

έχουν για τα μερίσματα τους. Το μοντέλο αυτό, μπορεί να αποτυπωθεί ως εξής:

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

Όπου:

r_{it} = ύψος της επιστροφής

i = απόθεμα

t = χρόνος

b_{it} = κίνδυνος για την περίοδο t

d_{it} = παραγωγή μερίσματος στο απόθεμα i

r_{ft} = λιγότερο επικίνδυνο ύψος των τόκων κατά την περίοδο t

a = μεταβλητές

Εάν η μεταβλητή a_3 , για παράδειγμα, είναι θετική, το αποτέλεσμα μεταφράζεται σαν ένα φορολογικό μειονέκτημα των μερισμάτων. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες, πριν από τους φόρους, επιστροφές χρημάτων για να αντισταθμίσουν την υψηλή φορολογία κατά την διανομή υψηλού μερίσματος.

3.3.1.1 Οι αποδείξεις

Οι δύο σημαντικότερες αποδείξεις του μοντέλου του *Brennan*, ήταν αυτές των *Black & Scholes (1974)* και των *Litzenberger & Ramaswamy (1979)*. Η πρώτη απόδειξη, κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι φόροι δεν έχουν καμία επίδραση στην εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής. Η δεύτερη θεωρία, αποδεικνύει ότι οι επιστροφές χρημάτων συνδέονται θετικά με την παραγωγή μερίσματος.

3.3.1.1.1 Το πείραμα των *Black & Scholes (1974)*

Οι B&S κατασκεύασαν χαρτοφυλάκια από μετοχές και εξέτασαν την επίδραση της παραγωγής μερίσματος στις αναμενόμενες επιστροφές χρημάτων τους. Χρησιμοποίησαν μια μακροπρόθεσμη προσέγγιση για την παραγωγή του μερίσματος – τα μερίσματα της προηγούμενης χρονιάς διαιρούνταν με την τιμή μεριδίου στο τέλος του έτους. Ταξινόμησαν λοιπόν μια μετοχή με μεγάλη παραγωγή μερίσματος, σαν να έχουν ένα υψηλό μέρισμα και το επόμενο έτος. Ερευνώντας τα στοιχεία που είχαν στην διάθεση τους, οι B&S δεν βρήκαν καμία διαφορά ανάμεσα στην επιστροφή, πριν την φορολογία, υψηλής και χαμηλής παραγωγής μερισμάτων. Επίσης, δεν βρήκαν καμία διαφορά ανάμεσα στις επιστροφές, μετά φόρου, αυτών των μετοχών. Βάση αυτών των στοιχείων συμβούλευαν τους επενδυτές να αγνοούν τα μερίσματα που πρόσφεραν οι επιχειρήσεις κατά τον σχηματισμό του χαρτοφυλακίου τους.

3.3.1.1.2 Το πείραμα των Litzenberger & Ramaswamy (1979)

Τα αποτελέσματα της έρευνας των L&R ήταν εντελώς διαφορετικά από την προηγούμενη μελέτη. Η εμπειρική έρευνα των L&R, περιλαμβάνει τρία στάδια. Πρώτα, ο συστηματικός κίνδυνος για κάθε μετοχή υπολογίζεται για κάθε μήνα που περιλαμβάνεται στην έρευνα. Για τους ίδιους μήνες γίνεται υπολογισμός της αναμενόμενης παραγωγής μερίσματος, για κάθε μετοχή του εξεταζόμενου δείγματος. Το δεύτερο στάδιο περιλαμβάνει μια τμηματική υποχώρηση των επιστροφών των μετοχών του μηνιαίου αναμενόμενου μερίσματος, για κάθε μήνα των ετών, από το 1936 – 1977. Το τρίτο στάδιο, υπολογίζει την σημασία της υποχώρησης αυτής. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής έδειξαν πως οποιαδήποτε θετική παραγωγή μερίσματος λειτουργεί σαν απόδειξη της επίδραση των φόρων.

3.3.1.1.3 Σύγκριση των παραπάνω μελετών

Στην μελέτη τους, οι B&S απέτυχαν να βρουν κάποια διαφορά στις μακροπρόθεσμες επιστροφές των μετοχών που παράγουν υψηλά και χαμηλά μερίσματα. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές δεν κερδίζουν μεγαλύτερες, μακροπρόθεσμες (π.χ ετήσιες), πριν την φορολογία, επιστροφές, σε

μεγαλύτερες αποδόσεις μετοχών. Οι L&R, αντίθετα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές παρέχουν μεγαλύτερες, πριν την φορολογία, επιστροφές, κατά την διάρκεια των μηνών που προηγούνται της διανομής μερίσματος.

3.3.1.1.4 Η κριτική των Miller & Scholes (1982)

Οι M&S άσκησαν κριτική στα αποτελέσματα της έρευνας των Litzenger & Ramaswamy, υποστηρίζοντας ότι η χρήση τους είναι μόνο πληροφοριακή. Η μέθοδος των τελευταίων, όπως υποστήριζαν οι M&S, αγνοούσε κάποιες ανακοινώσεις για παραλείψεις μερισμάτων, οι οποίες δεν είχαν αναφερθεί στο *Κέντρο Έρευνας για την Ασφάλεια των Τιμών (Center for Research in Security Prices - CRSP)*, μέρος από το οποίο άντλησαν τις πληροφορίες για την έρευνα τους. Μια παράλειψη απόδοσης μερίσματος που ακολουθούσε ένα θετικά αναμενόμενο μέρισμα, αποτελεί μια μελλοντική ανακοίνωση για μείωση του μερίσματος, την οποία η αγορά αντιλαμβάνεται ως κακό οινό.

Το 1982 οι L&R, με την σειρά τους, απάντησαν σε αυτή την κριτική με την χρήση εναλλακτικών μετρήσεων των αναμενόμενων, βραχυπρόθεσμων μερισμάτων. Στην νέα έρευνα που έκαναν, υπέθεσαν πως τα αποθέματα είχαν θετικώς αναμενόμενα μερίσματα, μόνο κατά την διάρκεια των μηνών που προηγούνταν της διανομής μερίσματος.

3.3.1.1.5 Η εξέλιξη της θεωρίας των Litzenger & Ramaswamy – Το μοντέλο των Kalay & Michaely (1993)

Πρόσφατα, οι Kalay & Michaely (1993), παρουσίασαν μια τροποποιημένη μορφή του πειράματος των L&R, χρησιμοποιώντας εβδομαδιαίες επιστροφές. Περιορίσαν το δείγμα σε περιπτώσεις όπου το μέρισμα ανακοινώνεται κατά την διάρκεια της εβδομάδας που προηγείται της εβδομάδας που διανέμεται το μέρισμα, χωρίς να περιλαμβάνουν περιόδους κατά τις οποίες η επιχείρηση δεν πλήρωνε μερίσματα. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν και πάλι μια θετική συνέργια της παραγωγής μερίσματος και των φόρων.

Οι K&M, ουσιαστικά διασκεύασαν την μελέτη των L&R χρησιμοποιώντας μια θετική και στατιστικά σημαντική παραγωγή μερίσματος, η οποία συνδέει τα εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα. Αυτά τα στοιχεία εμφανίζουν μια μηνιαία παραγωγή μερίσματος 0,226% και μια ανάλογη εβδομαδιαία 0,246% , τα οποία ποσοστά είναι σχεδόν ίδια. Όπως αποδείχτηκε σε αυτό το πείραμα, όλες οι επιστροφές συμβαίνουν κατά την εβδομάδα πριν την διανομή του μερίσματος.

Στην συνέχεια το πείραμα επαναλήφθηκε, με την χρήση τριμηνιαίων δεδομένων. Οι K&M υπέθεσαν ότι τα αναμενόμενα τριμηνιαία μερίσματα ήταν ίσα με το κύριο τριμηνιαίο μέρισμα του προηγούμενου ημερολογιακού έτους. Αυτή η διαδικασία είχε σαν συμπέρασμα ότι τα αποθέματα έχουν μεγαλύτερες επιστροφές χρημάτων κατά την διάρκεια της εβδομάδος (ή του μήνα) που προηγείται της διανομής.

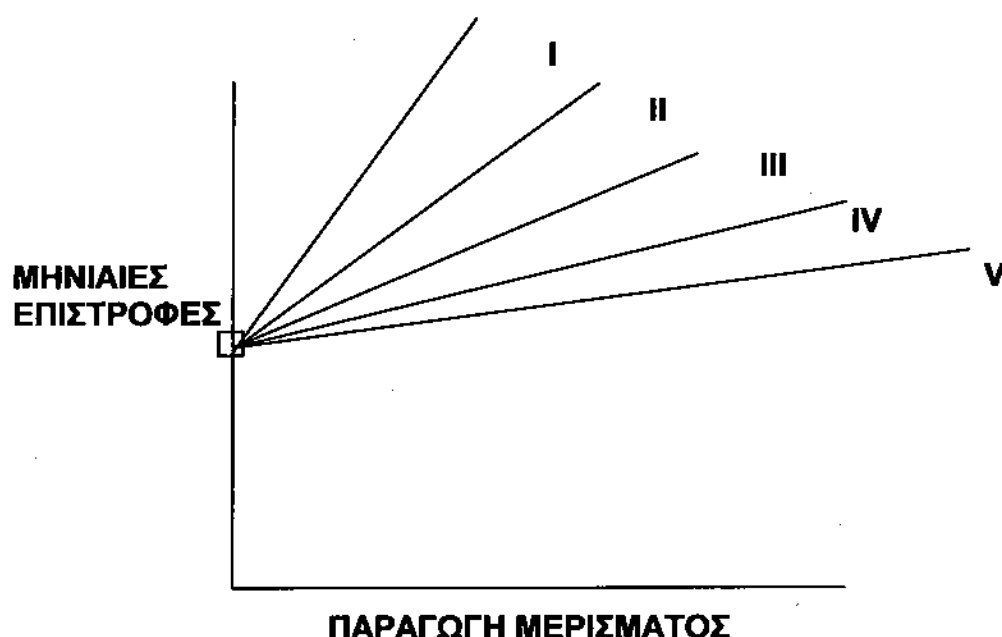
3.3.2 Η επίδραση της φορολογίας στους πελάτες

Ο παράγοντας της φορολογίας, όπως έχει διαπιστωθεί, δεν είναι αμελητέος ούτε για την επιχείρηση, αλλά ούτε και για το εξωτερικό περιβάλλον της και συγκεκριμένα τους επενδυτές – πελάτες της. Παρακάτω αναφέρονται κάποιες μελέτες οι οποίες αποδεικνύουν αυτή την άποψη.

3.3.2.1 Η εμπειρική απόδειξη των Litzenberger & Ramaswamy (1980)

Επίδραση των πελατών στην οικονομία υπάρχει όταν οι επενδυτές, που ανήκουν στα υψηλότερα ή χαμηλότερα φορολογικά κλιμάκια, αγοράζουν μετοχές με αντίστοιχη απόδοση χαμηλών ή υψηλών μερισμάτων. Οι L&R υποθέτουν πως ένα μεγαλύτερο μέρισμα συνεπάγεται και υψηλότερη φορολογία για τον επενδυτή. Κατά την έρευνα τους, χώρισαν τα αποθέματα σε πέντε κατηγορίες ανάλογα με την αναμενόμενη απόδοση μερισμάτων, ξεκινώντας από την κατηγορία 1 – που περιλαμβάνει το μικρότερο μέρισμα και τελειώνοντας στην κατηγορία 5 – που περιλαμβάνει το υψηλότερο μέρισμα. Βρήκαν λοιπόν πως στην κατηγορία 5 το μέρισμα τελικά ήταν μικρότερο από το αναμενόμενο, αποτέλεσμα που αποδόθηκε στην επίδραση της φορολογίας επάνω στους επενδυτές.

Το παρακάτω σχεδιάγραμμα βοηθά αρκετά στην καλύτερη κατανόηση της παραπάνω ανάλυσης. Σε αυτό, παρουσιάζεται μια κατάσταση κατά την οποία όλα τα αποθέματα έχουν υψηλότερες αποδόσεις, κατά την περίοδο πριν της διανομής, οι οποίες δεν σχετίζονται με την παραγωγή μερίσματος.



Σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, αυτές οι μηνιαίες επιστροφές είναι υψηλότερες κατά την περίοδο προ διανομής του μερίσματος, αλλά δεν σχετίζονται με την παραγωγή του μερίσματος. Οι γραμμές I – V, είναι οι κατηγορίες που δημιούργησαν οι L&R.

3.3.3 Η περίπτωση της εταιρείας "CITIZENS UTILITIES"

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον, για την εξέταση του παράγοντα της φορολογίας, παρουσιάζει η εταιρεία Citizens Utilities. Πρέπει να τονιστεί πως η εταιρεία επιλέχθηκε τυχαία από πλήθος ομοίων της. Οι παρακάτω έρευνες παρουσιάζουν τις επιδράσεις της φορολογίας στην εκτίμηση της αγοράς για την διανομή μερίσματος.

3.3.3.1 Έρευνα του Long (1978)

Κατά την περίοδο του 1956, η αμερικάνικη εταιρεία *Citizens Utilities* έκδοσε δυο είδη κοινών μετοχών τα οποία διάφεραν μόνο στον τρόπο απόδοσης του μερίσματος τους. Κατά το πρώτο είδος η εταιρεία απέδιδε μέρισμα σε μετρητά, ενώ κατά το δεύτερο είδος το μέρισμα ήταν σε μετοχές. Πρέπει να σημειωθεί πως και τα δυο είδη μερισμάτων είχαν την ίδια αξία στην αγορά. Ο Long σύγκρινε την αξία αγοράς των δύο μεριδίων, ενώ βρήκε πως η εταιρεία πλήρωνε σχεδόν πάντα 8 – 10% περισσότερα μερίσματα σε μετοχές παρά σε μετρητά. Η σχέση ανάμεσα σε αυτές τις πληρωμές ήταν εξαιρετικά σταθερή και προβλέψιμη, ενώ και οι επενδυτές δεν είχαν δυσκολία κατά την μελλοντική πρόβλεψη της αναλογίας μετρητών και μετοχών.

3.3.3.2 Έρευνα του Poterba (1986)

Για την ίδια εταιρεία, ο *Poterba* βρήκε πως η πληρωμή μερισμάτων σε μετρητά και σε απόδοση μερισμάτων είχαν διαφορετική συμπεριφορά κατά την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος.

3.3.3.3 Έρευνα των Hubbard – Michaely (1996)

Η έρευνα αυτή αφορά την σχέση ανάμεσα στα μερίσματα σε μετρητά και σε αυτά των μετοχών μετά από την φορολογική μεταρρύθμιση που έγινε στην Αμερική το 1986. Η διαφορετική φορολογική μεταχείριση των δύο ειδών μερισμάτων, όπως προέκυψε από τα στοιχεία της έρευνας, δεν επηρέασε την συμπεριφορά των επενδυτών.

3.4 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΔΙΑΝΟΜΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Η μελέτη της περιόδου πριν την διανομή του μερίσματος είναι πολύ σημαντική γιατί, μέσω αυτής, μπορεί να γίνει μια άμεση σύγκριση ανάμεσα στην αξία που έχει στην αγορά ένα ευρώ, από την διανομή μερίσματος, με την αξία που έχει το ίδιο ευρώ στα πραγματικά κέρδη κεφαλαίου. Σε προηγούμενο

κεφάλαιο αναφέρθηκαν τα τέσσερα στάδια που ακολουθούνται κατά την διανομή του μερίσματος. Παρακάτω αναφέρονται οι τρεις πιο σημαντικές ημερομηνίες, κατά την διανομή ενός μερίσματος³:

- 1) Η ημέρα της ανακοίνωσης, που η επιχείρηση δηλώνει το μέρισμα ανά μερίδιο μετοχής, το οποίο θα πληρωθεί στους μετόχους.
- 2) Η ημέρα που προηγείται της πληρωμής, η οποία είναι μια περίοδος δυο εβδομάδων μετά την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος και δυο εβδομάδων πριν την ημέρα πληρωμής. Εάν η μετοχή είναι αγορασμένη αυτή την ημέρα, ο αγοραστής της δεν θα λάβει το μέρισμα που κανονικά θα δικαιούταν την ημέρα πληρωμής. Η τιμή του μεριδίου όμως θα είναι χαμηλότερη για να αναπληρώσει το χαμένο μέρισμα.
- 3) Η ημέρα πληρωμής, κατά την οποία πληρώνεται το μέρισμα στους μετόχους.

Η θεωρητική ανάλυση της συμπεριφοράς της τιμής του μεριδίου την ημέρα που προηγείται της πληρωμής, συγκρίνει την αναμενόμενη μείωση της τιμής με το μέρισμα ανά μερίδιο. Παρακάτω αναφέρονται οι μελέτες που βασίζονται στην περίοδο εκείνη που προηγείται της διανομής.

3.4.1 Η μελέτη των Elton & Gruber (1970)

Υποθέτοντας ότι το απαιτούμενο ύψος της επιστροφής για την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος δεν διαφέρει από οποιαδήποτε άλλη περίοδο και αφού οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τα κέρδη μετά φόρων, η διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση των κερδών κεφαλαίου και του εισοδήματος από μερίσματα, θα επηρεάσουν την ανάλυση.

Οι *Elton και Gruber*, διευκρίνισαν τις συνθήκες κατά τις οποίες δεν υπάρχει κέρδος γύρω από την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος, λαμβάνοντας υπόψη και τις φορολογικές συνθήκες που ίσχυαν τότε.

Εξισώνοντας τα κέρδη μετά φόρου, από τα κέρδη κεφαλαίου, με τα κέρδη μετά φόρου από τα μερίσματα, κατέληξαν στα εξής:

³ Ronald C. Lease, Kose John, Auner Kalay, Uri Loewentein, Oded H. Sang, 1999, *Dividend Policy*, σελ 57

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

και

$$\frac{E(P_a - P)}{D} = \frac{(1-t_d)}{(1-t_b)}$$

Όπου:

t_b = είναι το πραγματικά κέρδη κεφαλαίου κατά τον φόρο

t_d = ο φόρος σε ένα συνηθισμένο εισόδημα ή μερίσματα

D = το μέρισμα ανά μερίδιο

P_b = η τελευταία τιμή μεριδίου

$E(P_a)$ = η αναμενόμενη τιμή μεριδίου πριν από την περίοδο πληρωμής του μερίσματος, για $t_b > t_d$

Ένας μεγαλύτερος φόρος στο εισόδημα του μερίσματος (δηλ. $t_d > t_b$) έχει σαν αποτέλεσμα μείωση της τιμής μεριδίου πριν την διανομή μερίσματος, μικρότερης από το μερίδιο ανά μέρισμα.

Οι E&G, παρουσίασαν την εμπειρική τους ανάλυση, δείχνοντας ότι η μείωση της τιμής για την περίοδο πριν την διανομή, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, είναι μικρότερη από το μερίδιο ανά μέρισμα. Όπως φαίνεται λοιπόν, οι επενδυτές, επηρεαζόμενοι από την φορολογία, έχουν μια ιδιαίτερη προτίμηση για τα κέρδη κεφαλαίου.

3.4.2 Η μελέτη του Kalay (1982)

Βασιζόμενος στα παραπάνω συμπεράσματα, ο Kalay διαπίστωσε πως το μερίδιο της περιόδου πριν το μέρισμα, του οποίου η τιμή μειώνεται λιγότερο από το μερίδιο ανά μέρισμα, παρέχει ευκαιρίες για κέρδος στους

βραχυπρόθεσμους επενδυτές. Μάλιστα αναφέρει και το εξής παράδειγμα: Έστω ότι η τιμή του μεριδίου είναι 50 δολ, ενώ το μέρισμα που δίνεται είναι 2 δολ και η αναμενόμενη μείωση της τιμής του μερίσματος, για την περίοδο πριν την διανομή, είναι 70% , ή αλλιώς 1,40 δολ. Ένας βραχυπρόθεσμος επενδυτής μπορεί να αγοράσει το απόθεμα και να το πωλήσει το πρωινό που ξεκινά η περίοδος πριν την διανομή, χάνοντας μόνο 1,40 δολ από το κεφάλαιο, κερδίζοντας όμως 2 δολ σε μετρητά από τα μερίσματα. Με άλλα λόγια, το αναμενόμενο κέρδος προ φόρου θα είναι 0,60\$ ανά μερίδιο ($2 - 1,40 = 0,60$). Εάν υποθέσουμε ότι υπάρχει και φόρος 50% , τότε το κέρδος του επενδυτή θα είναι 0,30\$ ανά μερίδιο ($0,60 * 50\% = 0,30$). Αυτό το κέρδος είναι μια καθημερινή επιπλέον εισροή 0,6% , που ετησίως ανέρχεται σε 788%.

3.4.3 Η απόδειξη των Eades – Hess – Kim (1984)

Οι τρεις αυτοί αναλυτές, διατύπωσαν την άποψη πως υπάρχουν θετικές επιπλέον επιστροφές χρημάτων πριν από την περίοδο πληρωμής και αρνητικές επιστροφές μετά από την περίοδο αυτή. Όπως φαίνεται και από τον πίνακα που ακολουθεί, η επιπλέον επιστροφή από την μέρα -5 μέχρι και την ημέρα 0 (η περίοδος πριν από την πληρωμή μερίσματος), είναι 0,43% , ενώ η επιστροφή κατά την ημέρα 0 είναι 0,142% . Η αρνητική επιστροφή από την μέρα +1 μέχρι και την μέρα +5, είναι -0,24% . Τα ερωτήματα τώρα που προκύπτουν είναι τα εξής:

- 1) Πώς μπορεί η θεωρία να εξηγήσει τις μεταβολές της τιμής πριν και μετά την περίοδο που προηγείται της διανομής μερίσματος;
- 2) Ποιος είναι ο λόγος που αυξάνεται η επιστροφή κατά 0,288% κατά την διάρκεια των πέντε ημερών που προηγούνται την περίοδο προ διανομής.

Για να εξηγηθεί η σχέση μεταξύ της επιστροφής και της μείωσης της τιμής μεριδίου πριν από την περίοδο προ διανομής, λαμβάνεται υπόψη ως τριμηνιαία παραγωγή μερίσματος, 1% . Για ένα τέτοιο μέσο απόθεμα, μια σχετική μείωση της τιμής της κατά 0,85 (μια μείωση ίση με το 85% του μερίσματος ανά μερίδιο), έχει σαν αποτέλεσμα επιστροφή ύψους 0,15% . Η

στρατηγική της κατοχής του αποθέματος από την μέρα -5 μέχρι και την μέρα 0, δίνει σαν αντάλλαγμα επιστροφή χρημάτων κατά 0,43% . Εάν κάποιος έχει ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές ανάμεσα στις ημέρες -5 και +5, θα πάρει σαν αντάλλαγμα επιστροφή 0,24% .

Το δεύτερο ερώτημα, γιατί δηλαδή υπάρχουν τέτοιες διακυμάνσεις στην τιμή πριν και μετά την περίοδο προ διανομής, δεν μπορεί να απαντηθεί από την εταιρική δραστηριότητα των μερισμάτων.

Παρακάτω ακολουθεί ο πίνακας που χρησιμοποιήθηκε για την παραπάνω έρευνα, από τους Eades – Hess – Kim.

Πίνακας 3.1

ΗΜΕΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ	ΜΕΣΟ % ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ	ΜΕΣΟ ΠΡΟΤΥΠΟ % ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ
-5	0,067	0,0631
-4	0,046	0,0621
-3	0,061	0,0832
-2	0,066	0,0892
-1	0,188	0,2340
0	0,142	0,1756
+1	-0,053	-0,0651
+2	-0,058	-0,0734
+3	-0,036	-0,0405
+4	-0,046	-0,0627
+5	-0,043	-0,0553

- Η ημέρα 0, αφορά την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος.
- Η έρευνα πραγματοποιήθηκε για μια περίοδο 4,640 ημερών, από τις 2 Ιουλίου 1962 έως και τις 31 Δεκεμβρίου 1980.
- Ο αριθμός των χαρτοφυλακίων ήταν 4,471 και ο μέσος όρος των αποθεμάτων για κάθε περίοδο, πριν την διανομή, ήταν 18,6%

3.4.4 Η απόδειξη του Michaely (1991)

Ο Michaely παρείχε συμπληρωματικά, με την παραπάνω απόδειξη, στοιχεία, ερευνώντας την συμπεριφορά της τιμής των μεριδίων, κατά την περίοδο πριν της διανομής, πριν και μετά το νομοσχέδιο για την αναμόρφωση της φορολογίας το 1986 (*Tax Reform Act*). Δεν βρήκε κανένα στοιχείο που να υποδεικνυε επιστροφές για την εξεταζόμενη περίοδο. Οι πληροφορίες που είχε στα χέρια του, έδειχναν ότι κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων, πριν από το 1980, η μείωση της τιμής του μεριδίου, για την περίοδο πριν την διανομή, ήταν ίση με το μέρισμα ανά μερίδιο. Οι αλλαγές που έγιναν πριν την φορολογική αναμόρφωση δεν παρείχαν κανένα στοιχείο για οποιαδήποτε επίδραση της φορολογίας.

3.4.5 Η απόδειξη του Eades – Hess – Kim (1994)

Συμπληρωματικά με την έρευνα του Michaely, οι παραπάνω τρεις μελετητές κατά την πιο πρόσφατη έρευνά τους, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι μεταβολές στην τιμή των μεριδίων κατά την περίοδο πριν την διανομή του μερίσματος δεν σχετίζονται με τις φορολογικές ρυθμίσεις.

3.4.6 Η απόδειξη του Barclay (1987)

Ο Barkley, βρήκε διαφορετική συμπεριφορά της τιμής μεριδίου, κατά την περίοδο πριν την διανομή, πριν ακόμα οι ομοσπονδιακοί φόροι εισοδήματος εισαχθούν στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου πραγματοποίησε την έρευνα του. Το συμπέρασμα και στην δική του έρευνα ήταν πως η μείωση της τιμής του μεριδίου ήταν ίση με το μέρισμα ανά μερίδιο.

3.4.7 Συμπεράσματα

Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι αποδείξεις που αφορούν την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος, είναι αποτελεσματικές. Η σημαντική διαφορά είναι ότι κάποια αποτελέσματα συμπεριλαμβάνουν το θέμα της φορολογίας, ενώ κάποια άλλα υποστηρίζουν πως υπάρχουν άλλες οικονομικές δυνάμεις που μπορούν να επηρεάσουν το αποτέλεσμα.

3.5 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Σε αυτή την ενότητα, ερευνάται η χρήση της μερισματικής πολιτικής από την διοίκηση και τους εσωτερικούς επενδυτές, ως μέσο μεταφοράς των πληροφοριών τους στην αγορά. Παρακάτω αναφέρονται όλες οι θεωρίες και οι εμπειρικές αναλύσεις που παρουσιάζουν την μερισματική πολιτική σαν μηχανισμό πληροφόρησης.

3.5.1 Μοντέλα ενημέρωσης (SIGNALING MODELS)

Η παρακάτω ανάλυση σε μερικές από τις πιο πρόσφατες έρευνες στον τομέα των μερισμάτων, παρέχει το υπόβαθρο για να μπορέσει κάποιος να καταλάβει πως μια ανακοίνωση ενός μερίσματος μπορεί να μεταφέρει εσωτερικές πληροφορίες, της επιχείρησης, στην αγορά.

Η κεντρική ιδέα σε όλα αυτά τα μοντέλα, είναι πως η διοίκηση έχει κάποιες προσωπικές πληροφορίες που αφορούν την επιχείρηση και μέσω της διανομής των μερισμάτων τις διαρρέουν στην αγορά. Η γνωστοποίηση των πληροφοριών είναι αξιόπιστη εάν οι υπόλοιπες επιχειρήσεις, των οποίων οι προοπτικές δεν είναι καλές, δεν μπορούν να ακολουθήσουν ανάλογα τις ενέργειες των επιχειρήσεων με καλή προοπτική. Αυτές οι θεωρίες, τέλος, γενικεύουν τα συμπεράσματα των επιδράσεων από τις ανακοινώσεις μερισμάτων πολλών επιχειρήσεων.

3.5.1.1 Το μοντέλο των John & Williams (1985)

Δυο ήταν τα βασικά συμπεράσματα από την παραπάνω έρευνα:

- Όταν υπάρχει ισορροπία στην πληροφόρηση, οι εταιρείες που αναμένουν υψηλότερες μελλοντικές ταμιακές ροές πληρώνουν και υψηλότερα μερίσματα.
- Η αισιόδοξη πολιτική μερισμάτων αναμιγνύει την σταθερότητα των μερισμάτων, με την μελλοντική διαχείριση των ταμιακών ροών, έτσι ώστε η μεταβολή των μερισμάτων να είναι μικρότερη από την μεταβολή των ταμιακών ροών.

Οι J&W, εξηγούν γιατί μια επιχείρηση μπορεί να ακολουθήσει μια γενναιόδωρη πολιτική μερισμάτων ακόμα και όταν αυτή η ενέργεια επιβαρύνεται από την φορολογία ή ακόμα και όταν άλλες εναλλακτικές μέθοδοι (όπως η επαναγορά των μετοχών από την επιχείρηση) φορολογούνται λιγότερο. Η θεωρία αυτή εξηγεί ακόμα τους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση θεωρεί αποδοτικό να πληρώνει μερίσματα, να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις και να επαναγοράζει τα αποθέματα της την ίδια χρονική περίοδο. Η τελευταία ενέργεια δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα μερίσματα πληρώνονται για να μειώσουν την υποτίμηση των μετοχών. Τέλος, όταν μετρητά από τις δραστηριότητες της επιχείρησης ικανοποιούν τις επενδυτικές της ανάγκες, η εταιρεία μπορεί να επαναγοράσει τα αποθέματα της και να πληρώσει μερίσματα ταυτόχρονα.

3.5.1.2 Το μοντέλο του Bhattacharya (1979)

Βάση αυτού του μοντέλου, η διοίκηση γνωστοποιεί την ποιότητα ενός επενδυτικού σχεδίου μέσω της μερισματικής πολιτικής. Αυτή η ποιότητα του σχεδίου, που ουσιαστικά είναι η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης, αποτελεί μια πληροφορία γνωστή μόνο στα μέλη της διοίκησης. Εάν οι απολαβές από το σχέδιο αυτό δεν είναι ικανές να καλύψουν τα μερίσματα που θα διανεμηθούν, η εταιρεία θα καταλήξει στην εξωτερική χρηματοδότηση, ενέργεια που συνεπάγεται και το ανάλογο κόστος. Επομένως μια εταιρεία με προσεκτικά μελετημένο και δομημένο επενδυτικό σχέδιο, δεν θα έχει να αντιμετωπίσει το ίδιο κόστος με την προηγούμενη εταιρεία.

3.5.1.3 Το μοντέλο των Miller & Rock (1985)

Βάση αυτής της θεωρίας, η διοίκηση θεωρείται πως έχει εσωτερικές πληροφορίες για τα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Βάση αυτών των κερδών η επιχείρηση ανακοινώνει τις μερισματικές πληρωμές και τις νέες επενδύσεις της. Ούτε τα κέρδη, αλλά ούτε και η μεταβολή στο μέρισμα γίνονται όμως αμέσως αντιληπτά από τους επενδυτές. Οι τελευταίοι, μπορούν να πωλήσουν οποτεδήποτε το μερίδιό τους και ακριβώς σε αυτό το σημείο είναι σημαντική η

πληροφόρηση των μετόχων από την διοίκηση, η οποία έχοντας πρόσβαση σε διάφορες πληροφορίες μπορεί να βοηθήσει ούτως ώστε τα μερίδια να μην χάσουν την αξία τους κατά την πώληση.

Σύμφωνα με τους M&R, οι πετυχημένες επιχειρήσεις υποεπενδύουν και πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα για να κερδίσουν μεγαλύτερες τιμές για τα μερίδια τους. Επίσης, το μοντέλο αυτό προβλέπει τις επιδράσεις των αποφάσεων που αφορούν τα μερίσματα επάνω στις τιμές μεριδίων. Το μειονέκτημα της θεωρίας αυτής είναι πως δεν αναφέρεται καθόλου στο επίπεδο των μετρητών που πληρώνονται ως μερίσματα. Υποστηρίζει μάλιστα, πως αν υπάρχουν αρνητικές επιδράσεις από την φορολογία, η επιχείρηση όχι μόνο δεν θα πληρώσει μερίσματα, αλλά θα πάρει πίσω όσα μετρητά έδωσε για την επαναγορά των μεριδίων της.

3.5.2 Εναλλακτικά θεωρητικά μοντέλα – Μοντέλα εξομάλυνσης μερισμάτων (smoothing models) .

Από τον τίτλο μόνο φαίνεται πως ακόμα ένα συμπέρασμα που προκύπτει για την μερισματική πολιτική, είναι πως οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να εξομαλύνουν τα μερίσματα. Ο λόγος για τον οποίο γίνεται αυτό, σε καλά δομημένες αγορές, έχει προβληματίσει αρκετούς οικονομολόγους. Η σημαντικότερη και ουσιαστικότερη έρευνα που πραγματοποιήθηκε ήταν των *John – Nachman*, η οποία και αναφέρεται παρακάτω.

3.5.2.1 Η θεωρία των John – Nachman (1986)

Σε αυτό το μοντέλο, τα μερίσματα που πληρώνονται από τις επιχειρήσεις είναι αποτέλεσμα δυο παραγόντων:

- Του συνολικού μεγέθους της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και των μετόχων και
- Των αισιόδοξων προβλέψεων, για την μελλοντική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, που προέρχονται από τις εσωτερικές πληροφορίες της διοίκησης.

Οπότε, όταν η επιχείρηση έχει αισιόδοξες πληροφορίες για την κατάσταση στην αγορά, η στρατηγική της θα είναι να αυξήσει την εξωτερική χρηματοδότηση ώστε να μπορεί να προχωρήσει σε επενδύσεις. Σε αυτή την περίπτωση, ο πρώτος παράγοντας είναι μικρός και ο δεύτερος, μεγάλος. Αντίθετα, εάν οι πληροφορίες της διοίκησης δεν έχουν σημαντική διαφορά από αυτές που επικρατούν στην αγορά, η επιχείρηση θα αναζητήσει και πάλι εξωτερική χρηματοδότηση, με την διαφορά όμως ότι τώρα θα την χρησιμοποιήσει για μελλοντικές επενδύσεις. Εδώ, ο πρώτος παράγοντας θα είναι μεγάλος και ο δεύτερος μικρότερος. Τα συμπεράσματα σε αυτή την θεωρία, είναι πως και στις δυο περιπτώσεις τα μερίσματα θα είναι τα ίδια, παρόλο που διαφέρει η αξία των πληροφοριών που έχει στα χέρια της η διοίκηση. Με άλλα λόγια τα μερίσματα θα παραμένουν υψηλά, ακόμα και αν τα κέρδη είναι ασταθή.

3.5.3 Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν αντιδράσεις κατά την ανακοίνωση ενός μερίσματος.

3.5.3.1 Ανάλυση του Pettit (1972)

Ο Pettit υπέθεσε ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλά ποσοστά καταβολής μερίσματος θα προσελκύσουν πελατεία επενδυτών που :

- α) έχουν υψηλότερα εισοδήματα,
- β) είναι νέοι σε ηλικία,
- γ) έχουν χαρτοφυλάκια με υψηλό βαθμό κινδύνου

δ) τα κανονικά τους εισοδήματα υπόκεινται σε διαφορετική φορολογική μεταχείριση απ' ότι τα κέρδη από την υπεραξία των περιουσιακών τους στοιχείων κατά την ρευστοποίηση τους. Η διαφορά στους συντελεστές με τους οποίους φορολογούνται τα κανονικά εισοδήματα και τα κέρδη από υπεραξία δημιουργεί μια κατάσταση που προσφέρεται για βραχύχρονες κερδοσκοπικές συναλλαγές από άτομα με πολύ υψηλούς ή χαμηλούς προσωπικούς φορολογικούς συντελεστές.

Οι μελέτες σχετικά με τα φαινόμενα πελατείας έχουν στηριχθεί στην υπόθεση ότι οι επενδυτές προτιμούν συγκεκριμένα επίπεδα μερισματικής απόδοσης εξαιτίας των διαφορών στους συντελεστές φορολογίας και, επομένως, προσελκύονται από συγκεκριμένες επιχειρήσεις με την κατάλληλη μερισματική πολιτική.

Ο τρόπος λήψης αποφάσεων από την πλευρά των διοικητικών στελεχών οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι προτιμούν τα σταθερά μερίσματα και ερμηνεύουν οποιοσδήποτε αυξήσεις στα ποσοστά καταβολής ως προάγγελο μόνιμης αύξησης των κερδών. Επειδή η αύξηση των προσδοκώμενων κερδών, όταν τα επιτόκια κεφαλαιοποίησης παραμένουν σταθερά, συνεπάγεται αύξηση της προσδοκώμενης παρούσας αξίας, οι τιμές της μετοχής της επιχείρησης θα πρέπει να αυξηθούν ανάλογα.

Επομένως, η δημόσια εξαγγελία της αύξησης των μερισμάτων μπορεί να έχει προειδοποιητικό χαρακτήρα για την αγορά και να ωθήσει την τιμή της μετοχής της επιχείρησης σε υψηλότερα επίπεδα. Μια από τις πρώτες μελέτες στην υπόθεση των φαινομένων προειδοποίησης από μεταβολές μερισμάτων έγινε από τους Fama, Fisher, Jensen και Roll, οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στις περιπτώσεις που ο πολλαπλασιασμός μετοχών συνοδευόταν από την εξαγγελία χρηματικού μερίσματος, οι τρέχουσες τιμές των μετοχών σημείωσαν αύξηση ή μείωση ανάλογα με την κατεύθυνση της μεταβολής του μερίσματος

3.5.3.2 Ανάλυση των Aharony & Swary (1980)

Ακολουθώντας τα παραπάνω συμπεράσματα, οι A&S έδειξαν πως η σχέση αύξησης των μερισμάτων με την ανάλογη αύξηση της τιμής των μετοχών διατηρείται ακόμα και όταν τα κέρδη μεταβάλλονται.

3.5.4 Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν τις αλλαγές στις προσδοκίες της αγοράς.

3.5.4.1 Ανάλυση των Ofer & Siegel (1987)

Οι O&S, υπέδειξαν ότι η αγορά καθορίζει τις απαιτήσεις της ανάλογα με τις ανακοινώσεις αλλαγών στα μερίσματα. Επιπλέον, σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, οι οικονομικοί αναλυτές αναθεωρούν τις προβλέψεις που κάνουν για τα κέρδη βασιζόμενοι σε διάφορες μεταβολές των μερισμάτων.

3.5.4.2 Ανάλυση των Dyl & Weigand (1998)

Η κεντρική ιδέα σε αυτή την θεωρία, είναι πως η εισαγωγή μερισμάτων συμπίπτει και με μια μείωση του κινδύνου που διατρέχουν τα κέρδη και οι ταμιακές ροές μιας επιχείρησης.

3.5.5 Εμπειρικές αναλύσεις που αφορούν προβλέψεις για μελλοντικά κέρδη.

3.5.5.1 Ανάλυση του Watts (1973)

Ο Watts ξεκίνησε την έρευνα του βασιζόμενος στην θέση ότι η γνώση των τωρινών μερισμάτων βελτιώνει τις προβλέψεις που αφορούν μελλοντικά κέρδη. Βασιζόμενος σε ένα δείγμα 310 επιχειρήσεων, οι οποίες διατηρούσαν πλήρη στοιχεία για τα μερίσματα και τα κέρδη τους για την περίοδο 1946 – 1967, εξέτασε αν τα κέρδη της επόμενης χρονιάς μπορούν να προσδιοριστούν βάση των επιπέδων μερισμάτων και κερδών των προηγούμενων ετών. Το συμπέρασμα που έβγαλε ήταν πως μόνο το 10% των στοιχείων ήταν σημαντικά.

3.5.5.2 Ανάλυση των Lipson – Maquieira – Megginson (1998)

Οι τρεις αυτοί οικονομολόγοι εξέτασαν την απόδοση μερικών νέων, δημόσιων επιχειρήσεων, που διένειμαν μερίσματα και τις σύγκριναν με επιχειρήσεις που δεν είχαν μερίσματα. Οι αυξήσεις των κερδών, που ακολουθούσαν τα μερίσματα, ήταν πιο ευνοϊκές για τις πρώτες επιχειρήσεις σύμφωνα με τα συμπεράσματα τους.

3.6 ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Όπως έχει προαναφερθεί, σίγουρα οι θεωρίες που έχουν κατά καιρούς γραφτεί, αλλά και οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για την μερισματική πολιτική είναι πάρα πολλές. Στις ακόλουθες παραγράφους παρατίθενται κάποιες σημαντικές έρευνες, ώστε να διαπιστωθεί πως αντιμετωπίζουν σήμερα οι επιχειρήσεις και οι μέτοχοι την διανομή μερίσματος.

3.6.1 «Η αύξηση των μερισμάτων είναι μεγαλύτερη από ποτέ» STEPHEN TAUB (2004)

Σε αυτή την εμπειρική ανάλυση, αναλύεται η ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση στην απόδοση των μερισμάτων στους μετόχους. Συγκεκριμένα 119 εταιρείες στην Αμερική έχουν αυξήσει τα μερίσματα τους κατά 16%, μέσα στο 2004.

Η μεγάλη σημασία των μερισμάτων, διαφαίνεται μέσα από τα στοιχεία που παρουσιάζονται μέσα από αυτή την μελέτη. Μέχρι το τέλος του 2004 λοιπόν, οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Αμερική, ήταν πρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα τους σε 183 δις. δολάρια από 161 δις δολάρια που ήταν το 2003. Μεγάλες εταιρίες, όπως η *STAPLES INC.*, η *CENDANT CORP.* και η *COSTCO WHOLESALE CORP.* είναι λίγες μόνο από αυτές που αύξησαν τα μερίσματα τους και τις πληρωμές τους.

Τα ερωτήματα βέβαια που προκύπτουν, είναι γιατί είναι τόσο σημαντική η μερισματική πολιτική και ποιοι είναι οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτή την ραγδαία αύξηση στην απόδοση των μερισμάτων.

Όπως έχει αναπτυχθεί και σε προηγούμενο κεφάλαιο, σημαντική για τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής της εκάστοτε επιχείρησης, είναι η φορολογία. Η μείωση λοιπόν της φορολογίας μερισμάτων στην Αμερική κατά 15% σε συνδυασμό και με την «φούσκα» του χρηματιστηρίου στην δεκαετία του 1990, οδήγησαν τους επενδυτές να ζητούν μεγαλύτερα μερίσματα παρά την αποθεματοποίηση των μετρητών.

Σαν αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών η μέση ετήσια παραγωγή έχει φτάσει στο 1,7% από το 1,1% ενώ σύμφωνα με την εφημερίδα *WALL STREET* 374 επιχειρήσεις στην Αμερική –έναντι 370 που ήταν στο τέλος του

2003 και 351 το 2002- αυξάνουν σταθερά τα μερίσματα τους. Αντίθετα μόνο 3 επιχειρήσεις μείωσαν τις αποδόσεις σε μετρητά απέναντι στους μετόχους.

Συμπληρωματικά οι εταιρείες με τις μεγαλύτερες αποδόσεις μερισμάτων στην Αμερική είναι η *CITIGROUP* με 8,27 δις δολάρια, η *GENERAL ELECTRIC* με 8,17 δις και τέλος η *EXXON MOBIL* με 7,06 δις δολάρια.

Όπως φαίνεται λοιπόν από τα στοιχεία αυτά, οι επενδυτές σίγουρα δεν έχουν λόγο να παραπονεθούν αφού η πορεία της μερισματικής πολιτικής των περισσότερων επιχειρήσεων σίγουρα ήταν προς όφελος τους.

3.6.2 «Η ώρα της πληρωμής» - POUL FUNDER LARSEN (2004)

Αυτή η έρευνα αναφέρεται στην μάχη ανάμεσα στους επενδυτές και τις επιχειρήσεις. Οι πρώτοι επιθυμούν μεγαλύτερα μερίσματα σε αντίθεση με τους επιχειρηματίες, οι οποίοι θέλουν να επεκτείνουν την ιδιοκτησία τους μέσω των επενδύσεων. Το ερώτημα, το οποίο θα απαντηθεί περιληπτικά παρακάτω, είναι το εξής: Ποιος τελικά θα κερδίσει;

Μια πρόσφατη έρευνα, από την *London Business School*, με τίτλο «Σφαιρικά στοιχεία υπερτίμησης κινδύνων της εσωτερικής αξίας», αναφέρεται στην σημασία του μερίσματος στις μακροπρόθεσμες επιστροφές χρημάτων. Η μελέτη λοιπόν αυτή δείχνει ότι από το 1900, ποσοστό μεγαλύτερο του 50% από την συνολική επιστροφή των επενδυτών στις 16 μεγαλύτερες παγκόσμιες αγορές, προήλθε εξαιτίας της πληρωμής μερισμάτων.

Μια στρατηγική, όσον αφορά την πληρωμή μερισμάτων, εντούτοις διακινδυνεύει την κύρια επένδυση και την ικανότητα για αύξηση των αποκτήσεων σε μια εποχή που ο επιχειρηματικός κύκλος δεν είναι σταθερός. Οι επενδυτές εξάλλου δεν είναι σταθεροί. Μπορεί να ζητήσουν από την επιχείρηση υψηλά μερίσματα σε περίοδο οικονομικής κρίσης, ενώ οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι ικανοποιημένες με το να πληρώνουν υπερβολικά υψηλά μερίσματα στους μετόχους σε καλές οικονομικές περιόδους.

Η εταιρική θεωρία χρηματοδότησης υποστηρίζει πως οι εταιρείες θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη ένα σημαντικό αριθμό παραγόντων προτού αποφασίσουν για την πολιτική μερισμάτων που θα ακολουθήσουν, όπως οι μελλοντικές ανάγκες επένδυσης καθώς και το επίπεδο κεφαλαίου που θα πρέπει να διατηρήσει η επιχείρηση για το μέρισμα, ώστε να είναι βιώσιμη

μελλοντικά. Το πρόβλημα όμως είναι πως οι επενδυτές έχουν χάσει την εμπιστοσύνη στις διοικητικές προβλέψεις και θέλουν να βλέπουν τα μετρητά τώρα, όπως υποστηρίζει ο Neil Kissel, σύμβουλος στο Λονδίνο.

Η συνεχόμενη πληρωμή μερισμάτων και η αύξηση τους, μπορούν να ωφελήσουν τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, που είναι δύσκολο να χρησιμοποιήσουν σωστά τα μετρητά τους στις τρέχουσες δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που επικρατούν, όπως αναφέρει ο *Keers Cools*, αντιπρόεδρος στην Boston Consulting Group και καθηγητής της εταιρικής χρηματοδότησης στο πανεπιστήμιο του Γκρόνινγκεν, στην Ολλανδία. Όταν μάλιστα οι ευκαιρίες αύξησης των επιχειρήσεων μικραίνουν, δίνοντας χρήματα πίσω στους επενδυτές, δείχνουν ότι δεν επενδύουν σε ασύμφορα προγράμματα ή αποκτήσεις και νοιάζονται περισσότερο για τους επενδυτές τους.

Η μέση αναλογία πληρωμής μερισμάτων για τις Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις είναι κοντά στο 50% των αποδοχών τους, έναντι 40% που ήταν πριν τρία χρόνια. Παρόμοια τάση επικρατεί και στην Αμερική. Για τον βιομηχανικό μέσο όρο Dow Jones, η αναλογία πληρωμής σε μετρητά για το 2002, ήταν περίπου 46,7% .

Ενώ οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερα μερίσματα, κάποια στελέχη ζητούν το αντίθετο. Από την μια μεριά οι επιχειρήσεις δεν θέλουν να χαμηλώσουν τα μερίσματα τους γιατί κάτι τέτοιο θα στείλει την τιμή μεριδίου τους χαμηλότερα. Από την άλλη μεριά η πληρωμή ενός πολύ μεγάλου μερίσματος θα μπορούσε να υπονομεύσει την οικονομική υγεία και τις μακροπρόθεσμες προοπτικές αύξησής των επιχειρήσεων.

Η πολύ μεγάλη προσοχή που μπορεί να δείξει μια επιχείρηση στις απαιτήσεις των μετόχων της, μπορεί τελικά να μεταβάλλει τους στόχους και τις προτεραιότητες της.

3.6.3 «Τα μερίσματα είναι για πάντα» - CRAIG SCHNEIDER (2003)

Σε αυτή την έρευνα, περιγράφεται η σημασία του μερίσματος σε μια επιχείρηση αλλά και η μονιμότητα που αυτό έχει. Επίσης ο συγγραφέας αναφέρεται σε κάποιες πολύ μεγάλες αμερικάνικες εταιρίες και αναφέρει την μερισματική πολιτική που ακολουθούν.

Μέσα στο 2003, στην Αμερική, ήταν μέσα στα σχέδια της κυβέρνησης η αφαίρεση της φορολογίας των μετόχων για τα εταιρικά μερίσματα. Ένας μεγάλος αριθμός οικονομολόγων υποστήριξε πως η κατάργηση του φόρου μερισμάτων θα βοηθούσε το ήδη καταρρέον χρηματιστήριο, μέσω των μελλοντικών επενδύσεων που θα πραγματοποιούνταν.

Όλα αυτά προκάλεσαν μια απίστευτη άνοδο της τιμής του μερίσματος και πολύ περισσότερο μεταβολή στην μερισματική πολιτική πολλών μεγάλων επιχειρήσεων. Για παράδειγμα η ανακοίνωση της *Microsoft* ήταν μια πραγματική έκπληξη. Για χρόνια αυτός ο γίγαντας δεν πλήρωνε μερίσματα, επιλέγοντας να διοχετεύει το κεφάλαιο αυτό σε νέα προγράμματα και αγορές υλικού. Αυτή βέβαια η αλλαγή στην μερισματική πολιτική στην *Microsoft* έγινε υπόδειγμα και για πολλές άλλες μεγάλες επιχειρήσεις.

Στον αντίποδα τώρα αυτού του θέματος, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν το προνόμιο να μην πληρώνουν φόρους, για μια επιχείρηση, τέτοιες πληρωμές αυξάνουν τον διοικητικό φόρτο εργασίας και μειώνουν την οικονομική ευελιξία. Επομένως η απόφαση για μια επιχείρηση, όσον αφορά την πληρωμή μερισμάτων, είναι πολύ σημαντική και πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη.

Οι ακαδημαϊκοί σύμβουλοι προειδοποιούν επίσης για σύγκρουση συμφερόντων. Συγκεκριμένα, ο *Gary Jacobi*, καθηγητής της εταιρικής χρηματοδότησης στην σχολή *NYU*, αναφέρει πως τα μερίσματα μπορεί να είναι δίκωπο μαχαίρι για οποιαδήποτε επιχείρηση. Έμπειροι άνθρωποι του οικονομικού χώρου λένε πως η διατήρηση ενός μερίσματος σε μετρητά μπορεί να γίνει ένας πραγματικός μπελάς για την επιχείρηση. Ο *Gordon Gillette*, οικονομικός σύμβουλος της *Teco Energy*, υποστηρίζει πως η διανομή μετρητών είναι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι του κύκλου προγραμματισμού και διαχείρισης μετρητών μιας επιχείρησης. Το μέτριο μέρισμα των 0,08 δολαρίων της *Microsoft*, η πληρωμή όλων των χρεών της και η κατοχή 42 δις δολαρίων σε μετρητά, καθιστούν το μεγαθήριο αυτό ικανό να αντεπεξέλθει στην διατήρηση ενός σταθερού μερίσματος. Το 2003, για παράδειγμα, τα μερίσματα που έδωσε η επιχείρηση σε μετρητά κόστισαν σε αυτήν 850 εκατομμύρια δολ. Αυτό το ποσό είναι οι θετικές ταμειακές ροές διαστήματος μικρότερου από μήνα.

Θεωρητικά και άλλες επιχειρήσεις τεχνολογίας θα μπορούσαν να επωφεληθούν μέσα από τα μερίσματα, αφού μέσα από τις επενδύσεις θα μειωνόταν η αστάθεια του αποθέματός τους. Αυτό το επιχείρημα ώθησε περισσότερες από 350 επιχειρήσεις μέσα στο 2003, στην Αμερική, να πληρώσουν μερίσματα.

Παρόλα τα πλεονεκτήματα, οι μεγάλες επιχειρήσεις διακινδυνεύουν την απώλεια επενδύσεων. Πως μπορεί να γίνει αυτό; Πολύ απλά, ένας επενδυτής βλέποντας μια επιχείρηση με πολύ υψηλά μερίσματα, μπορεί να υποθέσει πως δεν υπάρχουν μελλοντικές ελκυστικές ευκαιρίες αύξησης του μερίσματος.

Άλλοι οικονομικοί παρατηρητές υποστηρίζουν πως οι περισσότερες επιχειρήσεις πραγματικά θα εξυπηρετούνταν καλύτερα με την προσφορά ενός ειδικού μερίσματος – δηλαδή ένα μέρισμα το οποίο θα δίνεται μη περιοδικά και εξαιρετικά, από την άποψη του μεγέθους και της ημερομηνίας έκδοσης. (**one time dividends**) . Με την έκδοση τέτοιων μερισμάτων οι επιχειρήσεις δεν είναι απαραίτητο να ανησυχήσουν για την διατήρηση σταθερών τριμηνιαίων ή ετήσιων πληρωμών.

3.6.4 “Dividend policy and stock price volatility in Pakistan” – Nishat & Irfan (2001)

Στις παρακάτω σελίδες ακολουθεί η παρουσίαση και ανάπτυξη της μελέτης Dr. Mohammed Nishat και Chaudhary Mohammad Irfan, “**DIVIDEND POLICY AND STOCK PRICE VOLATILITY IN PAKISTAN**”, η οποία δημοσιεύτηκε το 2001 από την *Emerging markets review* και έχει ως σκοπό τον καθορισμό της επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στον κίνδυνο από την μεταβολή της τιμής των μετοχών. Ο λόγος της παρουσίασης αυτής είναι καθαρά ενημερωτικός, ώστε να δοθεί κιόλας μια εικόνα για το πως πραγματεύονται οι παραπάνω συγγραφείς την μερισματική πολιτική.

Κατά την μελέτη αυτή, επιλέχθηκε ένα δείγμα 160 επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο και για την περίοδο 1981-2000. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής βασίζονται ουσιαστικά στην ανάλυση της σχέσης ανάμεσα στην μερισματική πολιτική και την αστάθεια της τιμής μιας μετοχής μετά την εξέταση των εξής παραγόντων: το μέγεθος της επιχείρησης,

την μεταβλητότητα των κερδών, την μόχλευση και τέλος την αύξηση του ενεργητικού. Κατά τους δυο συγγραφείς, η απόδοση μερίσματος αλλά και η αναλογία πληρωμής (τα δυο μέτρα της μερισματικής πολιτικής δηλαδή), έχουν πολύ σημαντική επίδραση στην αστάθεια της τιμής των μετοχών. Μάλιστα, σύμφωνα με τους Nishat και Irfan, αυτή η σχέση δεν αλλάζει ακόμα και όταν οι παραπάνω παράγοντες αλλάζουν.

Στις παρακάτω παραγράφους, θα παρουσιαστούν αναλυτικά όλα τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την παρούσα έρευνα, συμπεριλαμβανομένων δηλαδή του θεωρητικού υπόβαθρου αλλά και της μεθοδολογίας.

3.6.4 1 Το θεωρητικό υπόβαθρο

Η μερισματική πολιτική, σίγουρα αποτελεί μια πλούσια πηγή θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας, όπως άλλωστε έχει φανεί και μέχρι τώρα. Μια προσέγγιση του τομέα αυτού, όπως προλογίστηκε, είναι και η συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής με τον κίνδυνο μεταβολής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Σύμφωνα με τον **Gordon (1963)**, η πληρωμή μεγάλων μερισμάτων μειώνει τον κίνδυνο αυτό ενώ σύμφωνα με τον **Baskin (1989)**, αυτή η ενέργεια μπορεί να είναι ένας καλός οριζόντιος για κέρδη.

Οι **Jensen και Meckling (1976)**, με την σειρά τους, πρότειναν πως οι πληρωμές μερισμάτων μειώνουν το κόστος και αυξάνουν την ταμιακή ροή γεγονός που παρακινεί μια επιχείρηση να εκχύει μετρητά σε μερίσματα παρά να τα επενδύει. Κάποιοι συγγραφείς μάλιστα, όπως οι **Miller και Rock (1985)**, **Asquith και Mullin (1983)** και **Born, Moser και Officer (1983)**, υποστήριζαν πως οι ανακοινώσεις για διανομή μερισμάτων ουσιαστικά παρέχουν πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, επιτρέποντας στην αγορά να έχει άποψη για τα κέρδη της. Οι επενδυτές προφανώς θα νιώθουν μεγαλύτερη βεβαιότητα όταν η επιχείρηση ανακοινώνει επαρκή μερίσματα.

Σύμφωνα με τους **Gordon (1963)** και **Donaldson (1961)**, μια επιχείρηση με χαμηλό επίπεδο πληρωμής μερίσματος εκτιμάται ότι θα αποδώσει σε μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Συνέπεια αυτού είναι πως η τιμή της μετοχής πιθανόν να επηρεάζεται περισσότερο, μακροπρόθεσμα, από το

ύψος της επιστροφής χρημάτων στους μετόχους. Γι' αυτόν μάλιστα τον λόγο αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, παρόλο που παρουσιάζουν χαμηλή απόδοση μερισμάτων, έχουν μεγαλύτερη σταθερότητα στην τιμή της μετοχής. Θα μπορούσε κάλλιστα λοιπόν να ειπωθεί πως η μερισματική πολιτική χρησιμοποιείται ως κινητήριο δύναμη για επεκτατικές και επενδυτικές ευκαιρίες.

Θα πρέπει να τονιστεί πως η δυσκολία σε μια μελέτη που ερευνά την σχέση μερισματικής πολιτικής- μεταβλητότητας της τιμής είναι ο καθορισμός των παραγόντων που θα εξεταστούν. Κρίνεται δηλαδή αναγκαίο να βρεθούν εκείνοι οι παράγοντες που έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν τόσο την απόδοση μερισμάτων όσο και την μεταβολή της τιμής των μετοχών. Σύμφωνα λοιπόν πάλι με τον **Baskin (1989)**, οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής: τα κέρδη, το μέγεθος της εταιρείας, το επίπεδο των χρεών αλλά και της ανάπτυξης και τέλος το ποσοστό πληρωμής.

3.6.4.2 Δεδομένα

Όλες οι επιχειρήσεις που συμπεριελήφθησαν στην έρευνα ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ διανείμουν και μερίσματα.

3.6.4.3 Μεθοδολογία

Ο **Baskin (1989)**, κατέληξε, αφού βρήκε τις μεταβλητές εκείνες που μπορούν να επηρεάσουν τόσο την μερισματική πολιτική όσο και την μεταβλητότητα της τιμής, στην παρακάτω εξίσωση

$$PV_j = a_1 + a_2 DY_j + a_3 POR_j + a_4 SZ_j + a_5 EV_j + a_6 DA_j + e_j$$

Όπου:

PV = Μεταβλητότητα τιμής (*price volatility*)

DY_j = Απόδοση μερίσματος (*dividend yield*)

POR_j = Ποσοστό πληρωμής (*payout ratio*)

SZ_j = Μέγεθος επιχείρησης (*size*)

EV_j = Αστάθεια κερδών (*earning volatility*)

DA_j = Μακροπρόθεσμα χρέη (*long-term dept*)

e_j = Περιθώριο λάθους

Και $\alpha_1, \alpha_2 \dots \alpha_6$ = μεταβλητές

Το συμπέρασμα, σύμφωνα με τον Baskin, είναι πως οι μεταβλητές DY , POR και SZ θα έχουν αρνητική σχέση με την μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής, ενώ οι υπόλοιποι παράγοντες θα σχετίζονται θετικά με αυτήν. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει πως οποιοσδήποτε αυξήσεις στην απόδοση μερίσματος, το ποσοστό πληρωμής και το μέγεθος της επιχείρησης, θα συνοδεύονται και από μια μείωση της μεταβολής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

3.6.4.4 Επεξήγηση των μεταβλητών

1) Μεταβλητότητα της τιμής

Για την εύρεση της, υπολογίζεται για κάθε εξεταζόμενο έτος, ο λόγος του ετήσιου εύρους των τιμών της μετοχής με τον μέσο όρο των υψηλών και χαμηλών τιμών της μετοχής και στην συνέχεια ο λόγος αυτός υψώνεται στην δεύτερη δύναμη.

2) Απόδοση του μερίσματος

Υπολογίζεται αθροίζοντας όλα τα ετήσια μερισμάτων σε μετρητά και έπειτα διαιρώντας το αποτέλεσμα με τον μέσο όρο της αξίας της μετοχής στην αγορά.

3) Μεταβλητότητα των κερδών

Για τον υπολογισμό αυτής της μεταβλητής, αρχικά υπολογίζεται ο μέσος όρος των διαθέσιμων ετών από τον λόγο των κερδών προ φόρων, προς το

σύνολο του ενεργητικού. Στην συνέχεια υπολογίζεται το ποσοστό παρεκτροπής του λόγου αυτού από την αγορά.

4) Ποσοστό πληρωμής

Εδώ, υπολογίζονται όλα τα κέρδη και τα μερίσματα της επιχείρησης για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Στην συνέχεια, γίνεται υπολογισμός της μεταβλητής αυτής από τον λόγο των συνολικών μερισμάτων προς τα συνολικά κέρδη.

5) Μέγεθος της επιχείρησης

Η συγκεκριμένη μεταβλητή, υπολογίζεται από τον μέσο όρο της αξίας της αγοράς για τις κοινές μετοχές.

6) Μακροπρόθεσμα χρέη

Η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται από τον λόγο του αθροίσματος όλων των μακροπρόθεσμων χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού.

3.6.5 Ομαδοποίηση των σύγχρονων ερευνών και αντιπροσωπευτικά δείγματα τους

Φυσικό επακόλουθο της βαρύτητας που δίνουν οι επιχειρήσεις στην μερισματική πολιτική τους, ήταν να πραγματοποιηθούν ένα πλήθος από μελέτες και έρευνες οι οποίες αναλαμβάνουν να καλύψουν ένα μεγάλο εύρος θεμάτων που αφορούν τα μερίσματα. Αν μάλιστα γινόταν μια καταμέτρηση θα μπορούσε να ειπωθεί πως τα σημαντικότερα θέματα τα οποία καλύπτονται μέσα από αυτές τις έρευνες, είναι τα εξής:

- 1) μεταβολή των μερισμάτων ανάλογα με τα κέρδη
- 2) εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική
- 3) σχέση μεταξύ της κατοχής μετοχών και αποδόσεις μερισμάτων
- 4) οι επιδράσεις της τιμής της μετοχής στα μερίσματα και η σημασία της ημέρας ανακοίνωσης του μερίσματος
- 5) αν οι επενδυτές επιθυμούν την διανομή μερίσματος.

- 6) ο ρόλος της αναμενόμενης ταμειακής ροής ως καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής
- 7) αν τα κέρδη και οι αλλαγές που συνδέονται με την ανακοίνωση ότι οι επιχειρήσεις θα έχουν κανονικό μέρισμα είναι σαν αυτές που παρατηρούνται στις μεταβολές μερίσματος.
- 8) πώς οι επενδυτές αντιδρούν στις αλλαγές της μερισματικής πολιτικής και σε τι βαθμό διατηρούν το χαρτοφυλάκιο τους
- 9) αν οι αλλαγές στην οικονομικές αποφάσεις και τα μερίσματα μπορούν να δώσουν καλύτερες πληροφορίες για μια επιχείρηση
- 10) η σχέση ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή-μέρισμα ανά μετοχή-μεταβολή τιμής της μετοχής
- 11) η σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία επιχείρησης και πληρωμής μερίσματος
- 12) παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική συγκεκριμένων κλάδων
- 13) η σημασία της καλής διοίκησης μιας επιχείρησης και η επίδραση της στην πληρωμή μερίσματος
- 14) σύγκριση της μερισματικής πολιτικής κάποιων εταιρειών με αμερικάνικες, αντίστοιχου κλάδου
- 15) σχέση πολιτικής των πληρωμών και η επιθυμία της διοίκησης για την δημιουργία αποθεμάτων
- 16) κίνητρα για πληρωμή μερίσματος
- 17) ικανότητα της μερισματικής πολιτικής να προβλέπει κέρδη
- 18) η αντίδραση της αγοράς κατά τις ανακοινώσεις για αυξήσεις μερισμάτων
- 19) η σχέση ενός μοντέλου τιμής –μερίσματος με τον κίνδυνο αστάθειας-πληθωρισμού
- 20) η επίδραση της μερισματικής πολιτικής πάνω στις ετήσιες επιστροφές και τα μη αναμενόμενα κέρδη από επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την μέθοδο LIFO
- 21) μελέτες οι οποίες βασίζονται καθαρά σε θεωρητικά μοντέλα

Όπως φαίνεται λοιπόν, το εύρος των θεμάτων είναι σίγουρα τεράστιο αν σκεφτεί μάλιστα κανείς ότι τα παραπάνω είναι λίγα από τα θέματα με τα

οποία ασχολούνται οι έρευνες για την μερισματική πολιτική. Παρακάτω μάλιστα αναφέρονται και κάποιες αντιπροσωπευτικές μελέτες οι οποίες δημοσιεύτηκαν κατά καιρούς σε διάφορα επιστημονικά περιοδικά. Αυτό που θα πρέπει να τονιστεί, είναι πως οι θεωρίες που έχουν κατά καιρούς γραφτεί και συνεχίζουν να εξελίσσονται για την μερισματική πολιτική είναι πάρα πολλές. Γι' αυτόν τον λόγο κάποιες από τις θεωρίες που χρησιμοποιήθηκαν για τις παρακάτω μελέτες δεν αναφέρονται στην παρούσα εργασία.

3.6.5.1 Αντιπροσωπευτικές μελέτες

Κατά την διάρκεια της έρευνας για την μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν διάφοροι συγγραφείς για την μερισματική πολιτική, διαπιστώθηκε πως υπήρξαν διαφορετικές προσεγγίσεις για το θέμα αυτό. Μια από αυτές ήταν η μεταβολή των μερισμάτων ανάλογα με τα κέρδη μιας εταιρείας. Η έρευνα "*Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*" των Harry De Angelo Linda De Angelo Douglas J. Skinner, μελετώντας ένα δείγμα επιχειρήσεων από το 1978-2000 συγκρίνει τα αποτελέσματα με την θεωρία Fama and French. Οι επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται σε μη οικονομικές και μη δημόσιες, ενώ δίνεται προσοχή στους δείκτες χρηματιστηρίου NYSE, AMEX, NASDAQ και στα δεδομένα τιμής και ποσότητας των μετοχών. Έπειτα δημιουργούνται πίνακες με τις ποσοστιαίες μεταβολές μερισμάτων και τοποθέτηση των επιχειρήσεων κατά αύξοντα αριθμό ανάλογα με την μεγαλύτερη πληρωμή μερίσματος. Άλλη παρόμοια έρευνα είναι η "*International dividend policy: legal influences, firm attributes and the desire to pay*" των Stephen P. Ferris, Nilanjan Sen, και Ho Pei Yui. Τα δεδομένα λαμβάνονται από την περίοδο 1989-2000 ενώ το ελάχιστο ποσό κεφαλαίου που πρέπει να έχει μια επιχείρηση για να συμπεριληφθεί στην έρευνα είναι 100\$ εκ. Οι εταιρείες χωρίζονται σε κατηγορίες που είναι: μεταλλουργικές, γενικές βιομηχανικές, παροχής αγαθών και μη, παροχής υπηρεσιών και μη, και τέλος εταιρείες τεχνολογίας και επικοινωνιών. Επιπλέον, όλο το δείγμα πρέπει να έχει καταβάλλει μέρισμα για την εξεταζόμενη περίοδο. Αφού βρεθεί το μέγεθος του μερίσματος, υπολογίζεται το ποσοστό του δείγματος εταιρειών που συμπεριλαμβάνονται στις άνωθεν κατηγορίες καθώς και οι αλλαγές των μερισμάτων που

συμβαίνουν σε αυτές. Στη συνέχεια, ερευνώνται οι επιδράσεις που έχει η μη πληρωμή μερίσματος σε μια εταιρεία αλλά και τι γίνεται όταν αποδίδεται μέρισμα για πρώτη φορά. Γίνεται σύγκριση όλων αυτών των επιχειρήσεων μεταξύ τους και τα αποτελέσματα συγκρίνονται με τις θεωρίες Fama and French (1999), Easterbook (1984) και Jensen (1986).

Άλλη προσέγγιση είναι η σχέση μεταξύ της κατοχής μετοχών και αποδόσης μερισμάτων. Βασική έρευνα είναι *"Dividend policy and institutional ownership: empirical evidence using a propensity score matching estimator"* των Julie Ann Elston, Richard Holter, Junsoo Lee. Χρησιμοποιείται ένα δείγμα με τις εκατό μεγαλύτερες βιομηχανικές εταιρείες για την περίοδο 1970-1986. Τα στοιχεία που εξετάζονται αφορούν την ιδιοκτησία των μετόχων ενώ γίνεται κατηγοριοποίηση επιχειρήσεων σε ιδιόκτητες από τράπεζες, αυτόνομες, θυγατρικές, οικονομικές και μη οικονομικές ανάλογα με το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετόχων. Χρησιμοποιείται η μέθοδος των Rosenbaum – Rubin (1983) για την εκτίμηση των επιδράσεων της «εσωτερικής ιδιοκτησίας» στην μερισματική συμπεριφορά.

Οι επιδράσεις της τιμής της μετοχής στα μερίσματα και η σημασία της ημέρας ανακοίνωσης του μερίσματος είναι μια άλλη προσέγγιση. Μια έρευνα που ασχολείται με αυτό είναι η *"Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effect on the French market"* του Frederic Romon. Το δείγμα αφορά 203 διαφημιστικές και βιομηχανικές εταιρείες, εισηγμένες στο χρηματιστήριο που διανείμουν μερίσματα για την περίοδο 1991-1995. Χρησιμοποιείται η βάση δεδομένων DataStream για την εύρεση της ημερομηνίας αποδόσεις μερισμάτων. Επιλέγονται επιχειρήσεις με απόδοση σταθερών μερισμάτων και γίνεται κατηγοριοποίηση ανάλογα με αυτή την απόδοση σε χαμηλές, μέσες και υψηλές ενώ υπολογίζονται οι επιστροφές μετρητών στην επιχείρηση (πραγματικές – αναμενόμενες από τις τάσεις της αγοράς). Χρησιμοποιούνται επίσης τα μοντέλα των Eades, Hess, Kim (1985) Kalay, Loewenstein (1985) Hamon, Jacquillat (1992). Επίσης βρίσκονται οι αντιδράσεις της τιμής της μετοχής με τις ανακοινώσεις μερισμάτων κατά την διάρκεια ανακοίνωσης κερδών της επιχείρησης.

Θέμα έρευνας διετέλεσε και το ερώτημα αν οι επενδυτές επιθυμούν την διανομή μερίσματος. Μια έρευνα είναι η *"Dividend policy and market*

movement” των Kathleen Fuller, Michael Goldstein. Το δείγμα αφορά την περίοδο από Ιανουάριο 1990-δεκεμβριο 2000, λαμβάνεται από δεδομένα του χρηματιστηρίου ενώ τα στοιχεία βασίζονται στις μηνιαίες επιστροφές των μετρητών με κεφαλαιοποίηση της αγοράς καθώς και το μέγεθος του μεριδίου των μετόχων. Γίνεται προσδιορισμός των μερισμάτων μέσω της σύγκρισης των συνολικών επιστροφών για επιχειρήσεις που αποδίδουν μερίσματα και για επιχειρήσεις που δεν το κάνουν. Τα μερίσματα ταξινομούνται σε ειδικά, ετήσια, εξαμηνιαία, τετράμηνα, και μηνιαία, αλλά εξετάζονται μόνο τα τετράμηνα. Οι επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται σε αυτές που πληρώνουν μερίσματα και αυτές που δεν το κάνουν, ενώ δίνεται ιδιαίτερη προσοχή σε περιόδους μεταβολής της αγοράς για να εξακριβωθεί η αντίδραση των επενδυτών απέναντι στα μερίσματα. Γίνεται χρήση της θεωρίας των Goldstein –Nelling και των Fama and French (1993). Μια παρόμοια έρευνα είναι η *“Effect of dividends announcements shareholders value: evidence from Dhaka stock exchange* του Hamid Uddin. Το δείγμα προέρχεται από εταιρείες χρηματιστηρίου, για μια περίοδο 2001-2002, όπου η αγορά θεωρείται σταθερή και χρησιμοποιούνται πίνακες με την απόδοση μεγαλύτερων μερισμάτων. Γίνεται υπολογισμός των ημερήσιων επιστροφών, του ημερήσιου ποσοστού μεταβολής της τιμής της μετοχής βάση των τιμών που επικρατούν στην αγορά και με την βοήθεια διαφόρων εξισώσεων.

Μια διαφορετική προσέγγιση είναι αυτή του ρόλου της αναμενόμενης ταμειακής ροής ως καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής. Η έρευνα *«Dividend policy and cash flow uncertainty»* των Michael Bradley – Dennis R. Carozza – Paul J. Senguin, περιλαμβάνει μια μόνο επιχείρηση για την περίοδο 1985-1992, ενώ βασική ιδέα είναι πως οι εταιρείες με μεγάλη ταμειακή αστάθεια έχουν μεγαλύτερα διοικητικά κόστη και μικρότερο μέρισμα. Καθορίζεται η σχέση ανάμεσα στις αλλαγές τιμής μετοχών-μερισμάτων και πληρωμών μερισμάτων-αστάθειας ταμειακών ροών, ενώ χρησιμοποιούνται τα μοντέλα Eades (1982), Bhattacharya (1979) και Miller-Rock (1985). Ο βασικός άξονας της έρευνας είναι ο εξής:



Βασική ιδέα είναι ότι σε χρόνο 0 ένας επενδυτής χρηματοδοτεί μια επένδυση με κόστος K και παρούσα αξία $V_0 = V_0(E(Y))$ όπου $E(Y)$ είναι η αναμενόμενη ταμειακή ροή. Για την χρηματοδότηση ο επενδυτής πωλεί ένα τμήμα της επένδυσης (A), αλλά πρώτα ανακοινώνει την αξία του μέσω ενός μερίσματος D . Η ανακοίνωση γίνεται σε χρόνο 0 και πληρώνεται σε χρόνο 1. Η αγορά εκτιμά την επένδυση με $P_0 = P_0(D)$. Στην συνέχεια χρησιμοποιείται μια σειρά εξισώσεων για την διεξαγωγή συμπερασμάτων. Άλλη έρευνα είναι και η *"On the timing of dividend initiations"* των Claarni Bulan, Narayanan Subramanian, Lloyd Tanlu. Τα δεδομένα προέρχονται από εταιρεία χρηματιστηρίου (1963-2001), ενώ η πρώτη μέρα διανομής μερίσματος θεωρείται ως η πρώτη μέρα που η εταιρεία έχει μια θετική τιμή μεριδίου. Στην συνέχεια γίνεται διαχωρισμός της διανομής μερισμάτων σε κανονική και μη μηνιαία συχνότητα και χρησιμοποιείται το μοντέλο Fama and French.

Άλλη μορφή της έρευνας της μερισματικής πολιτικής είναι αν τα κέρδη και οι αλλαγές που συνδέονται με την ανακοίνωση ότι οι επιχειρήσεις θα έχουν κανονικό μέρισμα είναι σαν αυτές που παρατηρούνται στις μεταβολές μερίσματος. Η έρευνα που ασχολείται με αυτό είναι η *"The information content of dividend resumptions"* των Larry R. Gorman, Robert A. Weigand, Thomas J. Zwirlein. Το δείγμα αφορά εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο για την περίοδο 1974-1995, οι οποίες θα πρέπει

- 1) να έχουν πληρώσει μέρισμα τετράμηνο για τουλάχιστον ένα χρόνο
- 2) να παύσουν την διανομή μερίσματος για τουλάχιστον 5 τετράμηνα
- 3) να προχωρήσουν ξανά στην απόδοση ενός τουλάχιστον κανονικού μερίσματος.

Χρησιμοποιούνται τα μοντέλα των Michaely, Thaler, Womack για να εξακριβωθεί αν οι εταιρείες που δίνουν μερίσματα κερδίζουν τελικά.

Πώς οι επενδυτές αντιδρούν στις αλλαγές της μερισματικής πολιτικής και σε τι βαθμό διατηρούν το χαρτοφυλάκιο τους μελετάται στην έρευνα *"Taxes and dividend clientele: evidence from trading and ownerships structure"* των Yi Tsung Lee, Yu Jane Liu, Richard Roll, Avanidhar Subraahmanyam. Το δείγμα αφορά την περίοδο από το 1995-1999, ενώ γίνεται κατηγοριοποίηση των εταιρειών ανάλογα με το εισόδημα, τη φορολογική αντιμετώπιση και το ποσοστό ιδιοκτησίας. Απαραίτητα είναι τα στοιχεία για τα μερίδια των μετοχών οι ημερήσιες συναλλαγές, οι τιμές, οι αξίες και ο αριθμός των μετοχών τα μερίσματα σε μετρητά και οι ημερομηνίες ανακοινώσεις τους, ενώ είναι απαραίτητος ο υπολογισμός του ύψους του φόρου για τις διάφορες κατηγορίες και οι αγορές και οι πωλήσεις καθόλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Στην έρευνα *"An empirical examination of the information content of balance sheet and dividend announcements: a signaling approach"* του Said Elfakhani, εξετάζεται αν οι αλλαγές στην οικονομικές αποφάσεις και τα μερίσματα μπορούν να δώσουν καλύτερες πληροφορίες για μια επιχείρηση. Χρησιμοποιούνται 3 βασικοί παράγοντες: επενδύσεις κεφαλαίου, χρηματοδότηση και διοικητικές αποφάσεις και ερευνάται η επίδραση τους στις ταμειακές ροές. Μελετώνται εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο και απορρίπτονται εταιρείες με αρνητικά κέρδη για δυο συνεχόμενα τετράμηνα, όσες προέρχονται μετά από συγχώνευση δημόσιες υπηρεσίες και τράπεζες. Χρησιμοποιούνται σταθερά μερίσματα και οι εταιρείες θα πρέπει να έχουν βγάλει τις οικονομικές αποφάσεις έτους τουλάχιστον 5 ημέρες πριν ανακοινώσουν τα μερίσματα. Γίνεται έρευνα για το αν υπάρχουν μη κανονικές επιστροφές χρημάτων μέσω της θεωρίας Brown-Warner. Η έρευνα *"The impact of dividends debt and investment on valuation models"* των Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid αναφέρεται στην χρήση της μερισματικής πολιτικής ως μέσο παροχής πληροφοριών. Το δείγμα περιλαμβάνει ετήσιες αναφορές από την Τυνησιακή τράπεζα και το χρηματιστήριο. Απαραίτητα στοιχεία είναι η τιμή ανά μερίδιο, τα κέρδη από συνηθισμένα μερίσματα, οι επιστροφές κερδών, οι επενδύσεις, το συνολικό κεφάλαιο και το συνολικό κέρδος των εταιρειών. Άλλη μορφή έρευνας που αναφέρεται στην παροχή πληροφορίας μέσω της μερισματικής πολιτικής είναι η *"An empirical analysis of reactions to dividend policy changes for Nasdaq firms"* των Patricia A. Ryan, Scott Besley, Hei Wai Lee. Το δείγμα αναφέρεται σε επιχειρήσεις που πλήρωσαν μερίσματα

τα τελευταία 5 χρόνια. Γίνεται χρήση στατιστικών στοιχείων για τις υποθετικές και μη υποθετικές επιδράσεις των κερδών από ανακοινώσεις μερισμάτων Nasdaq στις επιστροφές των μετοχών. Μια έρευνα που αναφέρεται στο κύρος της πληροφόρησης από τα μερίσματα είναι και η *"The signaling effect of dividends empirical evidence from the Egyptian stock markets"* των Adel N Abraham, Aiman A. Ragab. Βάση αυτής της έρευνας, η μερισματική πολιτική αντανακλά την επιδίωξη της επιχείρησης για μελλοντικά κέρδη. Γίνεται χρήση του μοντέλου Ohlson (1995) το οποίο αναφέρεται στη σχέση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής και την λογιστική πληροφορία που προκύπτει από αυτή.

Άλλη έρευνα, η *"Dividend announcements, earnings announcements and stocks prices"* των Amy George, Chris Hein, Jeff Schmidt, Heather Salberg, όπου μελετά την σχέση ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή-μέρισμα ανά μετοχή-μεταβολή τιμής της μετοχής. Το δείγμα «Ε» πρέπει να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, να παρουσιάζουν κέρδη κατά την περίοδο εξέτασης (1999-2000) και να είναι γνωστές οι ανακοινώσεις μερισμάτων για την ίδια περίοδο. Υπολογίζεται η μεταβολή των κερδών ανά μετοχή, εξετάζεται οποία αλλαγή της τιμής της μετοχής για μια μέρα πριν και δέκα μετά από την ημερομηνία ανακοίνωσης κερδών και η μεταβολή του μερίσματος μετά από αλλαγή στην τιμή της μετοχής. Τέσσερις είναι οι βασικές υποθέσεις που εξετάζει: **1.** θετική σχέση ανάμεσα σε αλλαγή τετράμηνου μερίσματος-τιμής μετοχής, **2.** θετική σχέση ανάμεσα σε τετράμηνα μερίσματα- αλλαγή τιμής της μετοχής, **3.** θετική σχέση ανάμεσα στην αλλαγή τιμής της μετοχής- κερδών και των ανακοινώσεων μερισμάτων που γίνονται σε διαφορετικές μέρες, **4.** θετική σχέση ανάμεσα σε πληροφορίες από τις ανακοινώσεις μερισμάτων και των πραγματικών κερδών ανά μερίδιο.

Μια έρευνα, η οποία αναφέρεται στην σχέση ανάμεσα της ιδιοκτησίας ιδρυμάτων και πληρωμής μερίσματος, είναι η *"Institutional shareholders and dividends"* των Ki Cham, Suk HunLee, David Ysuk. Το δείγμα αφορά επιχειρήσεις ταξινομημένες βάση του κώδικα πρότυπης ταξινόμησης των βιομηχανιών (1988-1992), ενώ γίνεται επιλογή ποσοστού ιδιοκτησίας από εξωτερικούς και εσωτερικούς επενδυτές. Χρησιμοποιούνται οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική μέσω της θεωρίας Jensen και Meclaling.

Κάποιες έρευνες ασχολούνται με τους παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική συγκεκριμένων κλάδων, όπως αυτός της ασφάλισης. Μια τέτοια μελέτη είναι και η *"An analysis of stockholder dividend payout policies of publicly traded insurers"* των Charles Nyse, David W. Sommer. Τα δεδομένα προέρχονται από ασφαλιστικές εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο και χρησιμοποιείται το μοντέλο Roseff (1982). Υπολογίζεται το ποσοστό πληρωμής του μερίσματος, ενώ σημασία έχουν η σχέση ταμειακής ροής – πληρωμής μερίσματος και το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετόχων.

Άλλο θέμα που προσεγγίζεται είναι η σημασία της καλής διοίκησης μιας επιχείρησης και η επίδραση της στην πληρωμή μερίσματος. Ένα τέτοιο θέμα εξετάζεται στην *"Corporate governance and dividend policy in emerging markets"* του Todd Milton. Η έρευνα αυτή βασίζεται σε όλες τις «θεωρίες διοίκησης» (Agency theories), όπως αυτή του Easterbook (1984), του Jensen (1986) και του Miller (2000). Παρόμοια έρευνα είναι και η *"Corporate Governance Market Valuation and Dividend Policy in Brazil"* των Andre Carvahal da Silva, Ricardo Leal. Στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται οικονομικά ιδρύματα, εταιρείες με ατελείς πληροφορίες, εταιρείας που για την περίοδο που μελετάται δεν ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Υπάρχουν δυο είδη μετόχων που έχουν «απευθείας» μερίδια στην εταιρεία (άμεσοι) και οι μέτοχοι που μέσω της εταιρείας τους έχουν μερίδια σε κάποια θυγατρική (έμμεσοι). Στην συνέχεια, οι μέτοχοι υποκατηγοριοποιούνται και σε άλλες κατηγορίες, όπου με την χρήση των θεωριών του Merck, Shleifer, Vishny (1988), McConnel και Servaes (1990), βγάζουν συμπεράσματα.

Σε άλλες έρευνες γίνεται σύγκριση της μερισματικής πολιτικής κάποιων εταιρειών με κάποιες αμερικάνικες, αντίστοιχου κλάδου. Μια τέτοια έρευνα είναι η *"Dividend policy and the organization of capital markets"* των Varouj Aivazian, Laurence Booth και Sean Cleary, η οποία χρησιμοποιεί την θεωρία Lintner (1956).

Μια διαφορετική προσέγγιση είναι αυτή που ασχολείται με την σχέση πολιτικής των πληρωμών και την επιθυμία της διοίκησης για την δημιουργία αποθεμάτων. Μια τέτοια έρευνα είναι η *"Corporate payout policy and managerial stock incentives"* των George W. Fenn, Nellie Liang. Τα στοιχεία που απαιτούνται, αφορούν μια περίοδο από 1993-1997, αναφέρονται στα μερίσματα, επαναγορές, και χαρακτηριστικά της εταιρείας. Δεν λαμβάνονται

υπόψη εταιρείες με ελλιπή στοιχεία, χρηματοοικονομικές, δημόσιες και τηλεφωνικές. Η εξέταση των στοιχείων επικεντρώνεται και στο ποσοστό πληρωμής μερισμάτων για μια περίοδο. Λαμβάνονται υπόψη τα κανονικά μερίσματα, οι ετήσιες μερισματικές πληρωμές μεγαλύτερες από το 5% της αξίας της αγοράς, καθώς και οι επαναγορές τίτλων που αφορούν «ανοικτές αγορές» (στοιχεία από Down Jones).

Μια σημαντική προσέγγιση, είναι αυτή που αναφέρεται στα κίνητρα για πληρωμή μερίσματος και μια αντιπροσωπευτική έρευνα είναι η *"Appearing and disappearing dividends :the link to catering incentives"* των Malcon Baker, Jeffrey Wurgler. Χρησιμοποιείται, για την περίοδο 1963-2001, η θεωρία Fama and French, ενώ τα δεδομένα αφορούν την συνολική περιουσία της επιχείρησης, την τιμή της μετοχής, τα έξοδα επενδύσεων, τα μερίδια των μετόχων, τα πραγματικά και αναμενόμενα μερίσματα, την εκτίμηση της αγοράς για την τιμή της μετοχής και την περιουσία των μετόχων. Απορρίπτονται επιχειρήσεις με κεφάλαιο μικρότεροι των 250,000\$ ή πάγια μικρότερα των 500,000\$, οικονομικές εταιρείες και τραπεζικά ιδρύματα. Μια άλλη έρευνα είναι και η *"Dividend policy, agency costs and earned equity"* των Harry de Angelo, Linda de Angelo, Rene M. Stulz. Απαραίτητη είναι η διανομή μερίσματος κατά την εξεταζόμενη περίοδο (1973-2000), ενώ χρησιμοποιείται η θεωρία Fama and French (2001).

Η έρευνα *"Does dividend policy foretells earnings growth?"* των Robert D. Arnott, Clifford S. Asress, ασχολείται με την ικανότητα της μερισματικής πολιτικής να προβλέπει κέρδη. Τα δεδομένα αφορούν τις αποδόσεις μερίσματος και τις συνολικές επιστροφές στους μέτοχους. Υπολογίζονται τα πραγματικά κέρδη για ένα χαρτοφυλάκιο, ενώ προσδιορίζεται η αναλογία πληρωμής μερίσματος (περσινά μερίσματα / περσινά κέρδη). Τέλος, χρησιμοποιείται η θεωρία Miller- Modiglianni για να βρεθεί η σχέση ανάμεσα στα μερίσματα και στα κέρδη.

Η αντίδραση της αγοράς κατά τις ανακοινώσεις για αυξήσεις μερισμάτων, μελετάται στην έρευνα *"Shareholders wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market : the case of Cyprus"* των Nicholas Travlos, Lenos Trigeorgis, Nikos Vafeas. Θεωρείται απαραίτητη η ενημέρωση του χρηματιστηρίου για τις ημερομηνίες και ποσότητες πληρωμής των μερισμάτων και κυρίως για τις αυξήσεις τους, για τις καθημερινές επιστροφές

των μετοχών καθώς και για τους τίτλους που ανήκουν στην ιδιοκτησία των μετόχων. Γίνεται υπολογισμός, μέσω εξισώσεων, για την επίδραση της περιουσίας του μετόχου επάνω στις ανακοινώσεις των μερισμάτων.

Στην έρευνα *"Price dividend models, expectations formation and monetary policy"* του Nick Valck, εξετάζεται η σχέση ενός μοντέλου τιμής – μερίσματος με τον κίνδυνο αστάθειας- πληθωρισμού. Οι επιχειρήσεις πρέπει να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ενώ μελετάται η τιμή μερίσματος και η αύξηση του.

Κατά την έρευνα *"Do firms use dividends to help investors interpret accounting policy changes? Evidence from LIFO adoptions"* του Bala Dharan μελετάται η επίδραση της μερισματικής πολιτικής πάνω στις ετήσιες επιστροφές και τα μη αναμενόμενα κέρδη από επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την μέθοδο LIFO. Στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται επιχειρήσεις με πολλές ετήσιες λογιστικές αλλαγές. Γίνεται σύγκριση εταιρειών χωρίς λογιστικές αλλαγές LIFO με εταιρείες που είχαν, ενώ μελετώνται οι ανακοινώσεις μερισμάτων για να βρεθούν αυτές οι αλλαγές.

Υπάρχουν και διάφορες μελέτες οι οποίες βασίζονται σε καθαρά θεωρητικά μοντέλα όπως η *"The influence of agency costs on dividend policy in an emerging market: evidence from the Dhaka stock exchange"* των A. Saburmollar, professor Kevin Keasey, Dr. Helen Shurt, η οποία ασχολείται με την επίδραση του διοικητικού κόστους στην μερισματική πολιτική. Άλλη έρευνα η οποία ασχολείται με την παροχή στοιχείων για την κίνηση μεταξύ απόδοσης μερισμάτων και επιστροφών αποθεμάτων είναι και η *"International evidence on the co-movements between bond yields and stock returns: 1984-1994"* των A.T Aburachis, Richard J. Kish. Άλλη θεωρία που αναφέρεται στην σχέση μερίσματος και διοικήσης είναι και η *"Good managers work more and pay less dividends – A model of dividend policy"* του N. Bhattacharyya. Κατά την έρευνα *"Double dividend analysis: first results of a general equilibrium model (GEM – E³) linking the EU-12 countries"* των P.Capros – P. Georgakopoulos – S.Zografakis, S. Proost – D. Van Regemorter, C. Conrad – T. Schimdt, Y. Smeers – E. Michiels, οι οποίοι ασχολούνται με την δυνατότητα των ευρωπαϊκών χωρών να αποδίδουν διπλά μερίσματα. Κατά την έρευνα *"Corporate financial policy and the value of cash"* των Michael Faulkender – Rang Wang, εξετάζεται αν οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την διανομή

μερίσματος. Έπειτα στην έρευνα "*Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis*" του Jorge Farinha, εξετάζονται οι διαφορετικές μερισματικές πολιτικές βάση των διοικητικών θεωριών. Κατά την έρευνα "*Dilution, dividend commitments and liquidity*" των P. V. Viswanath, Yu Kyung Kim, Jayant Pandit, εξετάζεται η δυνατότητα των μερισμάτων να δώσουν πληροφορίες για την επιχείρηση. Τέλος, στην έρευνα "*Dividends calculation during the first year following the issue of shares*" του Anton Miglo, ασχολείται με τον ρόλο των μερισμάτων στην δομή κεφαλαίου.

3.7 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ο μεγάλος αριθμός των θεωριών που αναφέρθηκαν παραπάνω, δείχνει πως η πολιτική μερισμάτων ακολουθείται από πολλές επιχειρήσεις και ορισμένες φορές επηρεάζει την άποψη που έχουν οι επενδυτές γι' αυτήν. Μια από τις πιο αμφιλεγόμενες θεωρίες που παρουσιάστηκαν ήταν και αυτή των *Miller* και *Modigliani*, οι οποίοι υποστήριξαν πως τα μερίσματα δεν αυξάνουν τα ρευστά των μετόχων, άποψη που μέχρι και σήμερα διχάζει τους οικονομολόγους. Αρκετές είναι και οι θεωρίες που αφορούν την επίδραση της φορολογίας στην διανομή μερίσματος, με πιο αντιπροσωπευτική αυτή του *Brennan* ο οποίος υποστήριξε πως η απόδοση μετρητών αποζημιώνει τους μετόχους από τυχόν φορολογικά μειονεκτήματα από την κατοχή μερισμάτων. Από διαφορετική οπτική γωνία εξέτασαν την επίδραση της φορολογίας οι *Litzenberger & Ramaswamy*, οι οποίοι με την σειρά τους υποστήριξαν πως όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση του μερίσματος, τόσο μεγαλύτερη είναι και η φορολογία που θα επιβληθεί στους μετόχους.

Ένα από τα θέματα που εξετάστηκαν στο παρών κεφάλαιο, ήταν και η περίπτωση της εταιρείας *CITIZENS UTILITIES*, η οποία διένειμε δυο ειδών μερίσματα και οι ερευνητές επιδίωξαν να μελετήσουν την επίδραση της φορολογίας πάνω σε αυτά. Σε ακόλουθες παραγράφους έγινε αναφορά σε έρευνες που αφορούσαν την περίοδο πριν την διανομή μερίσματος, εξετάζοντας κυρίως την επίδραση της φορολογίας πάνω στα κέρδη των μετόχων, επισημάνθηκε ο ρόλος των μερισμάτων ως μέσο παροχής

πληροφοριών για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, ενώ θα μπορούσε να ειπωθεί πως έγινε μια ομαδοποίηση των κυριότερων σύγχρονων ερευνών για την πολιτική των μερισμάτων.

Η κάθε επιχείρηση σίγουρα δρα σύμφωνα με το συμφέρον της. Κάποιες επιθυμούν ένα σταθερό μέρισμα, ενώ άλλες προσφεύγουν σε εναλλακτικές πολιτικές, όπως αυτή της επαναγοράς μεριδίων που θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο. Η αγορά δεν θα σταματήσει ποτέ να μεταβάλλεται προς όφελος τόσο της επιχείρησης, όσο και του εξωτερικού της περιβάλλοντος (μετόχους, επενδυτές κτλ.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΣΧΕΣΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι σίγουρο, πως δεν μπορούν να απαριθμηθούν όλες οι πιθανές συγκρούσεις ενδιαφέροντος που μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις σε μια εταιρεία, ακόμα και αν οι αποφάσεις αυτές αφορούν την πληρωμή μερισμάτων. Οι πιο ενδιαφέρουσες σχέσεις σύγκρουσης συμφερόντων, είναι αυτές ανάμεσα στους:

- Μετόχους και πιστωτές
- Μετόχους και διοίκηση

Πολλά από τα συμπεράσματα που προκύπτουν, από την ανάλυση των παραπάνω σχέσεων, καταλήγουν στην ανάγκη για έρευνα άλλων ομάδων συμφερόντων. Για παράδειγμα, οι επιδράσεις της πληρωμής μερισμάτων επάνω στην σχέση μετόχων – πιστωτών, επιδρούν και στην σχέση ανάμεσα στους μετόχους και πχ. κατόχους ομολογιών, εγγυητών κτλ. Ομοίως, η ανάλυση των επιδράσεων της πληρωμής μερισμάτων επάνω στην σχέση

διοίκησης – μετόχων, επιδρά και στις σχέσεις ανάμεσα στους μετόχους και πχ. τους υπαλλήλους και άλλους δικαιούχους.

4.2 ΜΕΤΟΧΟΙ ENANTION ΠΙΣΤΩΤΩΝ

Για την παρακάτω ανάλυση, θεωρείται ότι τα συμφέροντα που επηρεάζουν την λήψη αποφάσεων ανάμεσα στους μετόχους και την διοίκηση της επιχείρησης βρίσκονται σε ισορροπία. Οι μέτοχοι, όπως είναι γνωστό, εκλέγουν μέλη στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης που έχουν συμφέρον και μέσω αυτού προσλαμβάνουν, αποζημιώνουν και απολύουν μέλη της διοίκησης. Τέλος, θεωρείται ότι όλες οι διοικητικές αποφάσεις που αφορούν την επιχείρηση, είναι ανάλογες με αυτές που θα έπαιρναν και οι μέτοχοι.

Οι πιστωτές και οι μέτοχοι μοιράζονται το σύνολο της αξίας των μετρητών, που δημιουργούνται από τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Επίσης δικαιούνται να λαμβάνουν τις απαιτήσεις τους περιοδικά και να λαμβάνουν την αξία τους κατά την λήξη του χρέους. Οι μέτοχοι, είναι εξουσιοδοτημένοι να λαμβάνουν το υπόλοιπο της αξίας που απομένει με την προϋπόθεση βέβαια να έχουν ικανοποιηθεί πρώτα οι απαιτήσεις των ομολογιούχων – εγγυητών.

Εάν η ροή των μετρητών της επιχείρησης υπερβεί την αξία των υποχρεώσεων της απέναντι στους πιστωτές της, τότε η διοίκηση ξεπληρώνει και το χρέος της σε αυτούς. Για να γίνει αυτό, η διοίκηση χρησιμοποιεί είτε τα μετρητά από τις δραστηριότητες της, είτε χρήματα από τα αποθεματικά της. Όταν όμως η ρευστότητα της επιχείρησης δεν επαρκεί για να καλύψει τις υποχρεώσεις της, τότε οι πιστωτές μπορούν να πληρωθούν μόνο εάν οι μέτοχοι είναι πρόθυμοι να συμπληρώσουν το ποσό του υπολείπεται. Οι μέτοχοι όμως μπορούν να πράξουν και αλλιώς. Έχουν την δυνατότητα, απ' το να πληρώσουν το χρέος, να παραχωρήσουν το δικαίωμα της ιδιοκτησίας της επιχείρησης στους εγγυητές και ομολογιούχους, αποχωρώντας έτσι από τον έλεγχο της επιχείρησης. Με άλλα λόγια,

- Οι μέτοχοι, που λαμβάνουν όλη την αξία που απομένει μετά την πληρωμή των πιστωτών, είναι οι μόνοι που ωφελούνται από τις οικονομικές διακυμάνσεις σε μια επιχείρηση
- Οι πιστωτές, οι οποίοι δεν θα πληρωθούν με όλη την αξία των απαιτήσεων τους εάν η ρευστότητα της επιχείρησης μειωθεί πολύ, ουσιαστικά πρέπει να λάβουν και το ανάλογο ρίσκο παρέχοντας τις υπηρεσίες τους.

Αυτή η ασυμμετρία που υπάρχει κατά την διανομή του κέρδους είναι και ο λόγος γι' αυτή την σύγκρουση συμφερόντων. Δεν είναι όμως ο μόνος, ιδίως αν λάβει κάποιος υπόψη του ότι:

- Οι πιστωτές, που επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν την πιθανότητα να πληρωθούν εξ' ολοκλήρου για όλες τις απαιτήσεις τους, προσπαθούν να ελαττώσουν το ρίσκο από τις διακυμάνσεις στην επιχείρηση, ενέργεια που αυξάνει την ασφάλεια των απαιτήσεων τους.
- Οι μέτοχοι, επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν τις προοπτικές της επιχείρησης, ακόμα και όταν μια τέτοια ενέργεια συντελεί στην αύξηση των κινδύνων. Ακόμα, προσπαθούν να λάβουν όσο το δυνατό μεγαλύτερες απολαβές, πριν ακόμα παρέλθει η περίοδος που πρέπει να πληρωθούν τα χρέη, έτσι ώστε σε περίπτωση που μελλοντικά η επιχείρηση δεν μπορεί να αντεπεξέλθει οικονομικά στην εξόφληση των υποχρεώσεων της, να είναι πάλι κερδισμένοι.

Όπως είναι φυσικό, οι μέτοχοι αποβλέπουν στην απολαβή ενός, όσο το δυνατό, μεγαλύτερου μερίσματος. Μεγάλα όμως μερίσματα σημαίνουν ότι ακόμα και αν η επιχείρηση πτωχεύσει, οι μέτοχοι θα έχουν πάρει πίσω ένα μέρος των επενδύσεων τους. Οι πιστωτές από την άλλη, όπως είναι φυσικό, απεχθάνονται τα μερίσματα γιατί οι πληρωμές μερισμάτων αυξάνουν το ενδεχόμενο ότι η υπολειπούσα, μετά την διανομή, αξία δεν θα ικανοποιήσει όλες τις απαιτήσεις τους.

4.2.1 Η διαφορετική επίδραση των μερισμάτων

Σύμφωνα με τα προηγούμενα, θα μπορούσε να ειπωθεί πως ότι θεωρείται κέρδος για τον μέτοχο, είναι απώλεια για τον πιστωτή. Με την πληρωμή μερισμάτων, οι μέτοχοι μεταφέρουν κεφάλαια στο ταμείο τους, κάνοντας έτσι πιο ευάλωτη και ριψοκίνδυνη την θέση των πιστωτών.

Αυτό όμως που θα πρέπει να γίνει σαφές, είναι πως η πληρωμή μερισμάτων αποκλειστικά στους μετόχους, ουσιαστικά μειώνει και την αναλογία διανεμόμενων κερδών και σε άλλους συνδεδεμένους με την επιχείρηση, όπως εγγυητές, ομολογιούχους κτλ. Οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι επηρεάζονται από την μείωση της αξίας της επιχείρησης, μετά από την διανομή μερίσματος, αλλά μόνο οι μέτοχοι το λαμβάνουν, με αποτέλεσμα οι τελευταίοι να επιθυμούν όσο το δυνατόν μεγαλύτερα μερίσματα. Αντίθετα, οι πιστωτές θέλουν να διατηρήσουν σταθερή, όσο γίνεται, την αξία της επιχείρησης μέχρις ότου να λάβουν όλα τα χρήματα τους, άρα θα πρέπει οι πληρωμές μερισμάτων να μειωθούν.

4.2.2 Έρευνα των Kalay & John (1982)

Ο Kalay, εξέτασε ένα μεγάλο δείγμα από περιορισμούς σε μερίσματα, οι οποίοι επιβλήθηκαν από τους ομολογιούχους στους κατόχους μερισμάτων. Σύμφωνα με την έρευνα των K&J, η πληρωμή μερισμάτων μικρότερων από το μέγιστο επιτρεπτό και η επένδυση κεφαλαίων σε δραστηριότητες που μπορούν να αποφέρουν υψηλά κέρδη, είναι ενέργειες που μπορούν να ωφελήσουν την επιχείρηση και να μην φέρουν σε αντιπαράθεση τους μετόχους – ομολογιούχους.

4.3 ΜΕΤΟΧΟΙ ΕΝΑΝΤΙΟΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Οι μέτοχοι ουσιαστικά είναι αυτοί που έχουν στην κατοχή τους την επιχείρηση, αλλά η διοίκηση αποφασίζει για τις καθημερινές της δραστηριότητες. Συχνά, οι περισσότερες επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από

μεγάλες ομάδες επενδυτών οι οποίες εξουσιοδοτούν επαγγελματίες διευθυντές να λαμβάνουν τις αποφάσεις. Οι τελευταίοι συνήθως συνεισφέρουν στην επιχείρηση μόνο σε ανθρώπινο κεφάλαιο.

Θεωρητικά, οι διευθυντές διορίζονται από τα διοικητικά συμβούλια για να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων. Τα συμβούλια αυτά εποπτεύουν την απόδοση των στελεχών και εξακριβώνουν εάν οι αποφάσεις που λαμβάνονται είναι προς όφελος των μετόχων. Στην πράξη όμως η εποπτεία των διοικητικών στελεχών είναι δύσκολο έργο. Τα μέλη της διοίκησης έχουν πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες απ' ό,τι το διοικητικό συμβούλιο και οι επενδυτές. Τα διοικητικά στελέχη μπορεί να διευθύνουν μια επιχείρηση με στρατηγικές που διαφέρουν εξ' ολοκλήρου από τις απαιτήσεις των μετόχων, οι οποίοι μπορεί να θέλουν την αύξηση ή μείωση των ρίσκων σε επιχειρηματικές αποφάσεις, νέες επενδύσεις, δημιουργία νέων εγκαταστάσεων κτλ.

4.3.1 Η θεωρία του Easterbrook (1984)

Ο *Easterbrook* πρότεινε ότι τα μερίσματα μπορούν να βοηθήσουν στην μείωση του κόστους διοίκησης, το οποίο σχετίζεται με τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, όταν γίνεται ο παραπάνω διαχωρισμός σε μια επιχείρηση οι επενδυτές έχουν λιγότερη ισχύ για να επηρεάζουν τα στελέχη. Ένας επενδυτής που συμβουλεύει ένα στέλεχος, προς όφελος του, αντιμετωπίζει το ανάλογο διοικητικό κόστος και το όφελος από αυτή την ενέργεια είναι μόνο προσωπικό και δεν αφορά το σύνολο της επιχείρησης. Αν βέβαια μια ανάλογη, με την προηγούμενη, ενέργεια πραγματοποιηθεί κοινά από όλους τους μετόχους, τότε μπορεί να μειώσει το διοικητικό κόστος που θα δημιουργούνταν από κάθε μέτοχο ξεχωριστά. Ο *Easterbrook* υποστηρίζει ότι οι πληρωμές μερισμάτων υποχρεώνουν την διοίκηση να επιδιώκει αύξηση του κεφαλαίου πολύ περισσότερο απ' ό,τι αν δεν πλήρωναν μέρισμα. Επίσης, όταν γίνεται διανομή μερίσματος, τα στελέχη έχουν μικρότερο περιθώριο να δράσουν σύμφωνα με τα δικά τους συμφέροντα, αφού στόχος είναι η εύρεση κεφαλαίων για την

πληρωμή των μεριδίων. Η θεωρία του *Easterbrook* καταλήγει επίσης στα εξής συμπεράσματα:

- Εταιρείες που έχουν μεγαλομετόχους που αναμιγνύονται στις αποφάσεις της διοίκησης θα έχουν και μεγαλύτερα μερίσματα, αφού η διοίκηση θα λειτουργεί υπέρ τους.
- Εταιρείες όπου οι μέτοχοι έχουν πολύ μικρή επιρροή στα στελέχη, θα έχουν και χαμηλά μερίσματα έτσι ώστε να μπορέσει να διατηρηθεί, όσο γίνεται, αυτή η σχέση.

Συμπερασματικά, η ανάλυση του *Easterbrook* δηλώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιρροή των μετόχων επάνω στα στελέχη, τόσο μεγαλύτερα θα είναι και τα μερίσματα που θα αποδίδονται.

4.3.2 Η θεωρία του Jensen (1986)

Αυτή η θεωρία βαδίζει στο πνεύμα της ανάλυσης του *Easterbrook*. Βασικό στοιχείο και εδώ είναι ότι τα διοικητικά στελέχη δεν μπορούν να χειραγωγηθούν απόλυτα, με αποτέλεσμα οι ενέργειες που πραγματοποιούν να είναι σύμφωνες με τα δικά τους συμφέροντα. Επίσης ο *Jensen* υποστηρίζει ότι τα μετρητά είναι το ενεργητικό το οποίο τα στελέχη μπορούν να κακοχρησιμοποιήσουν πιο εύκολα. Οι διευθυντές, όταν διαχειρίζονται μια πλεονάζουσα ποσότητα μετρητών, η οποία σύμφωνα με την θεωρία χαρακτηρίζεται ως ελεύθερη ταμιακή ροή, θα την χρησιμοποιήσουν, όπως είναι φυσικό, για την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων, όπως είναι για παράδειγμα η αγορά αποκτήσεων. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, τα συμφέροντα των μετόχων θα μπορούσαν να εξυπηρετηθούν εάν η ποσότητα των επιπλέον χρημάτων, τα οποία δεν είναι απαραίτητα να επενδυθούν, μειωθεί. Ακόμα, τα μερίσματα, τα οποία αποσπούν χρήματα από την παραπάνω ποσότητα που βρίσκεται στα χέρια των στελεχών, ωφελούν κατά πολύ τους μετόχους.

4.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΣΧΕΣΕΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ – ΜΕΤΟΧΩΝ – ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Οι διαφορετικές επιδράσεις της πληρωμής μερισμάτων έχουν γίνει αντικείμενο εμπειρικών ερευνών. Πολλές από τις εμπειρικές μελέτες εξετάζουν τις συνέπειες από τις αλλαγές στην μερισματική πολιτική που πραγματοποιούνται εξαιτίας πολλών παραγόντων. Το θέμα είναι ότι αυτές οι αλλαγές σίγουρα επηρεάζουν και όλους όσους συνδέονται με την επιχείρηση.

4.4.1 Εμπειρική ανάλυση της σχέσης μετόχων - πιστωτών

4.4.1.1 Έρευνα των Handjinikolaou – Kalay (1984)

Οι Η&Κ, ήταν οι πρώτοι που εξέτασαν τις αντιδράσεις των ομολογιούχων στις ανακοινώσεις των μερισματικών αλλαγών. Διαπίστωσαν μια μικρή αντίδραση στις αυξήσεις του μερίσματος και μια αρνητική αντίδραση στις μειώσεις του μερίσματος. Το συμπέρασμα της έρευνας τους ήταν πως τα μερίσματα ήταν πιο ουσιώδη ως μέσο μεταφοράς πληροφοριών για τις προοπτικές της επιχείρησης, παρά σαν μέσο εξυπηρέτησης της επιθυμίας των μετόχων να κερδίζουν εις βάρος των ομολογιούχων.

4.4.1.2 Έρευνα των Dhillon – Johnson (1994)

Η έρευνα αυτή επανεξέτασε το παραπάνω ζήτημα, παρατηρώντας μόνο πολύ σημαντικές αλλαγές στην μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα, εξέτασαν μεγάλες μεταβολές στα μερίσματα, καθώς και οποιεσδήποτε εισαγωγές νέων μερισμάτων και παραλείψεις. Χρησιμοποιώντας αυτές τις πιο τρανταχτές αλλαγές, κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα:

- Σύμφωνα με τις ανακοινώσεις για εισαγωγή μερισμάτων, τα μερίδια αυξήθηκαν κατά 0,72% ενώ οι τιμές των ομολογιών μειώθηκαν κατά 0,70% .

- Σύμφωνα με τις ανακοινώσεις για αυξήσεις των μερισμάτων κατά 30% τουλάχιστον, οι τιμές των μεριδίων αυξήθηκαν κατά 1,82% ενώ οι τιμές των ομολογιών μειώθηκαν κατά 0,50% .

4.4.1.3 Έρευνα του Brickley (1983)

Ο Brickley, μελέτησε την αξία των ειδικά προσδιοριζόμενων μερισμάτων (**specially designated dividends – SDDs**), καθώς και των επιπλέον και ειδικών μερισμάτων. Η λογική σε αυτή την ανάλυση είναι ότι οι αλλαγές στα κανονικά μερίσματα, οι οποίες αντανakλούν την μερισματική πολιτική της διοίκησης, μεταφέρουν περισσότερες πληροφορίες απ' ό τι τα SDDs, αφού τα τελευταία χρησιμοποιούνται από την διοίκηση ως προσωρινά. Η αντίδραση των επενδυτών στα SDDs είναι μικρότερη από αυτή στα κανονικά μερίσματα, ενώ ακόμα και τα κέρδη είναι πιο μεγάλα.

4.4.2 Εμπειρική ανάλυση της σχέσης μετόχων – διοικητικών στελεχών

4.4.2.1 Έρευνα των Lang – Litzenberger (1989)

Στην έρευνα αυτή, έγινε σύγκριση της αντίδρασης των επενδυτών στις μερισματικές μεταβολές, πραγματοποιούμενες από στελέχη που προχωρούν σε υπερεπενδύσεις και στελέχη τα οποία δεν προχωρούν σε τέτοιες ενέργειες. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής, υποστηρίζουν την άποψη ότι τα μερίσματα μπορεί να επηρεάζουν την επιθυμία της διοίκησης να επενδύει πέρα από τα επίπεδα που επιθυμούν οι μέτοχοι.

4.4.2.2 Έρευνα των Agrawal – Jagaraman (1994)

Οι A&J, δοκίμασαν μια άλλη προσέγγιση στην εξέταση της υπόθεσης ότι τα μερίσματα μειώνουν την δυνατότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τις ελεύθερες ταμιακές ροές (μετρητά τα οποία περισσεύουν) για την εξυπηρέτηση των αναγκών της. Σύγκριναν τις μερισματικές πολιτικές των

απαλλαγμένων από χρέη επιχειρήσεων, με αυτές όπου υπάρχει εξάρτηση της διοίκησης από τους μετόχους. Εάν η μερισματική πολιτική επηρεάζεται από την υπόθεση ότι η διοίκηση μπορεί να υπερεπενδύσει, οι μη εξαρτώμενες από τους μετόχους επιχειρήσεις θα διανείμουν περισσότερα από τα κέρδη τους ως μερίσματα απ' ό,τι οι μη εξαρτημένες που θα διανείμουν κάποια από τα κέρδη τους για επενδύσεις. Επίσης, στην ίδια έρευνα, έγιναν συγκρίσεις ανάμεσα σε εταιρείες στις οποίες τα στελέχη της διοίκησης είχαν σημαντικά μερίδια μετοχών από άλλες στις οποίες η διοίκηση δεν είχε τέτοια επιρροή. Το αποτέλεσμα αυτών των συγκρίσεων ήταν ότι επιχειρήσεις με υψηλά διοικητικά μερίδια μετοχών – ουσιαστικά επιχειρήσεων όπου τα συμφέροντα μετόχων/διοίκησης συμπίπτουν αρκετά- έχουν μικρότερο ύψος πληρωμών. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν πως τελικά τα μερίσματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν ένα μέσο για την μείωση της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τα στελέχη, παράλληλα με την χρήση των ελεύθερων ταμιακών ροών.

4.4.2.3 Έρευνα των Jensen – Solberg – Zorn (1992)

Κατά την έρευνα αυτή, έγινε η εξέταση του αλληλένδετου προορισμού των μερισμάτων, εσωτερικής ιδιοκτησίας και επιρροής μετόχων στην διοίκηση. Οι J-S-Z παρείχαν στοιχεία ότι τα μερίσματα χρησιμεύουν ως μέσο ελαχιστοποίησης των συγκρουόμενων συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους – διοίκηση. Κατά την διάρκεια λοιπόν της ανάλυσης τους βρήκαν πως οι πληρωμές μερισμάτων είναι αρνητικά σχετιζόμενες με την επιρροή των μετόχων και την εσωτερική ιδιοκτησία, την κατοχή δηλαδή μετοχών από τα στελέχη της διοίκησης. Με άλλα λόγια, τα μερίσματα είναι λιγότερο σημαντικά για την μείωση των προβλημάτων που δημιουργούνται κατά την διαχείριση των ελεύθερων ταμιακών ροών, όταν οι εσωτερικοί επενδυτές έχουν τα ίδια συμφέροντα με τους εξωτερικούς.

4.4.2.4 Έρευνα των Lambert – Lanen – Larcker (1989)

Στην έρευνα αυτή εξετάστηκαν οι αλλαγές στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων που υιοθέτησαν κάποιες αλλαγές στα σχέδια διαχείρισης του αποθέματος. Διαπιστώθηκε λοιπόν πως γι' αυτές τις εταιρείες τα μερίσματα μειώνονται ανάλογα με τα επίπεδα μερίσματος επιχειρήσεων που δεν γίνονται τέτοιες αλλαγές. Τέλος, οι μερισματικές πολιτικές ορίζονται ανάλογα με τις αποφάσεις της διοίκησης και όχι των μετόχων.

4.5 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Όπως φαίνεται λοιπόν, η απόδοση μερισμάτων μπορεί να φέρει σε αντιπαράθεση μετόχους – διοίκηση – πιστωτές, αφού η καθεμία ομάδα δρα σύμφωνα με τα συμφέροντα της. Οι μέτοχοι επιθυμούν υψηλά μερίσματα ώστε να μπορούν να επωφελοούνται από αυτή την επιστροφή χρημάτων. Οι πιστωτές από την άλλη βρίσκονται εκτεθειμένοι κάθε φορά που πληρώνονται μερίσματα, αφού σε μια δυσμενή περίοδο για την επιχείρηση κινδυνεύουν να χάσουν τις απαιτήσεις τους. Η διοίκηση, τέλος, επιθυμεί την αύξηση των διαθέσιμων και επενδύσεων της, με την προϋπόθεση ότι καλύπτουν και τις ανάγκες των μετόχων της. Σύμφωνα με τους *Kalay & John*, ο μόνος τρόπος ώστε να μην έρχονται σε αντιπαράθεση οι τρεις αυτές ομάδες, είναι η πληρωμή μικρών μερισμάτων αλλά και η ταυτόχρονες επενδύσεις της επιχείρησης.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και το γεγονός πως ο *Easterbrook* αλλά και ο *Jensen* υποστηρίζουν πως η διοίκηση επηρεάζεται και δρα σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων, θεωρία που υποστήριζεται και στις μετέπειτα εμπειρικές αναλύσεις.

Τελικά η σύγκρουση των συμφερόντων ανάμεσα στο τρίπτυχο μέτοχοι – διοίκηση – πιστωτές είναι μεγάλη. Δυστυχώς πάντα μια ενέργεια της επιχείρησης θα έχει θετική και αρνητική επίδραση στις άλλες δυο ομάδες αφού η ισορροπία είναι πάντα δύσκολο να επιτευχθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ : Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΛΥΣΗ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η επαναγορά των μετοχών, αποτελεί τον κυριότερο εναλλακτικό μηχανισμό έναντι των μερισμάτων. Συναντιέται πλέον συχνά σε αρκετές επιχειρήσεις και αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο θα αναπτυχθεί αυτή η στρατηγική στο ακόλουθο κεφάλαιο. Για την καλύτερη πρακτική προσέγγιση του θέματος, χρησιμοποιήκαν πραγματικά στατιστικά στοιχεία, καθώς και μια αρκετά σημαντική έρευνα του Adrian Wood, ενώ γίνεται αναφορά τόσο σε Αμερικανικές, όσο και σε Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις.

5.2 ΤΑ ΕΞΑΦΑΝΙΣΜΕΝΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Όταν οι φόροι εισοδήματος αυξήθηκαν για πρώτη φορά στην Αμερική τόσο ώστε να μπορούν να ασκήσουν σημαντικές οικονομικές επιδράσεις, η χώρα αντιμετώπιζε τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο και τα λεπτά σημεία της εταιρικής χρηματοδότησης – μερισματικής πολιτικής δεν ήταν μέρος της δημόσιας ημερήσιας διάταξης. Μετά όμως το τέλος του πολέμου η κατάσταση άλλαξε.

Η μέση παραγωγή μερισμάτων στις δημόσιες επιχειρήσεις παρέμεινε αρκετά υψηλή. Οι οικονομολόγοι όμως παρακολουθώντας την υψηλή παραγωγή μερισμάτων παράλληλα με την φορολογική ανεπάρκεια, προέβλεπαν ότι τα μερίσματα τελικά θα εξαφανίζονταν. Κι όμως μέχρι πριν περίπου 10 έτη τα ποσοστά μερισμάτων στο απόθεμα των μεγάλων, καθιερωμένων εταιρειών, κρατήθηκαν αρκετά υψηλά και ως ποσοστό του κέρδους (το ποσοστό πληρωμής στους μετόχους από τα κέρδη) και ως ποσοστό της αξίας του αποθέματος (η παραγωγή) .

Υπό μια έννοια, εντούτοις, τα μερίσματα έχουν πέσει σταθερά από την δεκαετία του '50. Το 1958 ήταν η τελευταία φορά που η παραγωγή μερισμάτων ήταν πραγματικά υψηλή. Δεδομένου ότι τα μερίσματα από μεγάλες επιχειρήσεις μειώθηκαν, ο αριθμός των επιχειρήσεων, μέχρι και το 2002, που δεν πληρώνουν κανένα μέρισμα ανήλθε εντυπωσιακά, από 30% των δημόσιων επιχειρήσεων το 1960, σε πάνω από 65% μέχρι σήμερα.

5.3 ΑΠΟΚΡΥΨΗ ΤΗΣ ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΑΣ

Το 1961, οι μελλοντικοί νομπελίστες Merton Miller και Franco Modigliani, υπέδειξαν πως ελλείψει των εταιρικών φόρων, η αξία μιας εταιρείας επηρεάζεται πολύ λίγο από τον τρόπο που χρηματοδοτείται ή από το ποσό των αποδοχών που πληρώνονται ή διατηρούνται. Ο πραγματικός καθοριστικός παράγοντας της αξίας της επιχείρησης είναι ο τρόπος που χρησιμοποιεί τους πόρους της.

Οι οικονομολόγοι έχουν ασχοληθεί ιδιαίτερα με το εάν η αύξηση μερισμάτων συσχετίζεται με την αύξηση των αποδοχών. Σε μια ενδιαφέρουσα μάλιστα μελέτη που δημοσιεύτηκε στο περιοδικό "*JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*" από τον *Harry DeAngelo* , πραγματοποιήθηκε μια έρευνα σε 145 εταιρείες, ενταγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, τα κέρδη των οποίων είχαν μια αυξητική τάση για εννέα τουλάχιστον χρόνια και μετά άρχισαν να μειώνονται. Στις περισσότερες περιπτώσεις, τα μερίσματα αυξάνονταν όταν και οι αποδοχές της επιχείρησης ήταν μεγάλες.

Πολλές άλλες δοκιμές και έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί, από διάφορους οικονομολόγους, για να διαπιστωθεί αν η μερισματική πολιτική

δείχνει και την οικονομική υγεία μιας επιχείρησης. Το επενδυτικό κοινό από την μεριά του, παραμένει πιστό στα μερίσματα και ζητά την όλο και μεγαλύτερη αύξηση τους. Δεν είναι περίεργο λοιπόν το γεγονός πως 0,05 δολάρια, ως μέρισμα από κάθε μετοχή, είναι πιο σημαντικό για έναν επενδυτή από μια ανακοίνωση της επιχείρησης για την οικονομική ευρωστία της. Ομοίως ένα αυξανόμενο μέρισμα σημαίνει περισσότερο σε έναν τέτοιο επενδυτή για μια επιχείρηση, από τα καλά λόγια ενός οικονομικού αναλυτή σε κάποιο επιστημονικό περιοδικό. Σε περιόδους που ακόμα και εταιρείες με μεγάλο γόητρο βρίσκονται σε δυσμενή θέση, οι περισσότεροι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους τα πιο απτά στοιχεία για την προοπτική εξέλιξης μιας επιχείρησης από λέξεις και αριθμούς.

5.4 ΞΕΠΕΡΝΩΝΤΑΣ ΤΗΝ ΠΟΛΥΠΛΟΚΟΤΗΤΑ

Η σύγχρονη εναλλακτική λύση της πληρωμής των μερισμάτων, είναι η **επαναγορά του εταιρικού μεριδίου** από την επιχείρηση. Εάν είναι ώρα να διανεμηθούν τα χρήματα στους μετόχους, μερικοί υποστηρίζουν πως είναι ανάγκη για την επιχείρηση να επανακτήσει το απόθεμά της. Οι μέτοχοι λοιπόν, μπορούν να πωλήσουν μέρος των μετοχών τους και τα κέρδη της συναλλαγής θα φορολογηθούν στο ποσοστό των κύριων κερδών. Εκείνοι οι μέτοχοι που επιθυμούν να συνεχίσουν να έχουν τις επενδύσεις τους δεν χρειάζεται να πωλήσουν.

Όπως φαίνεται λοιπόν όλοι είναι κερδισμένοι. Τα πράγματα όμως δεν είναι τόσο απλά. Οι μέτοχοι δεν έχουν την ίδια μεταχείριση στην πώληση ή κατοχή του μεριδίου τους. Στην πραγματικότητα, εκείνοι που βρίσκονται στην πιο αδύνατη οικονομική θέση θα έχουν μεγαλύτερη πίεση να πωλήσουν το μερίδιό τους και τελικά μπορεί να χρειαστεί να φύγουν εντελώς από την επιχείρηση. Εταιρική επαναγορά λοιπόν είναι μια συνεργασία κατά την οποία ο συνεργάτης μειοψηφίας ρωτά «Δεν είναι ώρα να διανεμηθεί ένα κέρδος;» και ο συνεργάτης πλειοψηφίας απαντά: «Δεν διανέμω τίποτα. Εάν χρειαστείτε χρήματα, θα σας εξαγοράσω».

Το μεγάλο πρόβλημα αυτού του προγράμματος, είναι πως η εταιρεία πρέπει να γνωρίζει καλά το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο πρέπει να

επανακτήσει τα αποθέματα της, αλλά και το ύψος των μερίδων που θα έρθουν πίσω σε αυτήν.

Πολύ προσπάθεια καταβάλλεται για τέτοιου είδους προγράμματα. Οι επιχειρήσεις έμαθαν πως με την υποχρέωση να αγοραστούν ορισμένες μετοχές σε μια δηλωμένη τιμή και σε δεδομένο χρόνο, μπορούν να κερδίσουν αυτό το πρόσθετο εισόδημα εάν το απόθεμα δεν πέσει κάτω από την δηλωμένη τιμή, πχ εξαιτίας μιας κρίσης στο χρηματιστήριο.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η περίπτωση της *Intel*, όταν άλλαξε η ιδιαίτερα κυκλική αγορά. Οι παρακάτω αριθμοί είναι από την ετήσια έκθεση της το 2000:

Πίνακας 5.1

ΕΤΗ	ΜΕΤΡΗΤΑ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝΤΑΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ (ΣΕ ΕΚΑΤ. ΔΟΛΑΡΙΑ)	ΠΟΣΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΠΟΥ ΑΝΑΚΤΑΤΑΙ ΒΑΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡ. ΑΞΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡ. ΑΓΟΡΑΣ
1998	6,785	5,586
1999	4,228	4,228
2000	3,511	3,511

Το 1999 και το 2000 οι δύο στήλες είναι ίδιες, αλλά το 1998 η Intel έπρεπε προφανώς να καταβάλλει τιμή αγοράς 1,2 δις δολαρίων (6,785 – 5,586) για να αποκτήσει το απόθεμα της (τίτλοι μετοχών).

Υπάρχει ακόμα ένας λόγος που οι ανακτήσεις των αποθεμάτων αποτυγχάνουν ως υποκατάστατο της μερισματικής πολιτικής. Περίπου το μισό από το απόθεμα που έχει αγοραστεί κατά την διάρκεια των προηγούμενων 15 χρόνων δεν έχει παραμείνει αποκλειστικά στα χέρια της επιχείρησης, αλλά ανακυκλώνεται συνέχεια από χέρι σε χέρι με αποτέλεσμα να μειώνονται οι πληρωμές των μετόχων σε μετρητά, από τις εταιρικές μερίδες, στο μισό.

Ένας μέτοχος, μπορεί να ανατρέξει στο αρχείο πληρωμής μερισμάτων μέσω δημοσιεύσεων σε περιοδικά, εφημερίδες κτλ και γνωρίζει την γραμμή

της επιχείρησης όσον αφορά τα μερίσματα, αλλά η εξακρίβωση της επίδρασης των προγραμμάτων ανάκτησης μεριδίου είναι πολύ δύσκολο.

5.5 ΤΟ ΔΙΛΗΜΜΑ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ – Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ ADRIAN WOOD (2003)

Η παρακάτω συνοπτική παρουσίαση της έρευνας αυτής, αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο πολλές Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις ασκούν την μερισματική πολιτική τους. Γι' αυτό τον λόγο, σκοπίμως γίνεται αναφορά σε διάφορες μεγάλες εταιρείες.

Στις 8 Νοεμβρίου του 2002, ο οικονομικός διευθυντής της *Royal & Sun Alliance*, μιας Αγγλικής ασφαλιστικής εταιρείας με ετήσιο εισόδημα 20,2 δις ευρώ, έκανε το αδιανόητο: ανήγγειλε την παύση πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους. Πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστήριξαν πως αυτή η κίνηση ήταν σημάδι αδυναμίας. Τελικά όμως οι επιχειρήσεις ίσως να μην σταματάνε να πληρώνουν μερίσματα μόνο όταν τα κέρδη τους πέφτουν. Στην προκειμένη περίπτωση μάλιστα συμβαίνει ακριβώς τα αντίθετο.

Με την ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση των ασφαλιστρών, ιδίως μετά την τραγωδία του Παγκόσμιου Εμπορικού Κέντρου στην Αμερική, η επιχείρηση θεώρησε πως ή αγορά της πρόσφερε την καλύτερη ευκαιρία για αύξηση της. Επομένως θεωρήθηκε ως πιο προσοδοφόρα η επανεπένδυση των κεφαλαίων στην επιχείρηση παρά η επιστροφή τους στους μετόχους. Αυτή μάλιστα η κίνηση ίσως να ήταν η πλέον κατάλληλη για την επιχείρηση, γιατί μπορεί να θεωρηθεί ως ένδειξη μελλοντικής ικανοποιητικής αποδοτικότητας. Με ποιον τρόπο; Μια επιχείρηση με πολύ υψηλά κέρδη και προοπτικές μεγάλης ανάπτυξης, όταν σταματάει να πληρώνει, ξαφνικά, μερίσματα για να κάνει επενδύσεις, μπορεί να σημαίνει πως περιμένει μελλοντική άνοδο της αποδοτικότητας της.

Η αναφορά στην *Royal & Sun Alliance*, έγινε για να φανερωθεί πως η στάση απέναντι στα μερίσματα, στην Ευρώπη, άρχισε να αλλάζει. Για να εξακριβωθεί μάλιστα η κατάσταση, πραγματοποιήθηκε μια έρευνα, τον Νοέμβριο του 2002, από μεγάλο οικονομικό οργανισμό, στην οποία συμμετείχαν 127 επιχειρήσεις από 10 ευρωπαϊκές χώρες και εξετάστηκε η κάθε μεταβολή στην μερισματική τους πολιτική στο διάστημα 1993-2000.

5.5.1 Ο γρίφος των πληρωμών

Η έρευνα δεν σκόπευε να εξακριβώσει πότε οι εταιρείες διανείμουν μετρητά στους μετόχους – επενδυτές, ενέργεια που θεωρητικά συμβαίνει όταν έχουν μεγάλο κεφάλαιο και καμία καλή ευκαιρία για επένδυση. Αντιθέτα, η έρευνα εξέτασε τους δυο κύριους τρόπους επιστροφής χρημάτων:

- I. Μέσω της πληρωμής μερισμάτων, που παρέχουν κάποιο εισόδημα στους μετόχους.
- II. Μέσω της ανάκτησης του αποθέματος, δηλαδή επαναγοράς των μεριδίων των μετόχων από την επιχείρηση.

Στα αποτελέσματα της έρευνας φάνηκε πως ενώ το ποσοστό των καθαρών αποδοχών, που επιστρέφεται στους μετόχους, με δυσκολία άλλαξε σε ποσοστό 55% (διάστημα 1993 – 2000), το ποσό των μετρητών που επέστρεψε στις επιχειρήσεις με την μορφή της ανάκτησης των αποθεμάτων, αυξήθηκε ραγδαία. Συγκεκριμένα, ενώ το 1993 δεν επιστράφηκε τίποτα μέσω της ανάκτησης αποθεμάτων, το 2000 το 15% των μετρητών που επιστράφηκε στους επενδυτές, ήταν μέσω των επαναγορών. Φυσικά, η κλασική θεωρία χρηματοδότησης δηλώνει ότι η πολιτική μερισμάτων δεν έχει διαφορά από την επαναγορά του αποθέματος. Όταν μια επιχείρηση πληρώνει ένα μέρισμα, η τιμή μεριδίου της μειώνεται από το ποσό εκείνου του μερίσματος. Εξίσου, όταν αγοράζει πίσω μια επιχείρηση τις μετοχές της και τις ακυρώνει, οι επενδυτές δεν λαμβάνουν κανένα μέρισμα, αλλά η τιμή μεριδίου δεν πέφτει. Καθένας τρόπος είναι καλός.

Τα αποτελέσματα όμως της έρευνας καταρρίπτουν, ως ένα ποσοστό, την παραπάνω θεωρία, αφού για τις επιχειρήσεις οι ανακτήσεις των μεριδίων τους γίνονται, αναμφισβήτητα, σημαντικότερο μέρος της πολιτικής διανομής τους.

Ένας λόγος είναι ότι οι επαναγορές του μεριδίου ήταν δυνατό να γίνουν, στις Ευρωπαϊκές χώρες, προς το τέλος της δεκαετίας του '90 και αυτό εξαιτίας των αλλαγών στο εταιρικό δίκαιο και στο φόρο των κύριων κερδών. Ενώ το 1993 μόνο το 3,9% των επιχειρήσεων είχε την έγκριση των μετόχων για να πραγματοποιήσει επαναγορές, εκείνος ο αριθμός αυξήθηκε σε 80,3% το 2000. Ακριβώς επειδή οι ανακτήσεις μεριδίου είναι τώρα δυνατές, την απάντηση στην ερώτηση «γιατί οι επιχειρήσεις τις επιλέγουν από τα

μερίσματα; » δίνει ο *Theo Vermaelen*, καθηγητής χρηματοδότησης στο *Insead*, μια γαλλική σχολή. Σύμφωνα λοιπόν με την άποψη του, όταν μια επιχείρηση αρχίζει ένα κανονικό μέρισμα, γίνεται όπως μια σύμβαση και είναι δύσκολο να πειστούν οι επενδυτές ότι ίσως κάποια στιγμή χρειαστεί να μειωθεί. Αντίθετα οι επαναγορές είναι μια εύκαμπτη λύση για να δοθεί στην επιχείρηση περισσότερο πεδίο για να αποφασίσουν πότε είναι ο καλύτερος τρόπος για να επιστραφούν τα χρήματα στους μετόχους.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα η *UPM Kymmene*, ένας Φινλαδικός γίγαντας προϊόντων δασονομίας με έσοδα πωλήσεων 9,6 δις ευρώ. Όσον αφορά αυτά τα έσοδα, πληρώνει τακτικό ετήσιο μέρισμα ίσο με το 1/3 των κερδών. Τα υπόλοιπα κέρδη της επιχείρησης διανέμονται μέσω των επαναγορών. Από τον Σεπτέμβριο του 1997, ο κολοσσός αυτός αγόρασε πάλι 975 εκατ. ευρώ των μεριδίων του, που αντιστοιχεί στο 13% του αποθέματος του.

Ένας άλλος λόγος, για τον οποίο χρησιμοποιείται αρκετά η μέθοδος επαναγοράς του αποθέματος, είναι γιατί προσφέρουν μεγαλύτερη ευελιξία στους επενδυτές. Εκτιμώντας ότι τα μερίσματα αναγκάζουν όλους τους μετόχους να συμμετάσχουν σε μια διανομή μετρητών στα την οποία θα φορολογηθούν, οι επαναγορές αφήνουν τους επενδυτές να επιλέξουν πότε θα συμμετάσχουν.

Υπάρχουν όμως και άλλοι λόγοι για τους οποίους οι επαναγορές άρχισαν να γίνονται πιο δημοφιλεί από τα μερίσματα. Ένας από αυτούς είναι και η φορολογία. Για πολλούς επενδυτές και σε πολλές χώρες, ο φόρος των κύριων κερδών είναι μικρότερος από τον φόρο εισοδήματος, ο οποίος καθιστά τις ανακτήσεις μεριδίου αποδοτικότερες από τα μερίσματα σε μετρητά. Στην Γερμανία για παράδειγμα, οι επενδυτές που κρατούν ένα μερίδιο για περισσότερο από ένα έτος, απαλλάσσονται από τον φόρο κερδών, ενώ όλες οι πληρωμές μερισμάτων υφίστανται τον φόρο εισοδήματος.

5.5.2 Ο αντίποδας: Τα πλεονεκτήματα του μερίσματος

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της μερισματικής πολιτικής, είναι το χαμηλό κόστος που έχει στο κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Η διανομή μετρητών μπορεί να επιβαρύνει σε πολύ μικρό ποσοστό τα κέρδη μιας εταιρείας, αφού εκείνη θα αποφασίσει το ύψος των μετρητών που θα αποδώσει.

Ίσως όμως το πιο κοινό επιχείρημα για την διατήρηση των μερισμάτων, είναι το αίσθημα της σιγουριάς του επενδυτή πως όχι και να γίνει θα πάρει μετρητά στα χέρια του.

5.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μέχρι τώρα, αρκετές επιχειρήσεις έχουν στραφεί στην επαναγορά των μεριδίων τους. Η μερισματική πολιτική όμως έχει ισχυρά θεμέλια και ποια από τις δυο μεθόδους θα επικρατήσει θα φανεί μελλοντικά.

Επειδή είναι πολύ σημαντική η έρευνα που προαναφέρθηκε για την εξακρίβωση της θέσης της μερισματικής πολιτικής και του μερίσματος μέσα στην επιχείρηση, θα αναφερθεί σε όλο το εύρος της.

5.7 Η ΕΡΕΥΝΑ

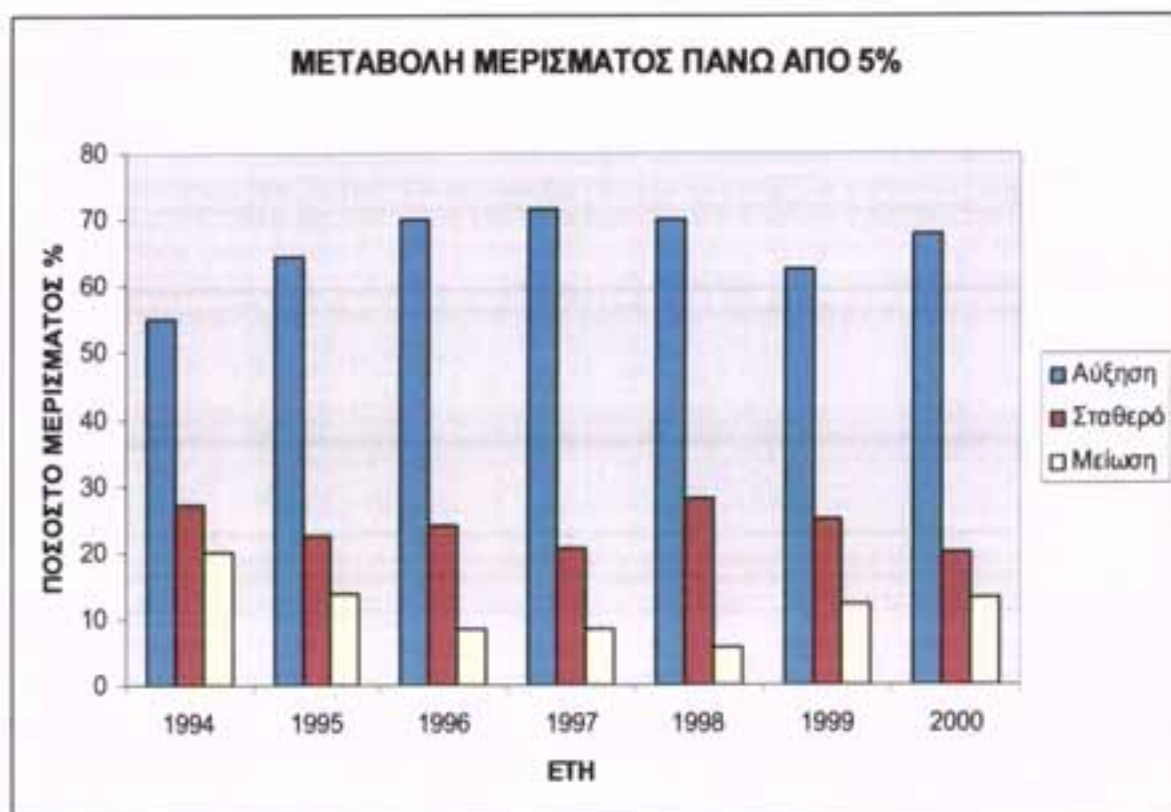
Όπως προαναφέρθηκε, στην έρευνα αυτή, που πραγματοποιήθηκε από τον *ADRIAN WOOD*, συμμετείχαν 127 από τις 500 μεγαλύτερες Ευρωπαϊκές εταιρείες. Η επιλογή αυτού του δείγματος δεν ήταν τυχαία, μιας και με αυτό τον τρόπο αποφεύχθηκαν οι νέες και γρήγορα αυξανόμενες εταιρείες που σκόπευαν να πληρώσουν μικρότερα μερίσματα από αυτά των παλαιότερων επιχειρήσεων.

Ακόμα όμως και το γεωγραφικό εύρος του δείγματος επιλέχθηκε με προσοχή, ώστε να περιλαμβάνει εταιρείες χωρών με διαφορετική φορολογία και απαιτήσεις επενδυτών. Οπότε λοιπόν έγινε η επιλογή των επιχειρήσεων από 10 χώρες, συμπεριλαμβανομένων του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας και της Γαλλίας. Βασική προϋπόθεση για την επιλογή του δείγματος, τέλος, ήταν η διατήρηση της πολιτικής της καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

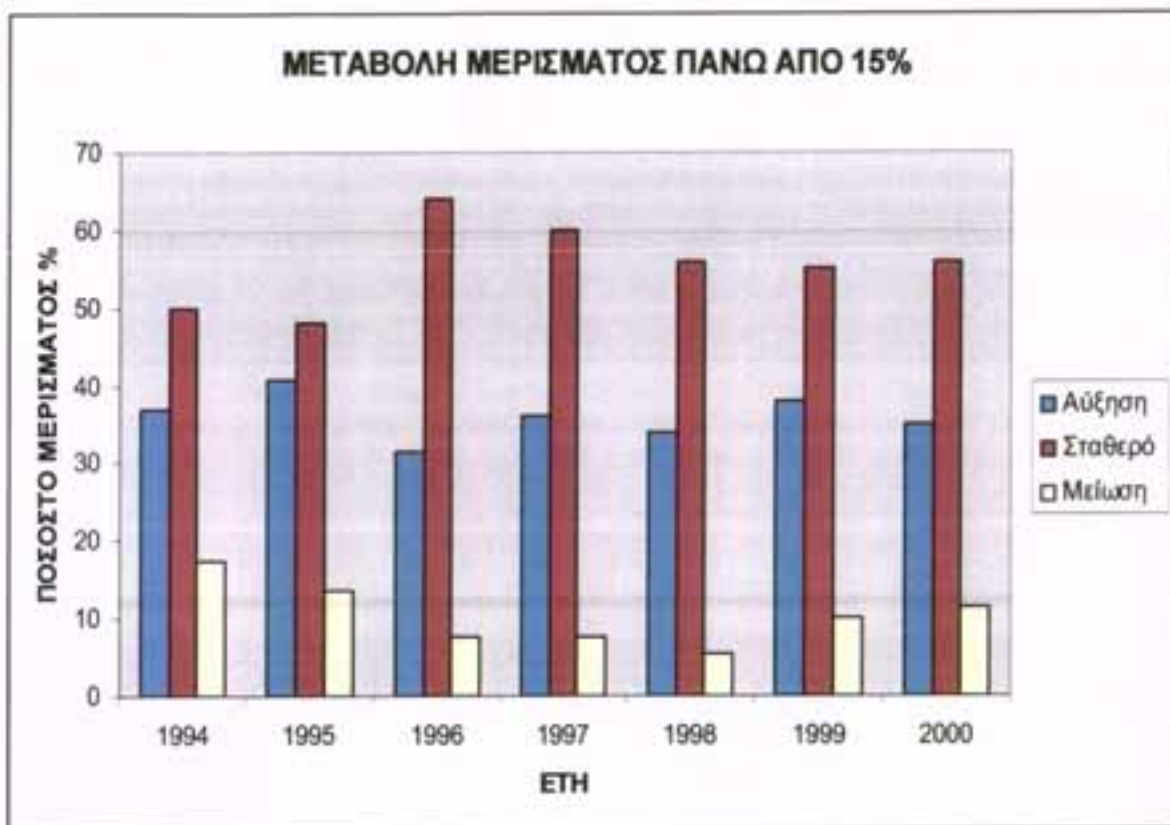
5.7.1 Τα αποτελέσματα

Παραδοσιακά, μια από τις κύριες λειτουργίες των μερισμάτων είναι η δύναμη που έχουν να πείθουν τους επενδυτές για την καλή λειτουργία της επιχείρησης (μεγάλο μέρισμα – καλή οικονομική κατάσταση της επιχείρησης). Στο παρελθόν λοιπόν, υπήρχε επιφυλακτικότητα όσον αφορά την παύση πληρωμής μερισμάτων, ακόμα και αν υπήρχε η ανάγκη επανεπένδυσης των κερδών μέσα στην δουλειά, από φόβο μήπως θεωρηθεί αυτό ως σημάδι αδυναμίας.

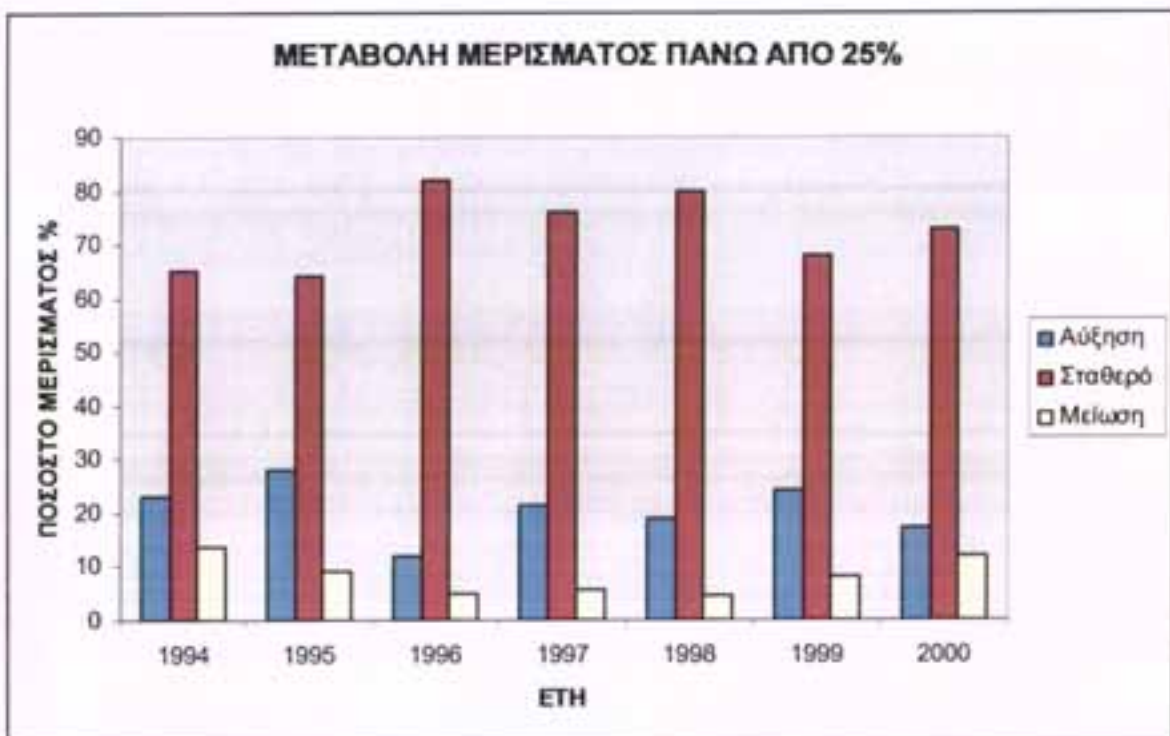
Η έρευνα δείχνει πως κάτι ανάλογο ισχύει και σήμερα. Η γραφική απεικόνιση, δείχνει πως λίγες επιχειρήσεις κόβουν εντελώς το μέρισμα τους. Συμπερασματικά όμως, έπειτα και από την εξέταση των 127 επιχειρήσεων του δείγματος, φαίνεται πως ενώ μέχρι το 1993 τα μερίσματα θεωρούνταν το βαρόμετρο της μελλοντικής οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης, σταδιακά άρχισαν να χάνουν την αξία τους.



Γραφ. Παράσταση 5.1



Γραφ. Παράσταση 5.2



Γραφ. Παράσταση 5.3

Πηγή: CFO magazine

5.8 Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι έρευνες οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί στην Ελλάδα για την πολιτική μερισμάτων είναι ελάχιστες, πόσο μάλλον και για την επαναγορά μεριδίων. Από τα στοιχεία που βγαίνουν από τις δημοσιεύσεις των ελληνικών επιχειρήσεων, προκύπτει πως τα μερίσματα παίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση κάποιου να επλέξει μια επιχείρηση ώστε να επενδύσει τα χρήματά του. Σίγουρα το δέλεαρ της διανομής ενός ποσού ανά διαστήματα είναι μεγαλύτερο από την ολική και οριστική ρευστοποίηση των μετοχών. Ο Έλληνας επενδυτής προτιμά την σιγουριά ενός ποσού το οποίο ούτως ή άλλως θα έχει. Πρόβλημα συναντάται όταν η διοίκηση αποφασίζει την παύση απόδοση μερίσματος, ενέργεια που προκάλεί, όπως και στο εξωτερικό, αμφιβολίες για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Θα μπορούσε να ειπωθεί πως αν και χρησιμοποιούνται τόσο η διανομή μερίσματος όσο και η επαναγορά μεριδίου, μάλλον η πρώτη πολιτική υπερισχύει της δεύτερης/

5.9 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Όπως φάνηκε απ' όλα τα παραπάνω στοιχεία, η πολιτική διανομής μερισμάτων σίγουρα έχει ένα ισχυρό αντίπαλο. Σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις η πρώτη υποχώρησε έναντι της δεύτερης πολιτικής. Ασφαλώς είναι στο χέρι της διοίκησης για το ποια μέθοδος θα προτιμηθεί, λαμβάνοντας βέβαια υπόψιν και την επιθυμία των μετόχων και όλων των υπολοίπων ενδιαφερομένων. Η έρευνα που παρουσιάστηκε παραπάνω αποτελεί μια από τις σημαντικότερες και πιο ενδιαφέρουσες που έχουν πραγματοποιηθεί και τα στοιχεία που παρουσιάζει δίνουν μια σαφή εικόνα της κατάστασης σήμερα. Σε παγκόσμιο όμως επίπεδο τα δεδομένα αλλάζουν, αν μάλιστα ληφθούν υπόψιν οι συνεχείς μεταβολές στην οικονομία, στην φορολογία αλλά και στην διάθεση των επενδυτών.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η διανομή μερισμάτων εφαρμόζεται πλέον σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων. Από τον 16^ο αιώνα που εμφανίστηκε η πρώτη διανομή μερισμάτων έως σήμερα, ένα πλήθος αλλαγών μετέβαλλε αλλά και έδωσε ένα νέο χαρακτήρα στην μερισματική πολιτική, ως μια ενέργεια σημαντική και σε αρκετές περιπτώσεις θετική για μια επιχείρηση. Απόδειξη της σημασίας των μερισμάτων είναι η εμφάνιση πληθώρας θεωριών και αναλύσεων από καταξιωμένους μελετητές, οι οποίοι επιδίωξαν να καλύψουν όλες τις εκφάνσεις τους. Από τον Miller και Modigliani μέχρι τον Kalay και τον Pettit, έγινε προσπάθεια να αποδειχτεί ότι τα μερίσματα μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης αλλά και όλων όσων συνδέονται με αυτή. Στην παρούσα εργασία βασικός σκοπός ήταν να καλυφθούν όλες οι παράμετροι του θέματος, εξετάζοντας όσο το δυνατόν περισσότερες απόψεις και καταγράφοντας πραγματικά μετρήσιμα στοιχεία.

Όπως προαναφέρθηκε, η πρώτη μορφή διανομής μερίσματος σημειώθηκε τον 16^ο αιώνα, όταν οι πλοίαρχοι πλήρωναν μερίδια από τα έσοδα των πλοίων στους επενδυτές. Από τότε μέχρι σήμερα ουσιαστικά ο χαρακτήρας της διανομής παράμεινε ο ίδιος, δίνοντας στα μερίσματα μια σημαντική θέση στη ζωή μιας επιχείρησης. Χαρακτηριστικά, από το 1957 έως και σήμερα, η ιστορία καταγράφει αύξηση των μερισμάτων σε σύγκριση με τα κέρδη αλλά και με τις επενδύσεις. Συγκεκριμένα, με την αύξηση των κερδών υπήρχε και μια ταυτόχρονη αύξηση στα μερίσματα και όσον αφορά τις επενδύσεις, εκεί παρατηρήθηκε πως αν και αυτές παρουσίαζαν αυξομειώσεις, η πορεία των μερισμάτων ήταν σταθερή.

Σημαντική για μια επιχείρηση είναι και η εξέταση όλων εκείνων των παραγόντων που μπορούν να μεταβάλλουν την πολιτική μερισμάτων τους, όπως ο περιορισμός πως τα μερίσματα δεν μπορούν να είναι μεγαλύτερα

από τα κέρδη μετά φόρου, αλλά και η διατήρηση σταθερής πορείας για το μερίσμα που αποδίδουν, εφόσον με το τελευταίο επιτυγχάνουν την ικανοποίηση των μετόχων. Επιπλέον, όπως και η αγορά παρουσιάζει τις διακυμάνσεις της ανάλογως την φάση του βιολογικού κύκλου στον οποίο βρίσκονται, έτσι και μια επιχείρηση κατά τη έναρξη των εργασιών της αποδίδει χαμηλά μερίσματα, εφόσον παρουσιάζει και χαμηλά κέρδη, κατάσταση που μεταβάλλεται μόλις επέλθει η φάση της ανάπτυξης όπου τα κέρδη είναι μεγαλύτερα, τουλάχιστον σε θεωρητικό επίπεδο.

Με την πάροδο των ετών και εφόσον ήταν πλέον φανερό πως η θέση των μερισμάτων είχε πλέον ισχυροποιηθεί, ολοένα και περισσότερες έρευνες έκαναν την εμφάνιση τους καλύπτοντας όλες τις πτυχές του θέματος. Τότε μελετήθηκαν και τα μοντέλα αποτίμησης των μετοχών, όπου κεντρική ιδέα ήταν πως οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές αποβλέποντας στις μερισματικές ροές τους. Η κυριότερες έρευνες ήταν αυτές των Gordon – Shapiro και Walter, με τους πρώτους να συμπεραίνουν πως η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι ίση με το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισματικών ροών και των δεύτερο να υποστηρίζει πως η μερισματική πολιτική καθοδηγείται από τον στόχο για μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών.

Από τα σημαντικότερα ζητήματα που έχουν εξεταστεί ήταν πως βλέπει τελικά η διοίκηση την διανομή μερίσματος. Η σημαντικότερη μελέτη, ήταν αυτή του Lintner, ο οποίος επιβεβαιώθηκε και από τις έρευνες των Baker – Farelly – Edelman και των Benartzi – Michaely – Thaler. Τα βασικό συμπέρασμα ήταν πως οι μέτοχοι επιθυμούν την διανομή ενός σταθερού μερίσματος, το οποίο η επιχείρηση συνήθως διανέμει μόνο όταν έχει υψηλά κέρδη.

Η φορολογία είναι μια σημαντική μεταβλητή, η οποία επηρεάζει τόσο τους μετόχους όσο και την ίδια την επιχείρηση. Συγκεκριμένα ο Brennan απόδειξε πως οι πρώτοι επιθυμούν την διανομή σε μετρητά για να μπορούν να έχουν ρευστή δύναμη ώστε να αντισταθμίζουν τους φόρους που τους επιβάλλονται, άποψη που επιβεβαιώθηκε και από τους Lintzenberger – Ramaswamy, οι οποίοι μάλιστα υποστήριξαν πως η αγορά τίτλων είναι συναφής με την αγοραστική δύναμη των μετόχων. Δηλαδή, όσο περισσότερα χρήματα έχουν οι μέτοχοι ώστε να μπορούν να ανταπεξέλθουν στην φορολογία, τόσο πιο ισχυρούς τίτλους αγοράζουν. Η περίοδος που προηγείται της κανονικής διανομής είναι εξίσου σημαντική, διότι μπορεί τα

κέρδη των μετόχων να είναι μικρότερα λόγω της επιβολής φορολογίας. Αυτό ακριβώς υποστήριξαν και οι Elton – Gruber, θεωρώντας πως δεν υπάρχει κέρδος τότε, ερχόμενοι σε αντιπαράθεση με τους Kalay και Eades – Hess – Kim.

Ένα από τα ζητήματα που μελετήθηκαν ήταν και το πως μπορεί η διανομή ενός μερίσματος να δώσει πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Όπως αποδείχτηκε, οι μέτοχοι θεωρούν πως όταν γίνεται διανομή και μάλιστα για συνεχόμενα έτη, αυτό συνπάγεται πως η επιχείρηση παρουσιάζει ευρωστία σε αντίθεση με μια άλλη η οποία ανακοινώνει πως παύει την πληρωμή. Οι ενέργειες αυτές επηρεάζουν και όλες εκείνες τις ομάδες οι οποίες συνδέονται οικονομικά με την επιχείρηση, όπως οι πιστωτές αλλά και οι επενδυτές. Το συμπέρασμα είναι πως τα μερίσματα μπορούν να γίνουν φορείς πληροφοριών προς την αγορά, όπως υποστήριξε και ο Bhattacharya, αποδεικνύοντας πως μέσω της διανομής η επιχείρηση μπορεί να γνωστοποιήσει ακόμα και μελλοντικές επενδύσεις.

Τα μερίσματα κατέχουν μια ισχυρή θέση ακόμα και σε σύγκριση με τον αντίπαλλο τους, την επαναγορά των ιδίων μετοχών. Σημαντικό πλεονέκτημα σε αυτή την μάχη είναι το χαμηλό κόστος που έχει η διανομή, σε σύγκριση με την εξαγορά όλων των παλιών τίτλων που διέθετε η επιχείρηση. Σύμφωνα με τον Wood εκείνη η παράμετρος που ζημιώνει την πολιτική μερισμάτων είναι η φορολόγηση, η οποία είναι μεγαλύτερη για τα κύρια κέρδη απ' ό,τι για το κύριο εισόδημα. Αυτό ακριβώς το μειονέκτημα επηρεάζει την θέση των μερισμάτων τα οποία αν και χρησιμοποιούνται σε μεγαλύτερο ποσοστό, ίσως τελικά να αρχίσουν να χάνουν την δύναμη τους.

Η διανομή παράλληλα με την κίνηση ρευστού, δημιουργούν και μια ταυτόχρονη σύγκρουση ανάμεσα στις κύριες ομάδες μιας επιχείρησης: τους μετόχους – πιστωτές και τους μετόχους – διοίκηση. Όσον αφορά την πρώτη ομάδα, οι Kalay & John υποστήριξαν πως ισορροπία επέρχεται μόνο όταν δίνονται μικρά μερίσματα και πραγματοποιούνται ταυτόχρονα επενδύσεις, ενέργειες που μπορούν να ικανοποιήσουν και τους μεν αλλά και τους δε. Ο Easterbrook αλλά και ο Jensen με την σειρά τους υποστήριξαν πως η σύγκρουση στη δεύτερη ομάδα σχετίζεται αποκλειστικά με τον βαθμό που επιδρούν οι μέτοχοι στην διοίκηση μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, όταν

πρόκειται για μεγαλομετόχους οι οποίοι εξαιτίας της ισχύος που έχουν μπορούν να επηρεάσουν τις ενέργειες της διοίκησης, ασφάλως θα επιδιώκουν και μεγαλύτερα μερίσματα, παραμερίζοντας το πιθανόν συμφέρον για επενδύσεις.

Τις τελευταίες δεκαετίες οι περισσότερες επιχειρήσεις επιδιώκουν να χαράσσουν πολιτική μερισμάτων. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η αγορά ζητάει τα μερίσματα τα οποία με την σειρά τους μπορούν να εξασφαλίσουν απόδοση ρευστών διαθεσίμων αλλά και να δώσουν πληροφορίες για την καλή πορεία μιας επιχείρησης, τουλάχιστον όπως το αντιλαμβάνεται εκείνη. Η σημαντικότερη μεταβλητή η οποία μπορεί να επηρεάσει την διανομή είναι η φορολογία και ίσως τελικά να είναι και αυτή που πιθανόν μελλοντικά να μειώσει την δύναμη του μερίσματος. Ακόμα και αν γίνει αυτό όμως, οι μέτοχοι θα συνεχίσουν να επιζητούν το μέρισμα, το οποίο μπορεί να τους εξασφαλίσει σε μεγάλο βαθμό την ασφάλεια που τόσο επιθυμούν.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στις ακόλουθες σελίδες, παρατίθενται μια σειρά από ανακοινώσεις για την διανομή μερίσματος, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στις ιστοσελίδες των επιχειρήσεων που αφορούν.

1) GOLDBELT INC. (κτηματομεσιτική εταιρεία - αλυσίδα ξενοδοχείων)

Μερίσματα μετοχών

Ένας από τους βασικότερους στόχους της επιχείρησης, είναι να παρέχει ουσιώδη και διαρκώς αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους της. Συγκεκριμένα η GOLDBELT πλήρωσε σε μερίσματα 62.165.036\$ μόνο το 2003. Ο μέσος μέτοχος έχει στην κατοχή του 100 μετοχές και έχει λάβει 228.38\$ μερίδιο ανά μετοχή .

Μερισματική πολιτική

Η μερισματική πολιτική της GOLDBELT ορίστηκε από το διοικητικό της συμβούλιο το 1995 και ισχύει έως σήμερα. Οι αρχές για τον καθορισμό των μερισμάτων, είναι οι εξής:

- I. Τα μερίσματα διανέμονται μόνο από το εισόδημα σε μετρητά της επιχείρησης.
- II. Το διοικητικό συμβούλιο ορίζει και ανακοινώνει όλα τα μερίσματα.
- III. Υπάρχουν δυο είδη μερισμάτων:

A. Συνήθη μερίσματα

1. Πληρώνονται σε συνεχή βάση, συνήθως τον Μάιο και Νοέμβριο, εφόσον έχουν εγκριθεί από το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης με βάση τα έσοδά της την τρέχουσα χρήση.
 - α) Τα μερίσματα αυτά μπορεί να μειωθούν σε περίπτωση όπου η επιχείρηση δεν αποκτήσει, κατά την διάρκεια της χρήσης, τα προϋπολογισθέντα κέρδη ή δεν υπάρχουν επαρκή αποθεματικά.
 - β) Τα μερίσματα επίσης, δεν θα αποδοθούν στους μετόχους, εφόσον τα προβλεπόμενα ταμιακά διαθέσιμα και οι λογαριασμοί κεφαλαίου, δεν υπερβούν τις πληθωριστικές πιέσεις.

B. Ειδικά μερίσματα

- 1) Αποδίδονται στους μετόχους εφόσον έχουν δοθεί τα συνήθη μερίσματα.
- 2) Τα συνολικά αυτά μερίσματα δεν μπορούν να ξεπερνούν το 60% των ταμιακών εσόδων της τρέχουσας χρήσης.
- 3) Τα ειδικά αυτά μερίσματα δίνονται στους μετόχους κάθε Ιανουάριο.
- 4) Καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης, σε συνάρτηση πάντα με τους στόχους της.

2) ELECTROLUX (εταιρεία κατασκευής ηλεκτρικών προϊόντων)

Η ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων της εταιρείας στις 21 Απριλίου του 2004, αποφάσισε την αύξηση του μερίσματος σε 6,50 μονάδες έναντι 6,00 μονάδων ανά μερίδιο μετοχών που ίσχυε το 2003. Τα μερίσματα ανταποκρίνονται στο 39% του καθαρού εισοδήματος των μετόχων ετησίως, έναντι 36% που ίσχυε στην επιχείρηση το 2003.

3) BLACKMORES (φαρμακευτική εταιρεία)

Η εταιρεία δεν ακολουθεί μια τυπική πολιτική μερισμάτων. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας προσδιορίζει την αξία του μερίσματος ανάλογα με τις συνθήκες που ισχύουν την δεδομένη περίοδο στην επιχείρηση. Επίσης το δ.σ τονίζει πως το μέγεθος του μερίσματος θα εξαρτηθεί και από την φορολογική νομοθεσία που εφαρμόζεται στην Αυστραλία.

- Η εταιρεία αυτή έχει την έδρα της στο Σίδνεϊ της Αυστραλίας.

4) FLETCHER BUILDING (κατασκευαστική εταιρεία)

Η επιχείρηση δεν έχει μια δηλωμένη πολιτική της διανομής ενός σταθερού ποσοστού των αποδοχών μέσω του μερίσματος σε οποιοδήποτε έτος. Στον καθορισμό ενός μερίσματος κάθε έτους, εξετάζει διάφορους παράγοντες συμπεριλαμβανομένων των προβλεπόμενων κερδών, των προοπτικών επέκτασης της επιχείρησης, της φορολογικής πίστωσης και κατ' επέκταση της φορολογικής πολιτικής του κράτους, αλλά και το ύψος των χρεών της επιχείρησης. Η επιχείρηση επιδιώκει την εξασφάλιση του μερίσματος, εννοώντας πως αυτό όχι μόνο δεν θα μειωθεί αλλά όταν το επιτρέπουν οι συνθήκες αυτό θα αυξηθεί.

Τα μερίσματα που πληρώνονται από την επιχείρηση συνδέονται με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε οι εδρεύοντες και μη, της Νέας Ζηλανδίας να μπορούν να επωφεληθούν από το φορολογικό της καθεστώς.

Για το προσωρινό μέρισμα, το οποίο πληρώθηκε τον Απρίλιο του 2004, η επιχείρηση είναι επίσης ικανή, όσον αφορά τους μετόχους της που κατοικούν στην Αυστραλία, να διαθέσει πιστώσεις για το φόρο που αναλογεί στο μέρισμα που αποδόθηκε. Η πολιτική αυτή ακολουθείται για την συνέχεια της ομαλής συνεργασίας με τους Αυστραλιανούς μετόχους.

Παρά την ανακοίνωση για την πολιτική μερισμάτων της, η επιχείρηση έχει την ευχέρεια να προχωρήσει σε μεταβολή του ύψους του μερίσματος, αυξητικά ή μειωτικά. Η *FLETCHER BUILDINGS* λοιπόν δεν μπορεί να δώσει καμία διαβεβαίωση για το επίπεδο μερισμάτων και ενδεχομένως για το επίπεδο των φορολογικών πιστώσεων που συνδέεται με αυτά.

5) FUGRO WORLD WIDE (εταιρεία διαχείρ. φυσικών πόρων)

Η επιχείρηση προσπαθεί για την πληρωμή ενός ποσοστού μερίσματος 30 – 50% επί του καθαρού αποτελέσματος. Ο μέτοχος μπορεί να επιλέξει μεταξύ ενός μερίσματος εξ ολοκλήρου σε μετρητά ή εξ ολοκλήρου σε τίτλους μετοχών. Συγκεκριμένα το 2003 το 51% περίπου των μετόχων επέλεξε να λάβει το μέρισμα του 2002 σε τίτλους μετοχών.

6) GUINNESS NIGERIA PLC (βιομηχανία ζυθοποιίας)

Η εταιρεία αυτή ταξινομείται ως μια από τις καλύτερες στον τομέα πληρωμής υψηλών μερισμάτων. Διάφοροι αναλυτές μάλιστα έχουν εξετάσει την λογική πίσω από την πολιτική μερισμάτων της επιχείρησης, δεδομένου ότι πληρώνει σχεδόν όλο το κέρδος της ως μέρισμα στους μετόχους.

Μια ανάλυση της πενταετούς πληρωμής μερισμάτων της επιχείρησης έδειξε ότι τα εξής:

Πίνακας Π.1

ΕΤΗ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	ΜΕΡΙΣΜΑ ΠΟΥ ΔΙΑΝΕΜΗΘΕΙ (σε δολ.)	ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ (σε δολ.)
1999	1,3 δις	2,6 δις
2000	1,7 δις	3,1 δις
2001	2,1 δις	4,1 δις
2002	2,7 δις	4,1 δις
2003	5,6 δις	6,6 δις

Αυτή η πολιτική έχει δημιουργήσει πολλά ερωτηματικά στους διάφορους παρατηρητές της αγοράς, οι οποίοι την θεώρησαν ως μέτρο εμπιστοσύνης της επιχείρησης στην οικονομία.

Επιπλέον η επιχείρηση έχει ανακοινώσει πως θα παρέχει δυο νέες μετοχές για κάθε τρεις παλιές ενώ θα πληρώνει και το ανάλογο μέρισμα στους μετόχους. Η πολιτική αυτή ήταν μια καινοτομία για την επιχείρηση και εφαρμόστηκε για να αποζημιώσει, ουσιαστικά, τους μετόχους της για τις επενδύσεις τους.

Οι οικονομικοί αναλυτές είναι της άποψης πως η πολιτική της επιχείρησης απλά ζημιώνει τους τοπικούς επενδυτές, προς όφελος των αλλοδαπών μετόχων οι οποίοι ελέγχουν το 54% του κεφαλαίου σε αντίθεση με το 46% των ημεδαπών. Ουσιαστικά δηλαδή ισχύει η σχέση μεγάλο ποσοστό συμμετοχής – υψηλότερα προνόμια. Επιπλέον η πολιτική αυτή θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μια μορφή στρατηγικής από τους επενδυτικούς πυρήνες της επιχείρησης για να αποζημιώσει την επένδυση τους γρηγορότερα, χρησιμοποιώντας την θέση τους ως μέτοχοι πλειοψηφίας

Εκτός από την αμφισβητήσιμη πολιτική μερισμάτων, η επιχείρηση έχει καταφέρει τις εξής αυξήσεις :

Πίνακας Π.2

ΤΟΜΕΙΣ	2002 (ποσά σε δολάρια)	2003 (ποσά σε δολάρια)
Κύκλος εργασιών	38,1 δις	29,5 δις
Κέρδος μετά φόρου	6,6 δις	4,1 δις
Κεφάλαια μετόχων	15,2 δις	14,2 δις

Η επιχείρηση αναμφίβολα ανταγωνίζεται πολύ καλά τις υπόλοιπες βιομηχανίες του κλάδου της ζυθοποιίας, ενώ θα συνεχίσει να λειτουργεί με την υπάρχουσα πολιτική της. Αν και η πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί

ευσταθεί νομικά, δεν μπορεί να επιτρέψει στους εγχώριους μετόχους της να ανταγωνιστούν, σε οποιοδήποτε επίπεδο, τους διεθνείς επενδυτές.

7) HARDINGE MACHINE TOOLS INC (εταιρεία κατασκευής εργαλείων)

Με έδρα την Ν. Υόρκη, στις 9 Μαΐου του 2003 ανήγγειλε πως το διοικητικό συμβούλιο όρισε ένα τριμηνιαίο μέρισμα ύψους 0,03\$ ανά μετοχή. Αυτό το μέρισμα με την σειρά του, απεικονίζει μια μείωση από το ποσοστό του προηγούμενου τριμήνου το οποίο ήταν 0,06\$ ανά μετοχή. Η επιχείρηση έχει επίσης αναγγείλει πως το διοικητικό συμβούλιο θα εξετάζει, στο μέλλον, τις αποφάσεις για τα μερίσματα σε ετήσια βάση και όχι σε τριμηνιαία που έπραττε ως τώρα.

Όπως μάλιστα έχει σημειωθεί από το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης, η νέα αυτή πολιτική μερισμάτων ήταν δύσκολη αλλά απαραίτητη δράση λόγω των τρεχόντων όρων που ισχύουν στον κλάδο αλλά και για την διατήρηση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά.

8) CANADIAN NATURAL (βιομηχανία εκμετάλλευσης φυσικών πόρων)

Τον Ιανουάριο του 2001, το διοικητικό συμβούλιο ενέκρινε την πληρωμή ενός κανονικού τριμηνιαίου μερίσματος 0,10\$ ανά κοινό μερίδιο, το οποίο στην συνέχεια αυξήθηκε σε 0,125\$, τον Απρίλιο του 2002 και σε 0,15\$ τον Απρίλιο του 2003.

Τον Φεβρουάριο του 2004 ανακοινώθηκε από την επιχείρηση η αύξηση του ετήσιου μεριδίου ανά μετοχή, σε 0,80\$ από 0,60\$ που ήταν, σημειώνοντας μια άνοδο στο ύψος του μερίσματος 33% , γεγονός που φανερώνει την ισχυρή ταμειακή ροή της επιχείρησης.

Η ιστορία της πληρωμής μερισμάτων της εταιρείας έχει ως εξής:

Πίνακας Π.3

ΗΜΕΡΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	ΠΟΣΟ ΠΛΗΡΩΜΗΣ (σε δολάρια)
1 Απριλίου 2001	0,10
1 Ιουλίου 2001	0,10
1 Οκτωβρίου 2001	0,10
1 Ιανουαρίου 2002	0,10
1 Απριλίου 2002	0,125
1 Ιουλίου 2002	0,125
1 Οκτωβρίου 2002	0,125
1 Ιανουαρίου 2003	0,125
1 Απριλίου 2003	0,15
1 Ιουλίου 2003	0,15
1 Οκτωβρίου 2003	0,15
1 Ιανουαρίου 2004	0,15
1 Απριλίου 2004	0,20

9) DELHAIZE GROUP (βιομηχανία μηχανολογικού εξοπλισμού)

Πολιτική της εταιρείας είναι η πληρωμή ενός τακτικά αυξανόμενου μερίσματος προς τους μετόχους, διατηρώντας παράλληλα την δυνατότητα να μπορεί να χρηματοδοτήσει μελλοντικές ευκαιρίες που μπορεί να παρουσιαστούν.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα καθαρά και ακαθάριστα ετήσια μερίσματα που έχει πληρώσει η εταιρεία, από το 1990:

Πίνακας Π.4

ΕΤΟΣ	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΜΕΡΙΣΜΑ (σε ευρώ)	ΚΑΘΑΡΟ ΜΕΡΙΣΜΑ (σε ευρώ) < Ακαθ. Μέρισμα- κρατήσεις φόρων >
1990	0,48	0,36
1991	0,58	0,43
1992	0,66	0,50
1993	0,67	0,50
1994	0,77	0,57
1995	0,83	0,62
1996	0,89	0,67
1997	0,99	0,74
1998	1,12	0,84
1999	1,24	0,93
2000	1,36	1,02
2001	1,44	1,08
2002	0,88	0,66
2003	1,00	0,75

*Ο φόρος παρακράτησης είναι 25%

Στην τακτική γενική συνέλευση, που πραγματοποιήθηκε στις 27 Μαΐου 2004, οι μέτοχοι ενέκριναν την πληρωμή ενός ακαθάριστου μερίσματος 1,00 ευρώ ανά μερίδιο, έναντι 0,88 ευρώ του προηγούμενου έτους. Το καθαρό μέρισμα των 0,75 ευρώ είναι πληρωτέο στους ιδιοκτήτες των συνηθισμένων μετοχών, ενώ η πληρωμή τους γίνεται στην επίσημη έδρα της επιχείρησης στις Βρυξέλλες.

10) CPAC INC. (εταιρεία παρασκευής προϊόντων για την προσωπική υγιεινή)

Το διοικητικό συμβούλιο εξετάζει την οικονομική θέση της επιχείρησης σε κάθε τετράμηνο και καθορίζει αν θα πληρωθούν τα μερίσματα και ποιο θα είναι το ποσό.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζεται η πορεία της πολιτικής μερισμάτων, ενώ όπως φαίνεται υπάρχουν χρονιές που δεν αποδόθηκαν μερίσματα. Επιπλέον, όπως μπορεί να παρατηρηθεί, τα μερίσματα στην πλειοψηφία τους παραμένουν σχεδόν σταθέρα.

Πίνακας Π.5

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΕΤΟΣ	ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΚΟΙΝΗ ΜΕΤΟΧΗ (σε δολάρια)
1991	0,24
1992	0,26
1993	0,26
1994	0,26
1995	0,13
1996	0
1997	0
1998	0
1999	0,13
2000	0,26
2001	0,28
2002	0,28
2003	0,28

11) INLAND REAL ESTATE CORPORATION (κτηματομεσιτική επιχ.)

Με την προηγούμενη μερισματική της πολιτική, η επιχείρηση πλήρωνε τα μηνιαία μερίσματα κάθε 17^η ημέρα του μήνα ή την 1^η ημέρα του μήνα που

ακολουθεί. Υπό την πρόσφατα υιοθετημένη πολιτική, που αρχίζει με το μηνιαίο μέρισμα μετρητών πληρωτέο στις 17 Αυγούστου 2004, η επιχείρηση αναμένει να κάνει τις μηνιαίες μερισματικές πληρωμές κάθε 17^η ημέρα του ημερολογιακού μήνα.

Το μέρισμα που πληρώνει ετησίως η εταιρεία ανέρχεται στα 0,94 δολάρια ανά μερίδιο, μέρος του οποίου διανέμεται μηνιαία στους μετόχους. Τέλος, το μερίδιο ανά μετοχή του μηνιαίου μερίσματος, υπολογίζεται βάση του ημερολογιακού έτους χρησιμοποιώντας τον πραγματικό αριθμό ημερών που ακολουθούν από την στιγμή που θα πληρωθεί το τελευταίο μέρισμα.

12) PROFILGRUPPEN AB. (βιομηχανία σιδηροκατασκευών)

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, στην συνέλευση που πραγματοποιήθηκε τον Φεβρουάριο του 2004, αποφάσισε να ορίσει ως ποσοστό απόδοσης των μερισμάτων, το 40 με 50% του οικονομικού κύκλου της επιχείρησης. Σε οποιοσδήποτε προτάσεις για αύξηση του μερίσματος, θα ληφθούν υπόψη οι τυχόν απαιτήσεις από επενδύσεις, η οικονομική θέση της εταιρείας, η τάση των αποδοχών και, τέλος, η προοπτική ανάπτυξης για τα επόμενα έτη.

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα μερίσματα που δίνει η επιχείρηση μέχρι και το οικονομικό έτος 2003.

Πίνακας Π.6

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Μερίδιο (σε ευρώ)	1,00	1,00	1,20	1,75	0,50	0,75	1,25
Ετήσιο ποσοστό κέρδους	32%	41%	39%	40%	65%	87%	46%

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 📖 Ronald C. Lease, Kose John, Auner Kalay, Uri Loewentein, Oded H. Sang, 1999, *Dividend Policy*, Harvard Business School Press.
- 📖 Brennan Michael J. , Anjan Thakor, 1990, *Shareholder preferences and dividend policy*, Journal of Finance.
- 📖 Mohammed Nishar, Chaudhary Mohammed Irfan, 1998, *Dividend policy and stock price volatility in Pakistan*, Journal of Finance.
- 📖 George W. Fenn, Nele Liang, 2000, *Corporate Payout policy and managerial stock incentives*, Journal of Finance.
- 📖 A. Sabur Mollah, Kevin Keasey, Helen Short, 2000, *The influence of agency costs on dividend policy in an emerging market – evidence from the Dhaka Stock Exchange*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Stephen Ferris, Ho Pei Yui, Nilanjan Sen, 2002, *International dividend policy, legal influences, firm attributes and desire to pay*, 2002, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Laarni Bulan, Narayanan Subramanian, Loyd Tanlu, 2003, *On the timing of dividend initiation*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Ki C. Han, Suk Hun Lee, David Y Sul, 1999, *Institutional shareholders and dividends*, Journal of Financial and Strategic decisions.

- 📖 Malcom Baker, Jeffrey Wurgler, 2002, *A catering theory of dividends*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 George M. Frankfurter, Bob G. Wood Jr, 1999, *Dividend policy Theories and their empirical tests*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Frederic Romon, 1998, *Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, 2003, *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, Elsevier Science B.U.
- 📖 Larry Gorman, Robert Weigand, Thomas Zwirolein, 2003, *The information content of dividend resumptions*, Elsevier Science B.U.
- 📖 Grullon G, R. Michaely, B. Swaminathan, 2002, *Are dividend changes a sign of firm maturity?* , Journal of Business, τόμ. 75.
- 📖 Amy George, Chris Hein, Heather Solberg, Jeff Schmidt, 2001, *Dividend announcements, earning announcements and stock prices*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Suman Banerjee, Vladimir A. Gatcher, Paul A. Spindt, 2003, *To pay or not to pay? The dividend dilemma of the liquid firm*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 A.T. Aburachis, Richard J. Kish, 1999, *International evidence on the co-movements between bond yields and stock returns: 1894-1994*, Journal of Financial and Strategic Decisions, τόμ. 12.

- 📖 Yi Tsung Lee, Yu Jane Liu, Richard Roll, 2004, Avanidnar Subrahmanyam, *Taxes and clientele: Evidence from Trading and Ownership*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Kathleen P. Fuller, 2000, *The impact of informed trading on dividend signalling: a theoretical and empirical examination*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Stewart Jones, Rohit Sharma, 2001, *The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: Some Australian case*, Managerial Finance, τόμος 27, κεφάλαιο 3.
- 📖 Dimitrios Vasiliou, Nikolaos Eriotis, Evangelos I. Poutos, 2004, *Investigating the dividend policy of Greek Firms: Some preliminary evidence*, Elsevier Science B.U.
- 📖 P.V. Viswanath, Vu Kyung Kim, Jayant Pandit, 2002, *Dillution, dividend commitments and liquidity*, Review of Quantitive Finance and Accounting, τόμος 18, κεφάλαιο 4.
- 📖 Todd Milton, 2004, *Corporate governance and dividend policy in emerging markets*, Elsevier Science B.U.
- 📖 Patricia A. Ryan, Scott Besley, Hei Wai Lee, 2000, An empirical analysis of reactions to dividend policy changes for Nasdaq firms, Journal of Financial and Strategic decisions, τόμος 13, κεφάλαιο 1.
- 📖 Julie Ann Elston, Richard Hofler, Junsoo Lee, 2004, *Dividend policy and institutional ownership: Empirical evidence using a propensity score matching estimator*, Elsevier Science B.U.

- 📖 Malcom Baker, Jeffrey Wurgler, 2003, *Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives*, Journal of Financial Economics, τόμος 10, κεφάλαιο 5.
- 📖 Michael Bradley, Dennis R. Capozza, Paul J. Seguin, 1998, *Dividend policy and cash flow uncertainty*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 N. Bhattacharyya, 1998, *Good managers work more and pay less. Dividends – A screening model of dividend policy*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Dan Bernhardt, Alan Douglas, Fiona Robertson, 2004, *Testing dividend signaling models*, Elsevier Science B.U.
- 📖 Kathleen Fuller, Michael Goldstein, 2003, *Dividend policy and market movements*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 M. Gary Collins, Atul K. Saxena, James W. Wansley, 1996, *The role of insiders and dividend policy: A comparison of regulated and unregulated firms*, Journal of Financial and Strategic decions, τόμος 9, κεφάλαιο 2.
- 📖 Ming Dong, Chris Robinson, Chris Veld, 2003, *Why individual investors want dividends*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Mihir A. Desai, C. Fitz Foley, James R. Hines Jr, 2002, *Dividend policy inside the firm*, National Bureau of Economic Research.
- 📖 Γ. Κ. Φιλιππάτος, Π. Ι. Αθανασόπουλος, 1986, *Κόστος κεφαλαίου και πολιτική μερισμάτων και χαρτοφυλακίου*, Εκδόσεις Παπαζήση.
- 📖 Γεώργιος Παπούλιας, 1993, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, Εκδόσεις Παπούλιας Α.Ε.

📖 Ιωάννης Γ. Ιωάννου, 1991, *Χρηματοδοτική Διοίκηση*, Εκδόσεις «Το Οικονομικόν»

📖 A. Gropelli, Ehsan Nikbakht, 1996, *Χρηματοοικονομική*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

📖 www.hartcourtcollege.com

📖 www.duke.edu

📖 www.cfo.com

📖 www.economics.about.com

📖 www.investopedia.com

📖 www.ingenta.com

📖 www.business.sc.edu

📖 www.elsevier.com

📖 www.nber.org

📖 www.ssrn.com