



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ**

Τμήμα Μηχανικών Βιομηχανικής  
Σχεδίασης και Παραγωγής

**&**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΑΙΓΑΙΟΥ**

Τμήμα Ναυτιλίας και  
Επιχειρηματικών Υπηρεσιών



**ΔΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΝΕΕΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ»**

**Τίτλος Διπλωματικής Εργασίας:**

**Η μερισματική πολιτική στην ναυτιλιακή βιομηχανία**

---

**Τίτλος Αγγλικά**

**Dividend policy in the shipping industry**

---

**Όνοματεπώνυμο Σπουδαστή:**

**ΠΕΤΡΟΣ ΤΖΗΚΑΣ**

---

**Όνοματεπώνυμο Υπεύθυνου Καθηγητή:**

**ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ**

---

**ΔΙΑΤΡΙΒΗ**

**Φεβρουάριος 2021**

---



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ**

Τμήμα Μηχανικών Βιομηχανικής  
Σχεδίασης και Παραγωγής

**&**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΑΙΓΑΙΟΥ**

Τμήμα Ναυτιλίας και  
Επιχειρηματικών Υπηρεσιών



## Μέλη Εξεταστικής Επιτροπής

**Συριόπουλος Θεόδωρος**

**Παπουτσιδάκης Μιχαήλ**

**Νικητάκος Νικήτας**



## **ΔΗΛΩΣΗ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Ο κάτωθι υπογεγραμμένος Τζήκας Πέτρος του Παναγιώτη, με αριθμό μητρώου 8056131 φοιτητής του Διϋδρυματικού Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Νέες Τεχνολογίες στη Ναυτιλία και τις Μεταφορές» του Τμήματος Μηχανικών Βιομηχανικής Σχεδίασης και Παραγωγής της Σχολής Μηχανικών Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής, δηλώνω υπεύθυνα ότι: «Είμαι συγγραφέας αυτής της μεταπτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην εργασία. Επίσης, οι όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε ακριβώς είτε παραφρασμένες, αναφέρονται στο σύνολό τους, με πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Επίσης, βεβαιώνω ότι αυτή η εργασία έχει συγγραφεί από μένα αποκλειστικά και αποτελεί προϊόν πνευματικής ιδιοκτησίας τόσο δικής μου, όσο και του Ιδρύματος. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του διπλώματός μου».

Ο δηλών  
Τζήκας Πέτρος

## Περιεχόμενα Εργασίας

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	- 6 -
ABSTRACT .....	- 7 -
1. Μερίσματα και μερισματική πολιτική: Επισκόπηση .....	- 1 -
1.1 Εισαγωγή.....	- 1 -
1.2 Ιστορία και τάσεις μερισματικής πολιτικής .....	- 6 -
1.3 Μοντέλα μερίσματος.....	- 9 -
1.3.1 Μερίσματα επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans) .....	- 12 -
1.4 Εναλλακτικά σχήματα διανομής κερδών (Stock dividends, Stock splits & Reverse Stock Splits) -	14 -
1.4.1 Διάσπαση Μετοχών (Stock splits) .....	- 16 -
1.4.2 Μέρισμα μετοχής (Stock dividends).....	- 20 -
1.4.3 Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split) .....	- 23 -
1.5 Επαναγορά μετοχών (Stock repurchase).....	- 24 -
1.6 Greenmail.....	- 28 -
2. Θεωρητικά και εμπειρικά στοιχεία .....	- 28 -
2.1 Η θεωρία μη σχετικότητας του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory) .....	- 28 -
2.2 Υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων (Residual Dividend Policy).....	- 33 -
2.3 Φόροι και επίδραση πελατών (Taxes and Clientele Effects) .....	- 38 -
2.4 Κόστος αντιπροσώπευσης και ελεύθερη ταμειακή ροή (Agency Costs and the Free Cash Flow Hypothesis).....	- 45 -
2.5 Ασύμμετρες πληροφορίες και θεωρία σήματος (Asymmetric Information and Signaling Theory) .....	- 51 -
3. Παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα .....	- 56 -
3.1 Εσωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα σε μια εταιρεία .....	- 56 -
3.2 Εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα σε μια εταιρεία.....	- 61 -
3.3 Υποκατάστατες μορφές πληρωμής .....	- 67 -
3.4 Συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής στην απόδοση της μετοχής και παράγοντες στην ναυτιλία .....	- 70 -
4. Μερισματική πολιτική στην ναυτιλία .....	- 74 -
4.1 Η διαφορετική αποτύπωση στην σχέση της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης της μετοχής ναυτιλιακών επιχειρήσεων .....	- 74 -
4.2 Η επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στις επενδυτικές αποφάσεις και τα μερίσματα στην ναυτιλιακή βιομηχανία .....	- 78 -

4.3	Αποτίμηση ναυτιλιακών εταιρειών βάσει μερισματικής απόδοσης.....	- 84 -
5.	Το προφίλ των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων και το βασικά συστατικά του προτύπου μελέτης της εργασίας .....	- 87 -
5.1	Μεθοδολογία .....	- 87 -
5.2	Περιορισμοί.....	- 88 -
5.3	Αποτελέσματα .....	- 88 -
5.4	Συγκριτική αξιολόγηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων .....	- 90 -
6.	ΕΠΙΛΟΓΟΣ .....	- 93 -
7.	Βιβλιογραφικές Παραπομπές.....	- 94 -

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μερισματική απόδοση (dividend yield) είναι το μέρισμα που πληρώνει μία εταιρία ως ποσοστό επί της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και αποδίδεται αναλογικά με το ποσοστό ιδιοκτησίας των μετοχών που έχει στην κατοχή του ένας επενδυτής. Ο σκοπός της έρευνας είναι η μελέτη της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις μέσα από μια ευρύτατη βιβλιογραφική επισκόπηση όλων των μορφών μερισματικής πολιτικής και παράγοντες που πιθανώς επηρεάζουν αυτές. Η μεθοδολογία έρευνας ακολουθεί αυτή της ανάλυσης των δεδομένων χρηματοοικονομικών δεικτών ναυτιλιακών επιχειρήσεων και της μερισματικής απόδοσης μέσω του οικονομετρικού μοντέλου των ελαχίστων τετραγώνων και της εξίσωσης  $Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4$ . Στην θέση της  $Y$ , δηλαδή της εξαρτημένης μεταβλητής θα είναι η μερισματική απόδοση (dividend yield) και των ανεξάρτητων μεταβλητών αυτές των αριθμοδεικτών: (EBITDA) δηλαδή τα κέρδη της ναυτιλιακής επιχείρησης πριν από την αφαίρεση των τόκων, των φόρων εισοδήματος, και των αποσβέσεων. (Net income) δηλαδή τα καθαρά κέρδη αυτής. (Total assets) το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. (Cash ratio) την ρευστότητας της. Για την συλλογή του δείγματος πάρθηκαν δεδομένα σε χρονολογικές σειρές τριμήνου από βάση δεδομένων, ενώ το λογισμικό που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνηση των βασικών συμπερασμάτων ήταν αυτό του Eviews. Η ανάλυση που ακολουθήθηκε βασίστηκε στην αποτίμηση των ναυτιλιακών εταιρειών ενώ διενεργήθηκε και συγκριτική αξιολόγηση της απόδοσης μερίσματος των ναυτιλιακών εταιρειών για την εξαγωγή καλύτερων συμπερασμάτων. Παρόλα αυτά τα αποτελέσματα της έρευνας δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως ασφαλή για το πότε, για ποιο λόγο και κάτω από ποιες οικονομικές συνθήκες οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις αποδίδουν μερίσματα στους επενδυτές τους. Παρατηρείται ότι οι κορυφαίες εταιρείες στον τομέα που δραστηριοποιούνται είναι και οι πιο πιστές στην απόδοση μερισμάτων από ότι οι εταιρείες που είναι μικρότερες σε μέγεθος. Η σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της αποτίμησης εταιρειών παραμένει ένα σημαντικό άλυτο ζήτημα στα χρηματοοικονομικά των εταιρειών, ενώ η μερισματική πολιτική αποτελεί ένα δισεπίλυτο γρίφο που αποτελεί θέμα προς διερεύνηση και χρήζει ερμηνείας, πολλών ερευνητών.

**Λέξεις κλειδιά:** Μερισματική απόδοση, ναυτιλιακές εταιρείες, Eviews, EBITDA, Net income, Total assets, Cash ratio

## ABSTRACT

Dividend yield is the dividend that a company pays as a percentage of the stock price of a share, for a specific period of time and is returned in proportion to the percentage of ownership of the shares held by an investor. The purpose of the research is to study the dividend policy pursued by Greek shipping companies through a broad bibliographic review of all forms of dividend policy and factors that may affect them. The research methodology follows that of the analysis of the data of financial indicators of shipping companies and the dividend yield through the econometric model of the least squares and the equation  $Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4$ . In the position of Y, ie the dependent variable will be the dividend yield and these independent variables of the indicators: (EBITDA) ie Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. (Net income) that is its net profits. (Total assets) the total assets of the company. (Cash ratio) its liquidity. Data were collected for the sample collection in quarterly chronological order from a database, while the software used to draw the main conclusions was that of Eviews. The analysis that followed was based on the valuation of the shipping companies while a comparative evaluation of the dividend performance of the shipping companies was carried out to draw better conclusions. However, the results of the survey can not be described as safe for when, for what reason and under what economic conditions shipping companies pay dividends to their investors. It is observed that the leading companies in the sector that are active are also more loyal to the dividend yield than the companies that are smaller in size. The relationship between dividend policy and corporate valuation remains an important unresolved issue in corporate finance, while dividend policy is a dilemma that needs to be explored and interpreted by many researchers.

**Keywords:** Dividend yield, shipping companies, Eviews, EBITDA, Net income, Total assets, Cash ratio

# **1. Μερίσματα και μερισματική πολιτική: Επισκόπηση**

## **1.1 Εισαγωγή**

Τα μερίσματα ορίζονται συνήθως ως η κατανομή των κερδών (στο παρόν ή το παρελθόν) σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία μεταξύ των μετόχων της εταιρείας ανάλογα με το ποσοστό της ιδιοκτησία αυτών. Υπάρχουν τρία μέρη αυτού του ορισμού, όλα εξίσου σημαντικά. Το πρώτο από αυτά είναι ότι τα μερίσματα μπορούν να διανεμηθούν μόνο από τα κέρδη και όχι από οποιαδήποτε άλλη πηγή ιδίων κεφαλαίων, ας το αναφέρουμε σαν πληρωμή πλεονάσματος. Το δεύτερο είναι ότι τα μερίσματα πρέπει να έχουν τη μορφή ενός πραγματικού περιουσιακού στοιχείου. Είναι κοινή πρακτική τα μερίσματα να πληρώνονται σε μετρητά κάτι που είναι πολύ βολικό αλλά σε περιπτώσεις όπως αυτή του υψηλού πληθωρισμού, ορισμένες εταιρείες προτιμούν να πληρώσουν τα μερίσματα με την μορφή του προϊόντος που αυτές παράγουν. Το τρίτο μέρος του ορισμού αναφέρει ότι όλοι οι μέτοχοι μοιράζονται τα μερίσματα, με βάση την συμμετοχή τους στην εταιρεία. Αυτό το μέρος του ορισμού, αν και πιο δίκαιο, αντιπροσωπεύει ποια (υπό ορισμένες συνθήκες) είναι τα λιγότερο επιθυμητά χαρακτηριστικά των μερισμάτων. Μια υπόθεση στην οποία βασίζεται ένα μεγάλο μέρος της χρηματοοικονομικής ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας είναι ότι οι διευθυντές (managers) των εταιρειών, λαμβάνουν αποφάσεις που πρόκειται να οδηγήσουν στην αύξηση του πλούτου των μετόχων της εταιρείας τους, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται μέσα από τις τιμές των μετοχών αυτής. Οι αποφάσεις αυτές των χρηματοοικονομικών διαχειριστών εμπίπτουν σε δύο ευρείες κατηγορίες: τις επενδυτικές αποφάσεις και τις χρηματοδοτικές αποφάσεις (Baker & Powell, 2005). Οι επενδυτικές αποφάσεις περιλαμβάνουν τον προσδιορισμό του είδους και του ποσού των περιουσιακών στοιχείων που η εταιρεία θέλει να διατηρήσει, κάτι που αντικατοπτρίζεται στο αριστερό μέρος του ισολογισμού της. Οι αποφάσεις χρηματοδότησης αφορούν την απόκτηση κεφαλαίων υπό μορφή χρέους και ιδίων κεφαλαίων για τη στήριξη των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης και των επενδύσεων αυτής. Αυτές τις πηγές χρηματοδότησης αντικατοπτρίζει η αντίστοιχη δεξιά πλευρά του ισολογισμού μιας επιχείρησης. Έτσι λοιπόν η μερισματική πολιτική μίας εταιρείας είναι αυτή που θα καθορίσει την απόδοση ή μη μερισμάτων. Αυτός είναι ένας τύπος απόφασης χρηματοδότησης που θα επηρεάσει το ποσό των κερδών που θα διανείμει μια εταιρεία στους μετόχους της έναντι του ποσού που πρόκειται να διατηρήσει και να επανεπενδύσει. Η μερισματική πολιτική αναφέρεται στην πολιτική πληρωμών που ακολουθεί μια εταιρεία όσον αφορά τον καθορισμό του μεγέθους και του τρόπου διανομής μετρητών στους μετόχους της με την πάροδο του χρόνου. Αυτός που καθορίζει μια πολιτική μερισμάτων μιας εταιρείας είναι το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, με τη συμβολή των ανώτερων διευθυντών. Ο καθορισμός



μιας κατάλληλης πολιτικής πληρωμών συχνά συνεπάγεται σε μια δύσκολη επιλογή λόγω της ανάγκης εξισορρόπησης πολλών εν δυνάμει αντικρουόμενων δυνάμεων. Η καταβολή μερισμάτων επηρεάζει τόσο τον πλούτο των μετόχων όσο και την ικανότητα της εταιρείας να διατηρεί τα κέρδη της για να τα εκμεταλλευτεί μέσα από πιθανές ευκαιρίες για την ανάπτυξη της. Επειδή οι αποφάσεις για επενδύσεις, χρηματοδότηση και απόδοση μερισμάτων είναι αλληλένδετες (Pruitt & Gitman, 1991), η διοίκηση δεν μπορεί να εξετάσει την μερισματική πολιτική μεμονωμένα από τις άλλες αποφάσεις. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία αποφασίσει να αυξήσει το ποσό των καταβληθέντων μερισμάτων, διατηρεί λιγότερα κεφάλαια για επενδυτικούς σκοπούς, γεγονός που μπορεί να αναγκάσει την εταιρεία να βγει στις κεφαλαιαγορές για να συγκεντρώσει κεφάλαια. Στην πράξη, πολλοί διευθυντές εξετάζουν προσεκτικά την πολιτική μερισμάτων που πρόκειται να ακολουθήσουν επειδή πιστεύουν ότι τέτοιες αποφάσεις επηρεάζουν την εταιρική αξία και ως εκ τούτου τον πλούτο των μετόχων (Baker, Farrelly, and Edelman, 1985, Baker and Powell, 1999). Επιπλέον, πολλοί επενδυτές βλέπουν την πολιτική μερισμάτων ως κάτι πολύ σημαντικό, επειδή δίνοντας αυτοί χρήματα και επενδύοντας έτσι σε επιχειρήσεις προσδοκούν ότι τελικά θα λάβουν πίσω το ανάλογο χρηματικό αντίτιμο. Έτσι, οι διαχειριστές (managers) συνήθως ενεργούν λες και η πολιτική μερίσματος της εταιρείας τους έχει άμεση συνάρτηση με την αξία αυτής καθεαυτής της εταιρείας, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την σημαντική όσο και αμφιλεγόμενη θεωρία που διατύπωσαν οι Miller και Modigliani (1961) ότι τα μερίσματα δεν έχουν σημασία για τον καθορισμό της αξίας της εταιρείας.

Ωστόσο, πολλές ακαδημαϊκές συζητήσεις περιβάλλουν το ρόλο που έχει, εάν έχει, αλλά και του τρόπου με τον οποίο οι αποφάσεις μερισμάτων οδηγούν στην επίτευξη του στόχου της μεγιστοποίησης της αξίας μιας εταιρείας. Η ιδέα ότι τα μερίσματα επηρεάζουν την αξία των μετοχών μιας εταιρείας δεν είναι νέα. Για παράδειγμα, γράφοντας το κλασικό με επιρροή αλλά υποτιμημένο του έργο, “η θεωρία της επενδυτικής αξίας”, ο John Burr Williams (1938) ήταν από τους πρώτους οικονομολόγους που θεωρούσαν ότι οι τιμές των μετοχών καθορίζονται από την εγγενή αξία που διατυπώνεται μέσα από την θεωρία της αποτίμησης μερισμάτων. Σύμφωνα με τον Williams, η μετοχή έχει αξία μόνο όταν βγάζεις από αυτήν. Έτσι, η εγγενής αξία, ή μακροπρόθεσμη αξία μιας μετοχής είναι η παρούσα αξία (present value) των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών της με τη μορφή διανομής μερισμάτων και τιμής πώλησης της μετοχής. Οι Graham & Dodd (1951) πιστεύουν επίσης ότι οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν μια εγγενή αξία που σχετίζεται με τα μερίσματα και τα κέρδη. Με βάση τις πεποιθήσεις των Graham και Dodd, ο Gordon (1959) αναπτύσσει ένα μοντέλο αποτίμησης στο οποίο οι μόνες σχετικές μεταβλητές που καθορίζουν την αξία μιας μετοχής είναι τα μερίσματα και το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate). Προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) είναι το επιτόκιο που η Κεντρική Τράπεζα χρεώνει τις τράπεζες για τα δάνεια. Μία αύξηση του

προεξοφλητικού επιτοκίου μειώνει την προσφορά χρήματος (κρατικά ομόλογα) ενώ μια μείωση του την αυξάνει.

Άλλοι είναι λιγότερο σίγουροι για το πώς τα μερίσματα επηρεάζουν την αξία των μετοχών μιας εταιρείας. Στην πρωτοποριακή μελέτη τους, οι Miller και Modigliani (1961) παρέχουν μια κομψή ανάλυση των σχέσεων μεταξύ της πολιτικής μερισμάτων, της ανάπτυξης και της αποτίμησης των μετοχών. Με βάση ένα καλά καθορισμένο αλλά απλοποιημένο σύνολο τέλειων παραδοχών στην αγορά κεφαλαίων (π.χ., χωρίς φόρους, κόστος συναλλαγής και αντιπροσώπευσης και πληροφορίες που είναι ελεύθερα διαθέσιμες σε όλους), οι M&M έθεσαν ένα θεώρημα περί μη σχετικότητας του μερίσματος. Στον εξιδανικευμένο κόσμο τους, η επενδυτική πολιτική είναι ο μοναδικός καθοριστικός παράγοντας στην αξία μιας εταιρείας. Επομένως, εάν οι διευθυντές επικεντρώνονται στη λήψη συνετών επενδυτικών επιλογών, η πολιτική πληρωμών μερισμάτων (payout policy) όπως και η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) μιας εταιρείας μπορούν να ρυθμιστούν από μόνες τους. Το μήνυμα ασυμφωνίας των M&M υποδηλώνει ότι η πολιτική απόδοσης μερισμάτων είναι ένα οικονομικά ασήμαντο ζήτημα που οι διαχειριστές (managers) μπορούν σε μεγάλο βαθμό να αγνοήσουν εάν λάβουν λογικές επενδυτικές αποφάσεις. Οι πρώτες μελέτες των Black and Scholes (1974), Miller (1986) και Miller and Scholes (1978, 1982) υποστηρίζουν το επιχείρημα περί μη σχετικότητας του μερίσματος.

Όπως επισημαίνουν οι DeAngelo και DeAngelo (2007), η αρχή της ασυμβατότητας μερισμάτων των M&M βασίζεται σε ασταθείς παραδοχές που αναγκάζουν τις εταιρείες να επιλέξουν πολιτικές πληρωμών μέσα από το 100% των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow) της εταιρείας. Επιπλέον, οι μέτοχοι τείνουν να είναι αδιάφοροι να λάβουν είτε ένα συγκεκριμένο ποσό μετρητών ως μερίσμα είτε να τους πιστωθεί μέσω επαναγοράς μετοχών (stock repurchase). Έτσι, η θεωρία των M&M οδηγεί στο αμφιλεγόμενο συμπέρασμα ότι όλες οι εφικτές πολιτικές πληρωμής είναι εξίσου πολύτιμες για τους επενδυτές. Ωστόσο, οι DeAngelo και DeAngelo υποστηρίζουν ότι το σύνολο πιθανών πολιτικών πληρωμής δεν είναι τόσο περιορισμένο όσο υποτίθεται πιστεύουν οι M&M και ότι η πολιτική πληρωμών έχει σημασία. Το μη συμβατικό και αμφιλεγόμενο συμπέρασμα των M&M σχετικά με την ασυμφωνία της πολιτικής μερισμάτων προκάλεσε μια έντονη συζήτηση σε ολόκληρη την οικονομική κοινότητα για δεκαετίες. Η πρώτη κριτική επικεντρώθηκε στις υπερβολικά περιοριστικές υποθέσεις των M&M που κρίθηκαν ως μη ρεαλιστικές. Κατά συνέπεια, εάν η πολιτική μερισμάτων είναι σημαντική για τους μετόχους και επηρεάζει τις τιμές των μετοχών, ορισμένες από τις παραδοχές των M&M πρέπει να είναι λανθασμένες.

Αφήνοντας τον αφηρημένο κόσμο της οικονομικής θεωρίας των M&M και μπαίνοντας στον πραγματικό κόσμο, το ζήτημα της ασυμφωνίας μερισμάτων συζητείται όλο και περισσότερο. Οι ερευνητές απαντώντας στα συμπεράσματα των M&M σχετικά με την ασυμφωνία αυτή της

πολιτικής μερισμάτων, προσέφεραν ανταγωνιστικότερες υποθέσεις πάνω στο γιατί οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα και γιατί οι επενδυτές θέλουν μια τέτοια προοπτική, το λεγόμενο “πάζλ μερισμάτων”, όπως το επινόησε ο Black (1976). Κάποιες πρότερες αυτής θεωρίες, μιλούσαν για την σχετικότητα των μερισμάτων περιλαμβάνοντας μεταβλητές όπως την φορολογία, το κόστος αντιπροσώπευσης και τις ασύμμετρες πληροφορίες. Οι Lease, John, Kalay, Loewenstein και Sarig (1956) αναφέρονται σε αυτές τις μεταβλητές για τη σχετικότητα μερισμάτων ως τις «τρεις μεγάλες τριβές», ενώ μεταβλητές όπως τα κόστη συναλλαγών, το κόστος συναλλαγής και επίπλευσης κατά την διαπραγμάτευση τίτλων ιδιοκτησίας και την παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών ως τις «τρεις μικρές τριβές». Οι Lease, John, Kalay, Loewenstein και Sarig (1956) καταλήγουν στο ότι η πολιτική μερισμάτων μπορεί έχει αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων λόγω των διαφόρων ατελειών της αγοράς. Επειδή αυτές οι ατέλειες επηρεάζουν διαφορετικά τις εταιρείες, οι πολιτικές μερισμάτων ενδέχεται να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των επιχειρήσεων. Στην πραγματικότητα, οι Lease et al. ανέπτυξαν έναν κύκλο ζωής των μερισμάτων, ενσωματώνοντας τριβές στην αγορά για να δείξουν πώς διαφέρει η πολιτική των μερισμάτων ανάλογα με τη φάση αυτού του κύκλου: εκκίνηση, αρχική δημόσια προσφορά (initial public offering - IPO), ταχεία ανάπτυξη, ωριμότητα και πτώση. Αρχική δημόσια προσφορά (initial public offering - IPO) είναι η πρώτη φορά κατά την οποία μια εταιρεία θέτει σε δημόσια κυκλοφορία μετοχές της ή «εισάγεται» σε ένα χρηματιστήριο.

Σε ένα από τα διασημότερα επιστημονικά άρθρα με πολλές αναφορές, ο Black (1976) αξιολογεί την συνεισφορά των ερευνητών στην μερισματική πολιτική μετά τους M&M καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι όσο πιο δύσκολα βλέπουμε την εικόνα του μερίσματος, τόσο περισσότερο μοιάζει αυτή με παζλ από κομμάτια που δεν ταιριάζουν μεταξύ τους. Οι Feldstein & Green (1983), απηχούν τα συναισθήματα του Black, δηλώνοντας ότι: «Η σχεδόν καθολική πολιτική της πληρωμής σημαντικών μερισμάτων είναι ο πρωταρχικός γρίφος στα οικονομικά της εταιρικής χρηματοδότησης». Ο Miller (1986) αναγνωρίζει επίσης ότι ένα από τα «αδύναμα σημεία» στην θεωρητική δομή αποφάσεων που πρέπει να λάβει ένας οικονομικός οργανισμός είναι αυτή καθεαυτή η προτίμηση που έχουν πολλές εταιρείες στην καταβολή μερισμάτων. Στην πραγματικότητα, το κύμα της έρευνας μερισμάτων μετά τους M&M οδήγησε τον Ang (1987) να παρατηρήσει ότι: «Έχουμε μετακινηθεί από μια θέση, αφού δεν έχουμε πολλούς καλούς λόγους για να εξηγήσουμε γιατί τα μερίσματα καταβάλλονται, σε μία θέση που έχουμε έναν λόγο από τους πάρα πολλούς». Παρά την πληθώρα εξηγήσεων, οι ερευνητές ανέπτυξαν επιπλέον θεωρίες για να εξηγήσουν το πάζλ των μερισμάτων, συμπεριλαμβανομένων των επεξηγήσεων συμπεριφοράς και των θεωριών μερισμάτων όσο του κύκλου ζωής της εταιρείας και την θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (catering theory). Οι εμπειρικές δοκιμές αυτών των θεωριών οδηγούν συχνά σε αντικρουόμενα αποτελέσματα.

Η θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (catering theory) είναι μια θεωρία που βασίζεται στο ότι η απόφαση να πληρωθεί μέρος οφείλεται στην γενικότερη ζήτηση των επενδυτών. Οι managers προσφέρουν στους επενδυτές μερίσματα όταν οι τελευταίοι αποδίδουν ένα έξτρα ποσό για την αγορά της μετοχής και δεν πληρώνονται όταν οι επενδυτές διαλέξουν την μη πληρωμή του έξτρα ποσού αυτού.

Σε ένα αμφιλεγόμενο άρθρο, οι DeAngelo και DeAngelo (2006) ισχυρίζονται ότι, σε αντίθεση με τους M&M (1961), η πολιτική πληρωμών δεν είναι άσχετη και ότι η επενδυτική πολιτική των εταιρειών δεν είναι ο μόνος καθοριστικός παράγοντας στην αξία της, ακόμη και σε αγορές χωρίς τριβές. Επισημαίνουν ότι χαλαρώνοντας τις παραδοχές των M&M για τη διατήρηση της πολιτικής πληρωμών αυτή έχει σημασία. Ισχυρίζονται επίσης ότι το παζλ μερισμάτων του Black (1976) δεν είναι πάζλ, διότι η κύρια ουσία του παζλ στηρίζεται στην λανθασμένη θεωρία της μη σχετικότητας που διατύπωσαν οι M&M, που εφαρμόζεται στις αποφάσεις πληρωμής και διατήρησης μερισμάτων, κάτι που δεν ισχύει. Εάν οι αξιώσεις των DeAngelo και DeAngelo έχουν αξία, τότε οι M&M βάζουν τους ερευνητές να ερευνήσουν προστριβές που θα κάνουν την πολιτική πληρωμών να έχει πραγματικά σημασία.

Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών παρέχοντας ειδικές θεωρίες και εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της πολιτικής μερισμάτων μιας εταιρείας καταδεικνύουν ότι η αποκρυπτογράφηση της μερισματικής πολιτικής αποτελεί ένα πρόβλημα που δεν έχει ακόμα επιλυθεί. (Brealey and Myers, 2005) Η σημερινή εικόνα σχετικά με το μέρισμα είναι η ίδια με αυτή που διατύπωσε ο Black (Black, 1976) και λέει ότι η μερισματική απόδοση είναι ο πρωταρχικός γρίφος στην χρηματοοικονομική. Επιπροσθέτως η σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της αποτίμησης εταιρειών είναι ένα σημαντικό άλυτο ζήτημα στα χρηματοοικονομικά των εταιρειών. Τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά, τα ερευνητικά στοιχεία αποδεικνύονται αντιφατικά. Το βασικό άρθρο των Miller και Modigliani έδειξε ότι η πολιτική μερισμάτων δεν σχετίζεται με τους επενδυτές, υπό την προϋπόθεση ότι κάθε επενδυτής είναι λογικός και ότι τα μερίσματα και τα κέρδη κεφαλαίου φορολογούνται με τον ίδιο συντελεστή. Η μερισματική πολιτική αποτελεί σημαντική ανησυχία των περισσότερων οικονομικών διαχειριστών (managers) και ένας καλός λόγος για αυτό αποτελεί η σχέση μεταξύ της απόφασης της εταιρείας για απόδοση μερίσματος και του επιπέδου κερδοφορίας των επενδυτικών αποφάσεών της. Αρκετές μελέτες έχουν ασχοληθεί με αυτό το ζήτημα, αλλά τα στοιχεία μέχρι σήμερα ήταν αντιφατικά.

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο την μελέτη της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Κίνητρο για την μελέτη αυτή στάθηκε η δύναμη της παγκόσμιας ναυτιλίας αφού μέσω αυτής διακινείται πάνω από το 90% των αγαθών ενώ αυτή αποτελεί ένα πολύ σημαντικό συστατικό επιτυχίας στην χώρα που θα το εκμεταλλευτεί, για την περαιτέρω ανάπτυξη και εξέλιξη της μέσα στις αγορές. Επιπλέον

η δύναμη της ελληνόκτητης ναυτιλίας στον παγκόσμιο χάρτη, όπου κατέχει την κορυφή σε χωρητικότητα στόλου, περίπου 300,47 εκατ. DWT αλλά και η άριστη στρατηγική και εφαρμογή του asset play των ελλήνων πλοιοκτητών που τους έχει οδηγήσει με μεγάλη επιτυχία στην ικανότητα πρόβλεψης των ναυτιλιακών κύκλων αποτελεί ένα ισχυρό κίνητρο μελέτης και έρευνας της μερισματικής πολιτικής που ακολουθείται στις ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Επιπροσθέτως, η λειτουργία της μερισματικής πολιτικής αποτελεί από μόνη της ένα πολύ σημαντικό κεφάλαιο της χρηματοοικονομικής που όπως περιγράφηκε και πιο πάνω αποτελεί θέμα προς διερεύνηση και χρήζει ερμηνείας, πολλών ερευνητών. Έτσι η μερισματική πολιτική και η ελληνική ναυτιλία για τους λόγους που αναφέρθηκαν, δημιουργούν έναν πολύ δυνατό και ενδιαφέρον συνδυασμό προς διερεύνηση. Απώτερος σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αποκρυπτογραφήσει και προσπαθήσει να απαντήσει στα ακόλουθα ερευνητικά ερωτήματα.

Υπάρχει σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής στην ελληνική και διεθνή ναυτιλία και της αποτίμησης των ναυτιλιακών εταιρειών; Επίσης, βασικοί παράγοντες της αποτίμησης ναυτιλιακών εταιρειών όπως η ρευστότητα της εταιρείας, τα κέρδη της ναυτιλιακής επιχείρησης, προ αφαίρεσης τόκων, φόρων (εισοδήματος), και αποσβέσεων (EBITDA) αλλά και το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και τα καθαρά κέρδη αυτής, θα διαδραμάτιζαν σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης ;

Για να εξαχθεί ένα συμπέρασμα για τα ερωτήματα αυτά, θα μελετηθεί ένα δείγμα ναυτιλιακών επιχειρήσεων διεθνών και ελληνικών συμφερόντων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο, που αποφέρουν ή απέφεραν μερίσματα στους επενδυτές τους. Θα παρουσιαστεί το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής μέσω μιας ευρύτατης επισκόπησης, βιβλιογραφίας και επιστημονικών άρθρων. Επιπρόσθετα η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί, θα είναι αυτή της ανάλυσης των δεδομένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων μέσω του οικονομετρικού μοντέλου των ελαχίστων τετραγώνων και της εξίσωσης  $Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4$ , όπου στην θέση της Y, δηλαδή της εξαρτημένης μεταβλητής θα είναι η μερισματική απόδοση (dividend yield) και των ανεξάρτητων μεταβλητών αυτές των αριθμοδεικτών EBITDA, Net income, Total assets και Cash ratio.

## **1.2 Ιστορία και τάσεις μερισματικής πολιτικής**

Από το ξεκίνημα της γένεσης των σύγχρονων εταιρειών, τα μερίσματα είχαν αυτά της μορφής του εκκαθαριστικού μερίσματος (liquidating dividend). Το ζήτημα των εταιρικών μερισμάτων έχει μακρά ιστορία και όπως παρατηρήθηκε από τους Frankfurter & Wood (1997), συνδέεται με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής της επιχείρησης. Τα εταιρικά μερίσματα

χρονολογούνται τουλάχιστον στις αρχές του δέκατου έκτου αιώνα στην Ολλανδία και τη Μεγάλη Βρετανία, όταν οι καπετάνιοι των πλοίων άρχισαν να πωλούν οικονομικές απαιτήσεις σε επενδυτές, οι οποίες τους έκαναν να συμμετάσχουν στα έσοδα των ταξιδιών, εάν υπήρχαν αυτά. Στο τέλος κάθε ταξιδιού, τα κέρδη και το κεφάλαιο θα διανεμόταν στους επενδυτές, εκκαθαρίζοντας και τερματίζοντας τη ζωή της επιχείρησης. Μέχρι το τέλος του δέκατου έκτου αιώνα, αυτές οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις άρχισαν να διαπραγματεύονται σε ανοιχτές αγορές όπως του Άμστερνταμ και σταδιακά αντικαταστάθηκαν από μετοχές ιδιοκτησίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και τότε πολλοί επενδυτές αγόραζαν μετοχές από περισσότερους από έναν καπετάνιους για να μοιράσουν τον κίνδυνο που σχετίζεται με την εν γένει ναυτιλιακή αγορά. Αυτή είναι γνωστό πως διακρίνεται για την αβεβαιότητα της όσο και την υψηλή μεταβλητότητα της. Οι οικονομικές επιτυχίες των επιχειρήσεων μέσω του μοντέλου αυτού είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξιοπιστίας τους ενώ αυτό ήταν και κάτι που επιτεύχθηκε μεταξύ άλλων και με την πληρωμή «γενναιόδωρων μερισμάτων» (Baskin, 1988). Ως αποτέλεσμα, αυτές οι εταιρείες, ως οντότητες άρχισαν να διαπραγματεύονται και να διανέμουν μόνο τα κέρδη και όχι ολόκληρο το επενδυμένο κεφάλαιο όπως γινόταν πρότερα. Έτσι ξεκίνησε η θεμελιώδης πρακτική των εταιρειών να αποφασίζουν ποιο ποσοστό των κερδών τους αντί των περιουσιακών στοιχείων θα επιστρέψουν στους επενδυτές. Εμφανίστηκαν έτσι οι πρώτοι κανονισμοί πληρωμής μερισμάτων (Frankfurter and Wood, 1997) ενώ σταδιακά, οι εταιρικοί χάρτες άρχισαν να περιορίζουν τις πληρωμές μερισμάτων μόνο στα κέρδη.

Κατά το καλύτερο μέρος του τέλους του 20ού αιώνα, οι πληρωμές έχουν γίνει συμβολικές εκκαθαρίσεις που καθορίζονται αποκλειστικά από τους διαχειριστές (managers). Τα μερίσματα καταβάλλονται στους μετόχους από ένα συνδυασμό κερδών της τρέχουσας περιόδου και των κερδών που διατηρήθηκαν σε προηγούμενες κερδοφόρες περιόδους. Αν και σε μεγάλο βαθμό συμβολική, η συνεχιζόμενη σημασία μιας συνεπούς και σημαντικής πληρωμής μερισμάτων για τη διατήρηση της ικανοποίησης των μετόχων παραμένει μία από τις βασικές προτεραιότητες των διαχειριστών. Φαίνεται ότι οι εταιρείες προχώρησαν από το αρχικό μέρισμα εκκαθάρισης, στη διανομή όλων των κερδών (διατήρηση κάποιου κεφαλαίου), μέσω πληρωμής μερισμάτων, το μέγεθος και η συχνότητα των οποίων αφήνονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Ταυτόχρονα, έχουν αναπτυχθεί και γίνει αποδεκτά εναλλακτικά σχήματα διανομής κερδών (όπως επαναγορά μετοχών - repurchase of stock, πράσινο ταχυδρομείο - green mail κ.λπ.) και ψευδό-διανομής κερδών (όπως μερίσματα με την μορφή μετοχών - stock dividends και διασπάσεις μετοχών - splits), θέματα τα οποία θα συζητηθούν σε επόμενο κεφάλαιο.

Αυτή η εξέλιξη δεν πραγματοποιήθηκε έτσι ξαφνικά αλλά παράλληλα, ίσως δε και να επισπεύσθηκε, με την συστηματική απομάκρυνση των ιδιοκτητών από το μάνατζμεντ της εταιρείας. Δεν θα ήταν παράλογο να πούμε ότι η πληρωμή μερισμάτων, ειδικά αυτών που

αναμφίβολα ήσαν συμβολικές (λόγω της σημασίας τους σε σχέση με την αξία του ίδιου του μετοχικού μεριδίου), είναι μια πράξη που εκτελείται από τους διαχειριστές για να δείξουν καλή πίστη στους ιδιοκτήτες μετοχών. Ο Άνταμ Σμιθ είναι ίσως ο πρώτος που εξέφρασε αυτήν την άποψη. Έγινε λοιπόν ο πρόδρομος της σχολής σκέψης που ορίζει τα μερίσματα ως «δωροδοκία προς τον μέτοχο». Αυτή η σημασία της πληρωμής σημαντικών μερισμάτων για τη διατήρηση της ικανοποίησης των μετόχων αναγνωρίστηκε νωρίς από τους εταιρικούς διευθυντές.

Έτσι, λιγότερο και από τις ηθικές πρακτικές που χρησιμοποιούνταν συχνά για τη διατήρηση πληρωμών μερισμάτων όσο και πληρωμών αυτών μέσω των παρακρατηθέντων κερδών (retained earnings) κατά την διάρκεια μη κερδοφόρων περιόδων λειτουργίας της εταιρείας, η έλλειψη χρηματοοικονομικών πληροφοριών προς τους επενδυτές στα τέλη του 19ου και στις αρχές του 20ού αιώνα αύξησε τη σημασία ενός ιστορικού σταθερών πληρωμών μερισμάτων. Οι μέτοχοι και οι αναλυτές συχνά χρησιμοποιούσαν αυτού του είδους το ιστορικό ως την βασική μεταβλητή για την εκτίμηση μιας εταιρείας.

Αν κάποιος αγκαλιάσει την άποψη περί «δωροδοκίας», δεν μπορεί να ξεφύγει από το αναπόφευκτο συμπέρασμα ότι σήμερα δεν υπάρχει καθαρή οικονομική λογική για τα μερίσματα. Ωστόσο, είναι επίσης αδιαμφισβήτητο το γεγονός ότι η αγορά αντιδρά θετικά στις ανακοινώσεις αύξησης μερισμάτων και αρνητικά στις ανακοινώσεις μείωσης ή εξάλειψης των μερισμάτων, οι οποίες γενικά αναφέρονται σήμερα στον ακαδημαϊκό χώρο ως «παζλ μερισμάτων» (Black, 1976, 1990).

Αρκετά αινιγματική είναι επίσης η εμφάνιση αναγνωρίσιμων προτύπων πολιτικής μερισμάτων κατά τη διάρκεια του παρόντος αιώνα. Το φαινόμενο των «νεοεισερχόμενων μετοχών-income stocks» (κυρίως δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και ορισμένοι κατασκευαστές αυτοκινήτων) που πληρώνουν υψηλά μερίσματα μετρητών, σταθερά μερίσματα σε δολάρια ή διανέμουν σταθερά κέρδη (fixed payout of earnings) και σταθερά αυξανόμενα μερίσματα κατά τα «πρότυπα» της βιομηχανίας, εντάσσονται μεταξύ των πιο αναγνωρίσιμων προτύπων του αιώνα μας. Η αρχή της μεγιστοποίησης του πλούτου που υπήρξε το θεμέλιο της πλειονότητας των ακαδημαϊκών μοντέλων μερισμάτων, λόγω της ιδεολογικής βάσης της μεθοδολογίας των χρηματοοικονομικών οικονομικών, δεν μπορεί να εξηγήσει τέτοιες λεπτομέρειες. Επομένως, η καθολική δυνατότητα εφαρμογής της είναι ένα παραπλανητικό τεκμήριο που βέβαια δεν μπορούν αυτά τα μοντέλα να φιλοξενήσουν σε μια λογική που δεν είναι καθαρά οικονομική ή δεν συνάδει με την αρχή της μεγιστοποίησης του πλούτου.

Στην αντίπερα όχθη του ζητήματος που μελετούμε, βρίσκονται οι εταιρείες που είτε δεν κατέβαλαν ποτέ μερίσματα από την αρχή της ύπαρξης τους (πολλές από τις νέες εταιρείες διαδικτύου) είτε εγκατέλειψαν εντελώς τα μερίσματα στην συνέχεια. Όπως ανέφερε το The Economist (1999), οι πληρωμές μερισμάτων μειώθηκαν γενικά. Περιέργως, αυτό είναι που το Economist αποκαλεί τώρα "παζλ μερισμάτων", αν και οι ακαδημαϊκοί συνηθίζουν να

αποκαλούν ως την ίδια την πληρωμή μερισμάτων με το ίδιο όνομα. Πέντε δεκαετίες ακαδημαϊκής έρευνας άρχισαν να ξεδιπλώνουν το μυστήριο των μερισμάτων και σε πολύ μικρότερο βαθμό, την πολιτική μερισμάτων, χωρίς μεγάλη επιτυχία. Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών παρέχοντας ειδικές θεωρίες και εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της πολιτικής μερισμάτων μιας εταιρείας καταδεικνύουν ότι η αποκρυπτογράφηση της μερισματικής πολιτικής αποτελεί ένα πρόβλημα που δεν έχει ακόμα επιλυθεί (Brealey & Myers, 2005). Η σημερινή εικόνα σχετικά με το μέρισμα είναι η ίδια με αυτή που διατύπωσε ο Black, (1976) και λέει ότι η μερισματική απόδοση είναι ο πρωταρχικός γρίφος στην χρηματοοικονομική.

### **1.3 Μοντέλα μερίσματος**

Η αφήγηση μας στα κυριότερα πρότυπα μερίσματος τοποθετείται από την εκκαθάριση μερισμάτων έως τα μερίσματα ειδικού νομίσματος (dividend tokens) ή οτιδήποτε βρίσκεται ενδιάμεσα αυτών και έχει εξελιχθεί μέσα στις σύγχρονες εταιρείες.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η εταιρεία κατά τον τερματισμό της εκκαθαρίστηκε και τα έσοδα κατανεμήθηκαν στους «μετόχους» ανάλογα με την αρχική τους επένδυση στην επιχείρηση. Σύντομα, συνειδητοποιήθηκε, ωστόσο, ότι υπάρχει πραγματική οικονομική αξία στη διατήρηση της εμπειρίας και της εξειδίκευσης αυτής που αποκτήθηκε από την εταιρεία μέσα από το ταξίδι που πραγματοποίησε. Το «κόστος» αυτής της διατήρησης ήταν τα λογιστικά και άλλα προβλήματα που παρουσιάστηκαν και σχετίζονται με τη μέτρηση του εισοδήματος και τη διανομή κεφαλαίου μεταξύ των ιδιοκτητών με τέτοιο τρόπο ώστε να μην επηρεάζεται αρνητικά η συνολική αξία της επένδυσης τους. Όλο αυτό δημιούργησε ένα συνεχώς αυξανόμενο χάσμα μεταξύ του ιδιοκτήτη και του διαχειριστή της εταιρείας, ένα κενό που απαιτούσε απαραίτητα τη γεφύρωση του με πιθανά μερίσματα και χειρονομίες καλής θέλησης, αυξάνοντας τον βαθμό εμπιστοσύνης ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη.

Καθ' όλη τη διάρκεια αυτού του αιώνα, οι κύριοι υποστηρικτές της έννοιας ότι τα μερίσματα είναι απαραίτητα για τους μετόχους ήταν χρηματοοικονομικοί αναλυτές και άλλα χρηματοοικονομικά μέσα. Αυτό με τη σειρά του δημιούργησε δύο όχι απαραίτητα επιθυμητά μοτίβα: τη χρήση των μερισμάτων ως μορφή εξαπάτησης για την αύξηση της εμπιστοσύνης της εταιρείας από τους μετόχους της και τέλος στην «αγάπη» των μετόχων για τα μερίσματα. Τα δύο αυτά μοτίβα έρχονται σε αντίθεση με την έννοια της οικονομικής καταλληλότητας και ορθολογισμού που δυστυχώς, είναι ένα αξίωμα στο οποίο βασίστηκαν τα περισσότερα από τα ακαδημαϊκά μοντέλα που είχαν τεθεί να εξηγήσουν τα μερίσματα ως πρακτική.

Ωστόσο εμφανίστηκαν ορισμένα σαφή πρότυπα πληρωμών μερισμάτων, ειδικά κατά το δεύτερο μισό του 20ού αιώνα. Το πιο συνηθισμένο πρότυπο είναι αυτό της απόδοσης του



σταθερού τριμηνιαίου ποσού, μετατρέποντας την κοινή μετοχή (common stock), τουλάχιστον εν μέρει, σε μέσο σταθερού εισοδήματος. Αρκετές μελέτες, που ξεκίνησαν ήδη από τον Lintner (1956), διαπίστωσαν ότι η διοίκηση είναι απρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα, εκτός εάν πιστεύει ότι μπορεί να υποστηρίξει αυτή την αύξηση επ'αόριστον στο μέλλον.

Κοινή μετοχή (common stock) είναι μια μορφή ιδιοκτησίας μετοχών εταιρείας, ένα είδος χρεογράφου. Ονομάζεται *κοινή* ώστε να διακρίνεται από την *προνομιούχα* μετοχή (preferred shares). Τόσο οι κοινές όσο και οι προνομιούχες μετοχές απεικονίζουν μια αξίωση στα εταιρικά κέρδη και τα περιουσιακά στοιχεία.

Εμβαθύνοντας περισσότερο στο ζήτημα και πηγαίνοντας στο τώρα, βλέπουμε ότι οι κάτοχοι των κοινών μετοχών λαμβάνουν το δικαίωμα να ψηφίζουν σε αποφάσεις που αφορούν σημαντικά εταιρικά θέματα. Οι ψήφοι αυτοί είναι διαθέσιμοι σε κάθε μέτοχο κατά αντιστοιχία με τον αριθμό των κοινών μετοχών που κατέχουν στην εταιρεία. Οι τακτικοί αυτοί μέτοχοι είναι οι τελευταίοι που λαμβάνουν μερίσματα και δικαιούνται μόνο κεφάλαια που παραμένουν μετά την καταβολή μερισμάτων σε κατόχους προνομιούχων μετοχών (preferred shares). Οι τακτικοί μέτοχοι δεν μπορούν να λαμβάνουν κάθε μέρα ποσοστά μερισμάτων και οι πληρωμές προς αυτούς εξαρτώνται από τις αποφάσεις επανεπένδυσης που θα αποφασισθούν από τους ίδιους τους διευθυντές της εταιρείας. Σε περίπτωση που η εταιρεία βρεθεί σε εκκαθάριση, οι μέτοχοι θα είναι οι τελευταίοι που θα λάβουν το μερίδιό τους και σίγουρα μετά την πληρωμή τόσο των πιστωτών όσο και των κατόχων προνομιούχων μετοχών.

Από την άλλη μεριά, μια προνομιούχος μετοχή (preferred shares) περιέχει χαρακτηριστικά μετοχικού κεφαλαίου και χρέους μαζί, καθώς οι πληρωμές μερισμάτων στους κατόχους προνομιούχων μετοχών καθορίζονται. Οι τύποι προνομιούχων μετοχών περιλαμβάνουν τις σωρευτικές προνομιούχες μετοχές στις οποίες καταβάλλονται μερίσματα, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που έχουν προηγουμένως καθυστερήσει να καταβληθούν. Επίσης περιλαμβάνουν τις μη σωρευτικές προνομιούχες μετοχές, όταν μη πληρωμένα μερίσματα μεταφέρονται και συμμετέχουν μαζί με τους κατόχους προνομιούχων μετοχών σαν πρόσθετοι πόροι άντλησης κεφαλαίου για την εταιρεία ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Αυτές οι μετοχές είναι δυνατόν να μετατραπούν από προνομιούχες μετοχές σε κοινές μετοχές όταν υπάρχει το δικαίωμα αυτό. Οι προνομιούχες μετοχές λογίζονται ως «προτίμηση» σε σχέση με τις κοινές μετοχές καθώς ο κάτοχος προνομιούχων μετοχών λαμβάνει μερίσματα πριν από αυτόν που κατέχει κοινές μετοχές. Οι προνομιούχοι μέτοχοι καταβάλλουν ένα σταθερό μέρισμα και έχουν τον πρώτο λόγο σε περίπτωση καρπώσεως περιουσιακών στοιχείων και κερδών της εταιρείας. Ως εκ τούτου, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών λαμβάνουν το μερίδιο της υπολειμματικής τους αξίας στην εταιρεία πριν από τους κοινούς μετόχους σε περίπτωση εκκαθάρισης. Τέλος οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαιώματα ψήφου.

Πηγαίνοντας σε ένα άλλο εμφανιζόμενο μοτίβο που ασκείται από πολύ λιγότερες εταιρείες, αυτό είναι ο σταθερός δείκτης απόδοσης κερδών (constant earning payout ratio). Αυτό είναι ένα άνισο ποσό που καταβάλλεται κάθε τρίμηνο και μερικές φορές μεταφράζεται και στην μη καταβολή μερίσματος. Αυτό το μοτίβο μοιάζει σταθερού εισοδήματος με ελάχιστη ονομαστική απόδοση, το οποίο μπορεί να αυξηθεί εάν το εισόδημα είναι υψηλότερο του αναμενομένου, αντίστοιχο με ένα ομόλογο εισοδήματος (income bond).

Ομόλογο εισοδήματος (income bond), είναι ένα είδος εγγύησης χρέους στο οποίο μόνο η ονομαστική αξία του ομολόγου υπόσχεται να πληρωθεί στον επενδυτή. Πραγματοποιεί πληρωμές μόνο όταν το εισόδημα που προέκυψε από την έκδοση είναι επαρκές ενώ ο κάτοχος δεν μπορεί να ζητήσει την εκκαθάριση ή πτώχευση του εκδότη σε περίπτωση μη πληρωμής.

Ένα άλλο πρότυπο είναι το εκκαθαριστικό μέρισμα (liquidating dividend), ένα από τα λεγόμενα «απωθητικά καρχαρία», που σκοπό έχει να αποθαρρύνει την εταιρική εξαγορά. Σε αυτήν την περίπτωση, η εταιρεία πληρώνει στους μετόχους της μια ασυνήθιστα υψηλή πληρωμή σε μετρητά, την οποία δεν μπορεί να διατηρήσει, προκειμένου να εξαντλήσει μετρητά που θα μπορούσαν να την καταστήσουν ελκυστικό στόχο για εξαγορά.

Εκκαθαριστικό μέρισμα (liquidating dividend) είναι ένα μέρισμα που εκδίδεται από μια επιχείρηση στο πλαίσιο της διαδικασίας εκκαθάρισης της. Η εκκαθάριση είναι η διαδικασία με την οποία μια εταιρεία τερματίζει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες και βγαίνει από την αγορά.

Η εκκαθάριση μπορεί να είναι εθελοντική ή ακούσια (αναγκαστική). Ένα εκκαθαριστικό μέρισμα είναι επίσης γνωστό ως διανομή εκκαθάρισης ή τερματική διανομή, καθώς περιλαμβάνει τη διανομή ημι-ρευστών και ρευστών περιουσιακών στοιχείων μεταξύ των μετόχων της εταιρείας. Όταν οι διαχειριστές μιας επιχείρησης πιστεύουν ότι δεν μπορούν πλέον να διατηρήσουν τις δραστηριότητές τους, τερματίζουν την επιχείρηση και επιστρέφουν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης στους μετόχους μέσω πληρωμών μερισμάτων.

Εν συνεχεία, υπάρχει το μοτίβο της μη απόδοσης μερίσματος. Αν και δεν είναι μια νέα πρακτική, γίνεται δημοφιλής με τη νέα εποχή των μετοχών διαδικτύου (internet stock). Αυτές οι μετοχές πωλούνται για ένα απίστευτα υψηλό πολλαπλό Price-earnings ratio (P / E), ωστόσο είτε δεν έχουν τα μετρητά για να πληρώσουν μερίσματα είτε επανεπενδύουν τα κέρδη τους σε ευκαιρίες ανάπτυξης, πραγματικές ή φανταστικές.

Μετοχές Διαδικτύου (internet stock) είναι ένα μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, επίσης γνωστή ως εταιρεία dot-com, η οποία δημιουργεί τα έσοδά της από δραστηριότητες που σχετίζονται με το διαδικτυακό εμπόριο ή την τεχνολογία που βασίζεται στο διαδίκτυο. Μερικές τέτοιες εταιρείες είναι για παράδειγμα οι Amazon, Ebay, Microsoft και SAP.

Από την άλλη το Price–earnings ratio (P / E) είναι ο λόγος P / E μιας μετοχής (λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ή price-to-earnings ratio) και εκφράζει την τιμή που καταβάλλεται για μια μετοχή σε σχέση με το ετήσιο καθαρό εισόδημα ή κέρδος που κερδίζει η επιχείρηση ανά μετοχή και αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης. Αυτός ο δείκτης αντικατοπτρίζει την κεφαλαιακή διάρθρωση της εν λόγω εταιρείας. Είναι μια οικονομική αναλογία που χρησιμοποιείται για αποτίμηση με την εξής λογική: ένα υψηλότερο P / E σημαίνει ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για κάθε μονάδα του καθαρού εισοδήματος, σε σχέση με ένα με χαμηλότερο P / E. Ο λόγος P / E έχει μονάδες χρόνου, και μπορεί να ερμηνευθεί ως " ο αριθμός των ετών που απαιτούνται για την επανείσπραξη του επενδυμένου κεφαλαίου», αγνοώντας τη διαχρονική αξία του χρήματος. Με άλλα λόγια, η αναλογία P / E δείχνει την τρέχουσα ζήτηση των επενδυτών για μια μετοχή της εταιρείας. Το αντίστροφο του P / E είναι γνωστό ως απόδοση κερδών. Η απόδοση κερδών είναι μια εκτίμηση της προσδοκώμενης απόδοσης αν κρατήσουμε τη μετοχή, αποδεχόμενοι ορισμένες περιοριστικές υποθέσεις.

### **1.3.1 Μερίσματα επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans)**

Μια από τις σημαντικότερες εξελίξεις σχετικά με τα μοντέλα απόδοσης μερίσματος, όπως αυτά αναλύθηκαν πιο πάνω είναι το πρότυπο των μερισμάτων επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans). Η βασική ιδέα αυτού του προτύπου είναι να δοθεί στον μέτοχο η επιλογή να επανεπενδύσει τα αποδιδόμενα μερίσματα σε μετρητά που έχει να λάβει (δηλωμένα στο τρίμηνο) σε μετοχές της εταιρείας. Ωστόσο, ο μέτοχος είναι αυτός που θα πληρώσει τον φόρο εισοδήματος, σαν να έχει ήδη εισπράξει το μέρισμα. Θεωρητικά, η απλή ύπαρξη των DRIPs θέτει σε σοβαρή αμφιβολία αυτούς που σκέφτονται ότι η εταιρεία υπάρχει αποκλειστικά για τον σκοπό της παροχής μερισμάτων στον μέτοχο. Τα μερίσματα επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans) με την ύπαρξη τους είναι ουσιαστικά η εμπειρική αναίρεση της θεωρίας του καλύτερα πέντε και στο χέρι (Bird in hand Fallacy).

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, οι επενδυτές προτιμούν το «πουλί στο χέρι-bird in the hand» των άμεσα πωλούμενων μερισμάτων σε μετρητά και όχι τα «δύο στο θάμνο-two in the bush» των κερδών κεφαλαίου που θα τους αποφέρει η μελλοντική πώληση των μετοχών. Στην εν λόγω υπόθεση η αύξηση της πληρωμής μερισμάτων, ceteris paribus, μπορεί να σχετίζεται με την αύξηση της αξίας της εταιρείας. Αυτό συμβαίνει γιατί το υψηλότερο τρέχον μέρισμα μειώνει την αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και ένας υψηλός δείκτης πληρωμών θα μειώσει το κόστος του κεφαλαίου, επομένως θα αυξήσει την αξία της μετοχής. Δηλαδή, σύμφωνα με τη λεγόμενη υπόθεση «bird-in-the hand» οι υψηλοί δείκτες πληρωμής μερισμάτων μεγιστοποιούν την αξία μιας εταιρείας. Οι Graham και Dodd, για παράδειγμα,

υποστήριξαν ότι ένα δολάριο μερισμάτων έχει, κατά μέσο όρο, τετραπλάσιο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών από ένα δολάριο των διατηρούμενων κερδών. Οι μελέτες που παρέχουν υποστήριξη για το Bird In The Hand περιλαμβάνουν τους Gordon και Shapiro (1956) Gordon (1959, 1963), Lintner (1962) και Walter (1963).

Επανερχόμενοι στο ζήτημα των μερισμάτων επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans) και προσπαθώντας να μελετήσουμε την πραγματική τους φύση καταλήγουμε ότι αυτά είναι μια επιλογή επένδυσης ιδίων κεφαλαίων που προσφέρεται απευθείας από την υποκείμενη εταιρεία, όπου οι μέτοχοι αντί να λαμβάνουν μερίσματα μόνο σε μετρητά μπορούν να επιλέξουν να συμμετάσχουν στο εταιρικό σχέδιο λαμβάνοντας επιπλέον μετοχές. Αυτοί οι επενδυτές αντιμετωπίζουν μια πιθανή φορολογική υποχρέωση επί των μερισμάτων, είτε λαμβάνουν μετρητά είτε πρόσθετες μετοχές μετοχών μέσω επανεπένδυσης.

Το DRIP επιτρέπει στους συμμετέχοντες στο σχέδιο, να επανεπενδύσουν το σύνολο ή μέρος των μερισμάτων τους σε μετοχές, συνήθως χωρίς να επιβαρυνθούν με μεσιτικά τέλη ή να περιμένουν να συγκεντρώσουν αρκετά μετρητά για να αγοράσουν ένα πλήρες μερίδιο μετοχής. Ορισμένα DRIP είναι δωρεάν για τους συμμετέχοντες, ενώ άλλα χρεώνουν διάφορα τέλη. Τα DRIP είναι ένα δημοφιλές μέσο επένδυσης, διότι επιτρέπει στους επενδυτές να επωφεληθούν αποτελεσματικές μορφές εταιρικών μερισμάτων μέσα από τον υπολογισμό του μέσου όρου του κόστους δολαρίου με αυτόν του εισοδήματος. Οι επενδυτές λαμβάνουν μια απόδοση με τη μορφή μερίσματος και κερδίζουν σε απόδοση εάν η μετοχή ανατιμηθεί κατά την περίοδο που βρίσκεται στην ιδιοκτησία τους. Τα μερίσματα επανεπένδυσης (Dividend reinvestment plans) έχουν τις ρίζες τους στα τέλη της δεκαετίας του 1920 και του 1930, που προσφέρονταν πρώτα ως αμοιβαία κεφάλαια.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί μια μορφή επένδυσης, αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα. Βασίζεται, δηλαδή, στην ιδέα ότι πολλοί επενδυτές, αντί να επενδύουν τα χρήματά τους ανεξάρτητα, τα συνενώνουν δημιουργώντας ένα μεγάλο και ισχυρό κεφάλαιο, το οποίο μοιράζεται σε μερίδια ίσης αξίας.

Η πρώτη εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία που ανέπτυξε ένα επίσημο σχέδιο επανεπένδυσης μερισμάτων ήταν η Lehman Corporation το 1957. Έκτοτε, τα DRIP έγιναν δημοφιλή και σήμερα έχουμε περισσότερα από 1500 DRIP ή σχέδια αγοράς μερισμάτων, που αντιπροσωπεύουν όλα τα κοινωνικά στρώματα στην χώρα της Αμερικής που ήταν και η πρώτη που τα εισήγαγε.

Στην πράξη, το DRIP επιτρέπει στους μικρούς επενδυτές να χρησιμοποιούν τον υπολογιζόμενο μέσο όρο του δολαρίου, παρακάμπτοντας τους μεσίτες και εξοικονομώντας έτσι πιθανώς υψηλά μεσιτικά τέλη. Επιπλέον, τα DRIP έχουν και τα μειονεκτήματά τους, το πιο προφανές από τα οποία είναι η φορολογική υποχρέωση που απορρέει από αυτά. Παρόλο που φαίνεται

ότι υπάρχουν κάποια πραγματικά και φανταστικά νομισματικά οφέλη για τα DRIP, η πραγματική ταμειακή εκροή φόρων είναι αναμφισβήτητη.

Η απλή ύπαρξη DRIPs είναι μια σαφής ένδειξη ότι δεν μπορεί να υπάρχει ένας παγκόσμιος νόμος σχετικά με τα μερίσματα, τόσο ως φαινόμενο όσο και ως θέμα εταιρικής πολιτικής. Μια ταξινόμηση της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας θέτει τα DRIP σε τέσσερις κατηγορίες: (1) μελέτες συμβάντων (event studies), (2) Αύξηση νέων προσφορών κεφαλαίου / δικαιωμάτων (Raising new capital/rights offerings), (3) κόστος και προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency costs/problems) (4) δομή κεφαλαίου (capital structure).

Λαμβάνοντας υπόψη τις τελευταίες τέσσερις δεκαετίες τα DRIPs παρέχουν μια επενδυτική επιλογή για τους μετόχους και μια πηγή χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων για ορισμένες εταιρείες. Τα πρότυπα αυτά ωφελούν τους μικρούς επενδυτές λόγω των προσφερόμενων δυνατοτήτων, όπως η ευκολία, το χαμηλό κόστος, οι πρόσθετες επενδύσεις σε μετρητά, οι πιθανές εκπτώσεις και ο μέσος όρος κόστους δολαρίου. Τα DRIP από την άλλη είναι ένα στρατηγικό εργαλείο για ορισμένες επιχειρήσεις να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου τους, να διευρύνουν τη βάση των μετόχων τους και να ενισχύσουν τις σχέσεις των ενδιαφερομένων (stakeholders) με αυτή της εταιρείας.

Υπάρχουν τρεις τύποι DRIP που ταξινομούνται από διαφορετικές πηγές μετοχών:

(1) DRIP ανοικτής αγοράς (open-market DRIPs), όπου η εταιρεία χρησιμοποιεί επανεπενδύμενα μερίσματα για να αγοράσει τις μετοχές της που κυκλοφορούν ελεύθερα (outstanding shares) στην ανοιχτή αγορά για να ικανοποιήσει τις ανάγκες των μετόχων που συμμετέχουν στην μορφή αυτή.

(2) DRIPs νέας έκδοσης (new-issue DRIPs), όπου η εταιρεία αντλεί κεφάλαια με την πώληση νέων μετοχών στους μετόχους που συμμετέχουν στην συγκεκριμένη μορφή.

(3) ένας συνδυασμός DRIP ανοικτής αγοράς και νέων εκδόσεων

#### **1.4 Εναλλακτικά σχήματα διανομής κερδών (Stock dividends, Stock splits & Reverse Stock Splits)**

Η κοινή ιδιοκτησία μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας διαιρείται σε μετοχές και κάθε μετοχή αντιπροσωπεύει ένα ίσο τμήμα της ιδιοκτησίας. Ο αριθμός των μετοχών σε σχέση με το σύνολο των εκκρεμών μετοχών δείχνει το ποσοστό της εταιρείας που κατέχει κάθε μέτοχος. Αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθεί με τα φαινόμενα όπου η διοίκηση μεταβάλλει τον συνολικό αριθμό μετοχών, έτσι ώστε η αξία μιας μεμονωμένης μετοχής να αλλάζει, παρόλο που θεωρητικά η εταιρεία ως σύνολο δεν μεταβάλλεται στη συνολική της αξία. Αυτές οι

αισθητικές αλλαγές ούτε μεταβάλλουν το τμήμα της εταιρείας που ανήκει σε κάθε μέτοχο ούτε αλλάζουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας.

Αυτό που κάνει αυτές τις ενέργειες ενδιαφέρουσες είναι ότι η αγορά αντιδρά σε αυτά τα γεγονότα ενώ εμπειρικές μελέτες μας δείχνουν την παρουσία μη φυσιολογικών αλλαγών στις τιμές των μετοχών κατά την ανακοίνωση τους και μερικές φορές κατά την ημερομηνία λήξης τους (ex-date). Αυτές οι προβληματικές αντιδράσεις υποδηλώνουν ότι ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και ο προσδιορισμός της αξίας μιας μετοχής επηρεάζουν τη συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας. Ξεκινώντας με την πρώτη μελέτη γεγονότων στη χρηματοδότηση, οι ερευνητές υπέθεσαν πολλές πιθανές εξηγήσεις. Αυτό το κεφάλαιο εξετάζει τρεις διαφορετικές αλλαγές στο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας μετοχών.

- Διάσπαση Μετοχών (Stock splits). Το φαινόμενο της διάσπασης μετοχών συμβαίνει όταν η διοίκηση μιας εταιρείας αποφασίζει να δώσει νέες μετοχές στους κατόχους υφιστάμενων μετοχών. Η διάσπαση των μετοχών εκφράζεται συνήθως ως δείκτης, με αναλογία δύο προς ένα, όπου ο κάτοχος κάθε μετοχής λαμβάνει μια επιπλέον μετοχή. Για παράδειγμα, σε διάσπαση τριών προς ένα μετοχών, ο κάτοχος 100 μετοχών πριν από τη διάσπαση θα λάβει 200 επιπλέον μετοχές και θα απομείνει με 300 μετοχές μετά το διάσπαση. Θεωρητικά, ο κάτοχος μιας μετοχής αξίας \$ 90 με διάσπαση τρία προς ένα θα μείνει με τρεις μετοχές αξίας 30 \$ η καθεμία.
- Μέρισμα μετοχής (Stock dividends). Ένα μέρισμα μετοχής προκύπτει όταν ο ιδιοκτήτης κάθε μετοχής λαμβάνει επίσης πρόσθετες δωρεάν μετοχές στην εταιρεία διατηρώντας έτσι το ίδιο ποσοστό μετοχών. Είναι ουσιαστικά η καταβολή μερίσματος με τη μορφή πρόσθετων δωρεάν μετοχών που διανέμεται στους μετόχους αντί για μετρητά. Το μέρισμα μετοχών (Stock dividends) είναι συνήθως μικρότερο από μια διάσπαση μετοχής (Stock splits) και εκφράζεται ως ποσοστό 5 τοις εκατό του μερίσματος της μετοχής. Μια συνηθισμένη διάσπαση μεταξύ μερίσματος μετοχής (Stock dividends) και διάσπασης μετοχών (Stock splits) είναι στην αναλογία 25 τοις εκατό όπου οτιδήποτε κάτω από το 25 τοις εκατό είναι μέρισμα μετοχής. Το μέρισμα μετοχής 25 τοις εκατό είναι στην πραγματικότητα μια διαίρεση πέντε προς τέσσερα διάσπασης μετοχής (Stock splits). Ένα παράδειγμα μερίσματος μετοχής 10 τοις εκατό για τον κάτοχο 200 μετοχών είναι ότι ο κάτοχος θα λάβει επιπλέον 20 μετοχές. Εάν το μέρισμα μετοχής έχει ως αποτέλεσμα κλασματικές μετοχές, η εταιρεία μπορεί να πληρώσει αυτό το ποσό σε μετρητά και όχι μετοχές. Η λογιστική αντιμετώπιση των μερισμάτων των μετοχών στις Ηνωμένες Πολιτείες απαιτεί τη μείωση του ύψους των παρακρατούμενων κερδών και αυξάνοντας το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας κατά το ποσό

του μερίσματος μετοχής, αφήνοντας έτσι μικρότερο ποσό χρημάτων διαθέσιμο για την πληρωμή μερισμάτων.

- Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split). Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής χρησιμοποιείται από την διοίκηση όταν θέλει να μειωθεί ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία και να αυξηθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Μια αντίστροφη διάσπαση μετοχής συμβαίνει όταν οι υπάρχουσες μετοχές ομαδοποιούνται για να σχηματίσουν μικρότερο αριθμό νέων μετοχών σε ένα συγκεκριμένο ποσοστό. Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split) εκφράζεται συνήθως ως ο λόγος τέσσερις προς ένα ή δέκα προς ένα, αλλά ο λόγος μπορεί να είναι ακόμη μεγαλύτερος. Για παράδειγμα, σε μια αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split) 100 προς 1, ένας μέτοχος που είχε 200 μετοχές θα λάβει δύο νέες μετοχές μετά την αντίστροφη διάσπαση των μετοχών. Εάν η αντίστροφη διάσπαση μετοχών έχει ως αποτέλεσμα κλασματικές μετοχές, η εταιρεία πληρώνει συνήθως την αξία αυτών των μετοχών σε μετρητά.

Σε αυτές τις τρεις περιπτώσεις, κάθε μέτοχος διατηρεί το ίδιο ποσοστό ιδιοκτησίας της εταιρείας, καθώς η πίτα ιδιοκτησίας απλώς τεμαχίζεται σε μεγαλύτερο ή μικρότερο αριθμό τεμαχίων. Αυτό το κεφάλαιο παρέχει μια ανασκόπηση των εμπειρικών αποδεικτικών στοιχείων σχετικά με την αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών σε αυτές τις τρεις εταιρικές ενέργειες και εξετάζει τις επεξηγηματικές υποθέσεις που εκτίθενται στη βιβλιογραφία. Το κεφάλαιο περιέχει επίσης μια ανασκόπηση των επιπτώσεων για τους επενδυτές και τους διαχειριστές.

#### **1.4.1 Διάσπαση Μετοχών (Stock splits)**

Οι μετοχές που διασπώνται διαχωρίζουν τις υπάρχουσες μετοχές σε νέες μετοχές, έτσι ώστε η αναλογική κυριότητα κάθε μετόχου να μην αλλάζει. Το φαινόμενο αυτό παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον επειδή η νέα τιμή της μετοχής είναι συνήθως μεγαλύτερη από την αναμενόμενη, διαιρώντας απλώς την παλιά τιμή της μετοχής με τον νέο αριθμό μετοχών. Αυτή η ενότητα εξετάζει τα εμπειρικά στοιχεία για την ανώμαλη αύξηση των τιμών καθώς και την πηγή αυτής της αύξησης της αξίας.

#### **Εμπειρική μελέτη**

Οι Fama, Fisher, Jensen, και Roll (1969) έγραψαν το άρθρο ορόσημο για την διάσπαση μετοχών και την πρώτη χρηματοοικονομική μελέτη συμβάντων (event studies). Η μέθοδος αυτή της μελέτης συμβάντων (event studies) έγινε γνωστή μετά την αποδοχή της θεωρίας των

αποτελεσματικών αγορών (Fama 1970,1976) και της εφαρμογής της στην πρωτοπόρα μελέτη των Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969). Οι Brown & Warner (1980,1985) προχώρησαν σε περαιτέρω τυποποίηση της μεθόδου συμπεριλαμβάνοντας στατιστικούς ελέγχους ενώ εκτενής αναφορά της μεθοδολογίας γίνεται και στο άρθρο του MacKinlay (1997). Με την μέθοδο αυτή εξετάζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns), οι οποίες ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι πιθανό να παρουσιάσουν οι τιμές των μετοχών σε μία αποτελεσματική αγορά, λόγω της επίδρασης μιας ανακοίνωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αποτελεί βασική υπόθεση του υποδείγματος. Σε αυτήν συνεπάγεται ότι οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν πλήρως και άμεσα τις προσδοκίες των επενδυτών με βάση όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση και ως εκ τούτου η ανακοίνωση ενός γεγονότος θα προκαλέσει ταχύτερη προσαρμογή της τιμής της μετοχής. Επιστρέφοντας στο πρώτο άρθρο ορόσημο των Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) ανακαλύψαμε ότι σε αυτή την μελέτη τους απέτυχαν να διαχωρίσουν τα μερίσματα μετοχών (Stock dividends) και τις διασπάσεις μετοχών (Stock splits). Ενώ άλλοι ερευνητές επιπροσθέτως τους επικρίνουν γιατί στην μελέτη τους οι Fisher, Jensen και Roll δεν προχώρησαν στην αφαίρεση γεγονότων που διαμορφώθηκαν κατά την περίοδο της ανακοίνωσης απόφασης διάσπασης μετοχών από τις εταιρείες. Χρησιμοποιώντας μηνιαίες αποδόσεις, οι Fama et al. αναφέρουν θετικά υπόλοιπα (positive residuals) δηλαδή την απόκλιση μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων (προβλεπόμενων) τιμών για τις διασπάσεις μετοχών (Stock splits) κατά τους μήνες γύρω από την διάσπαση τους. Ο Copeland (1979) επίσης υπαινίχθηκε ότι άλλες πληροφορίες κυκλοφόρησαν εξαιτίας της ταυτόχρονης παρατηρούμενης μεταβολής των τιμών μιας διασπασμένης μετοχής (stock split).

Οι επόμενοι ερευνητές, συμπεριλαμβανομένων των Lamoureux και Poon (1987) και Grinblatt, Masulis, και Titman (1984), δοκιμάζουν την εικασία του Copeland (1979) αφαιρώντας τις ανακοινώσεις γεγονότων που συνέβησαν σχεδόν την ίδια στιγμή με τη διάσπαση των μετοχών. Αναφέρουν ότι ο διαχωρισμός των μετοχών από μόνος του είχε ως αποτέλεσμα μη φυσιολογική απόδοση 3% κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης και απόδοση 0,8% κατά την ημερομηνία λήξης του δικαιώματος που έχει ο μέτοχος στο μέρισμα. Χρησιμοποιώντας ένα καθαρό δείγμα διασπασμένων μετοχών (stock split) χωρίς άλλα κέρδη ή πληροφορίες για διανομή μερίσματος μέσω μετρητών, διαπιστώνουν ότι οι ανώμαλες αποδόσεις (abnormal returns) είναι παρόμοιες, αποκλείοντας έτσι την εξήγηση άλλων ταυτόχρονων πληροφοριών.

Υπάρχει πληθώρα ακαδημαϊκών και θεωρητικών της χρηματοοικονομικής που ασχολείται με την διάσπαση μετοχών (stock splits) και τι επίδραση έχει αυτή. Έτσι παρακάτω παρουσιάζονται τα κυριότερα ευρήματα μέσα από έναν πίνακα.



Πίνακας 1

Συγγραφέας	Έτος	Κυριότερα συμπεράσματα
Fama, Fisher, Jensen, and Roll	1969	Η μεθοδολογία μελέτης συμβάντων (event studies) παρέχει ένα νέο τρόπο μέτρησης του αποτελέσματος του συμβάντος στην τιμή της μετοχής. Μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) εμφανίζονται γύρω από την διάσπαση μετοχών (Stock splits) χρησιμοποιώντας μηνιαία δεδομένα
Ezzell and Rubiales	1975	Οι εταιρείες που διέσπασαν μετοχές είναι πιο πιθανό να το ξανά κάνουν
Grinblatt, Masulis, and Titman	1984	Μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) ακολουθούν διάσπαση μετοχών (Stock splits)
Ohlson and Penman	1985	Η μεταβλητότητα αυξάνεται μετά τη διάσπαση των μετοχών
Lamoureux and Poon	1987	Οι διασπάσεις μετοχών αυξάνουν τη δραστηριότητα συναλλαγών και τον φορολογικό συντελεστή της μετοχής. Μόνιμη αύξηση στο beta ακολουθεί διάσπαση μετοχής (Stock split)
Lakonishok and Lev	1987	Η μελέτη παρέχει υποστήριξη για το κανονικό εύρος συναλλαγών και την θεωρία του σήματος για τις διασπάσεις μετοχών
Brennan and Copeland	1988b	Η θεωρία του σήματος (signaling theory) εξηγεί μια μεγάλη αναλογία ανακοινώσεων μη κανονικών αποδόσεων όσον αφορά τις διασπάσεις μετοχών
Sheikh	1989	Η μεταβλητότητα της απόδοσης αυξάνεται μετά τις διασπάσεις μετοχών αλλά δεν υποστηρίζει την υπόθεση εύρους συναλλαγών (trading-range hypothesis)

Maloney and Mulherin	1992	Οι διασπάσεις μετοχών αυξάνουν τον όγκο των διασπάσεων αλλά οδηγούν σε μεγαλύτερο αριθμό μικρών συναλλαγών
McNichols and Dravid	1990	Οι Managers επιλέγουν τη διάσπαση μετοχών ως σήμα για μελλοντικά κέρδη
Wiggins	1992	Ο δείκτης $\beta_1$ δεν αλλάζει μετά από διάσπαση μετοχής εάν το διάστημα μέτρησης είναι αρκετά μεγάλο
Ikenberry, Rankine, and Stice	1996	Η αγορά αντιδρά θετικά στις διασπάσεις μετοχών 8% για 1 έτος και 12% για 3 χρόνια. Είναι μια επιλογή των μάντζερ όταν αυτοί είναι αισιόδοξοι
Desai and Jain	1997	Η διάσπαση μετοχών οδηγεί στην για 1 χρόνο αγορά και διατήρηση 7% μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) και στην για 3 χρόνια αγορά και διατήρηση 12% μη κανονικών αποδόσεων
Koski	1998	Η διακύμανση αυξάνεται μετά τη διάσπαση των μετοχών ακόμα και μετά τον έλεγχο για τη προσφορά της τιμής spread και της τιμής διακριτικότητας (price discreteness)
Easley, O'Hara, and Saar	2001	Η αύξηση του νούμερου των μη ενημερωμένων εμπόρων και μια αύξηση του ορίου εκτέλεσης παραγγελιών προκύπτει ως αποτέλεσμα της διάσπασης των μετοχών αλλά της αύξησης του κόστους εκτέλεσης εντολών παραγγελίας της αγοράς που έχει ως αποτελέσματα το ποσό της τιμής ζήτησης να υπερβαίνει

		αυτό της τιμής προσφοράς (bid-ask spread)
Ikenberry and Ramnath	2002	Οι οικονομικοί αναλυτές υποτιμούν τα κέρδη των εταιρειών που διασπούν μετοχές οι οποίες αντιπροσωπεύουν μια θετική μη φυσιολογική μετατόπιση 9% το πρώτο έτος μετά τη διάσπαση των μετοχών

[1] Συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης / χρεογράφου / χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς (Benchmark). Υψηλός συντελεστής βήτα συνεπάγεται ότι η τιμή και κατ' επέκταση η απόδοση, μιας μετοχής ή ενός χρεογράφου επηρεάζεται σημαντικά από τις κινήσεις της αγοράς.

#### 1.4.2 Μέρισμα μετοχής (Stock dividends)

Επειδή τα μερίσματα μετοχών παρέχουν αναλογική αύξηση του αριθμού των μετοχών για κάθε μέτοχο, η αναλογική ιδιοκτησία για κάθε μέτοχο δεν αλλάζει. Παρόμοια με τις διασπάσεις μετοχών, η νέα τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από αυτό που θα περίμενε κανείς διαιρώντας απλώς την παλιά τιμή της μετοχής με τον νέο αριθμό μετοχών. Η λογιστική αντιμετώπιση των μερισμάτων μετοχής διαφέρει από εκείνη της διάσπασης μετοχής. Με το μέρισμα μετοχής, ένα μέρος των παρακρατηθέντων κερδών μεταφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή η ενότητα εξετάζει τα εμπειρικά στοιχεία για την ανώμαλη αύξηση των τιμών καθώς και την πηγή αυτής της αύξησης της αξίας.

#### Εμπειρική μελέτη

Αν και τα μερίσματα μετοχών συνεπάγονται στη διανομή λιγότερων μετοχών στους ιδιοκτήτες από ότι οι διασπάσεις μετοχών, το ίδιο επιχείρημα αναφέρει ότι οι αισθητικές αλλαγές δεν πρέπει να επηρεάζουν την αξία των εταιρειών που πληρώνουν μερίσματα μετοχών. Ερευνητές έχουν διερευνήσει την αντίδραση του χρηματιστηρίου την στιγμή της ανακοίνωσης απόδοσης μερισματος μετοχής καθώς και αυτή κατά την οποία η εταιρεία πληρώνει το μέρισμα μετοχής (την ημερομηνία λήξης της- the ex-date)

Η ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος (announcement date)

Στην πρώτη χρηματοοικονομική μελέτη συμβάντων (event studies) των Fama et al. (1969), εντοπίστηκε μια θετική επίδραση στην ανακοίνωση αλλά όχι εξετάζοντας χωριστά τα μερίσματα μετοχών (stock dividends) και τις διασπάσεις μετοχών (stock splits). Επίσης, δεν διαχωρίζονται αυτά τα συμβάντα από τις ανακοινώσεις απόδοσης μερισμάτων μετρητών ή άλλες πληροφορίες. Οι Foster και Vickrey (1978) και Woolridge (1983b) απομονώνουν τα μερίσματα των μετοχών και επίσης αναφέρουν θετικό πλεόνασμα αποδόσεων κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι Grinblatt et al. (1984) αφαιρώντας τις ταυτόχρονες ανακοινώσεις επιβεβαίωσαν μια θετική αντίδραση του χρηματιστηρίου στις ανακοινώσεις περίπου 5 τοις εκατό.

Οι Lakonishok και Lev (1987) συγκρίνουν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που πλήρωσαν μέρισμα μετοχών (stock dividend) με εταιρείες που πραγματοποίησαν διάσπαση μετοχών (stock split). Διαπιστώνουν ότι οι δύο ομάδες διαφέρουν σημαντικά. Σε σύγκριση με τις εταιρείες που δεν διανέμουν, οι εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα μετοχών είναι μικρότερες από τον πληθυσμό των επιχειρήσεων. Ο Lakonishok και ο Lev παρατηρούν επίσης ότι οι εταιρείες μερισμάτων δεν συγκεντρώνονται σε συγκεκριμένες βιομηχανίες. Συγκρίνουν εταιρείες που πλήρωσαν μέρισμα μετοχών με εταιρείες που δεν πλήρωσαν μερίσματα μετοχών. Τεκμηριώνουν ότι οι εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα μετοχών έχουν κάπως υψηλότερη αύξηση των κερδών πριν από την ανακοίνωση του γεγονότος σε σχέση με τις εταιρείες που δεν πλήρωναν μερίσματα μετοχών. Ωστόσο, για πολλές από τις υποπεριόδους, οι διαφορές κερδών μεταξύ των εταιρειών που πληρώνουν μερίσματα και των εταιρειών που δεν το κάνουν δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Οι βασικές διαφορές μερισμάτων είναι ελάχιστες μεταξύ των εταιρειών που πληρώνουν και δεν πληρώνουν μερίσματα μετοχών. Σε ορισμένες υποπεριόδους, οι εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα μετοχών (stock dividends) πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα μετρητών (cash dividends). Η αύξηση των κερδών άνω του μέσου όρου κατά την περίοδο προ-ανακοίνωσης του γεγονότος δεν μεταφράζεται σε μερίσματα μετρητών.

Ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος (The Ex-dividend date)

Οι εμπειρικές δοκιμές κατά την ημερομηνία λήξης των μερισμάτων μετοχής από τον Barker (1959) διαπιστώνουν ότι η πραγματική πτώση των τιμών κατά την ημερομηνία λήξης του μερίσματος μετοχών είναι 97,4% της υπολογιζόμενης μείωσης της τιμής αραιώσης (dilution). Αλλοίωση (ή κατά τα άλλα αραιώση) είναι ένας γενικός όρος που προκύπτει από την έκδοση επιπρόσθετων κοινών μετοχών από μια εταιρεία. Η αύξηση αυτή των κοινών μετοχών μπορεί να προκύψει από μια αύξηση κεφαλαίου, ή με μετατροπή μετατρέψιμων ομολογιών,

προνομιούχων μετοχών ή παραστατικά απόκτησης μετοχών (warrants) δηλαδή μιας μορφής δικαιώματος αλλά όχι υποχρέωσης του κατόχου τους, να αγοράσει μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή και οποτεδήποτε θέλει μέχρι ένα προκαθορισμένο μελλοντικό χρονικό σημείο (λήξη). Αυτή η αλλοίωση (dilution) μπορεί να αλλάξει το ποσοστό συμμετοχής, την ψηφοφορία του ελέγχου, τα κέρδη ανά μετοχή, ή την αξία των μεμονωμένων μετοχών. Επί της ουσίας, κάθε φορά που μια εταιρεία εκδίδει μετοχές, προκαλεί αλλοίωση (dilution). Επιστρέφοντας στην διαπίστωση του Barker (1959), αναφέρεται ότι επειδή η πτώση των τιμών είναι μικρότερη από την αναμενόμενη, αυτό είναι κάτι που δείχνει την αύξηση της συνολικής αξίας της εταιρείας. Ο Woolridge (1983a) επιβεβαιώνει ότι ο συνολικός πλούτος των μετόχων αυξάνεται κατά την ημερομηνία αποκοπής, καθώς η νέα τιμή της μετοχής δεν προσαρμόζεται πλήρως στην διανομή των μετοχών. Διαπιστώνει επίσης ότι οι μικρές (λιγότερο από 6 τοις εκατό) εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα μετοχών έχουν τη μεγαλύτερη ασυνήθιστα θετική αντίδραση στο χρηματιστήριο κατά την ημερομηνία αποκοπής, υποδηλώνοντας ότι οι τιμές των μετοχών έχουν ως βήμα τιμής, δηλαδή, ελάχιστη δυνατή μεταβολή (tick size) ίσο με το 1/8 του δολαρίου (0,125 δολάρια) κάτι που μπορεί να αποτρέψει την πλήρη προσαρμογή των τιμών της μετοχής. Ως βήμα τιμής (tick size) Χρηματοπιστωτικού Μέσου ορίζεται η ελάχιστη, σε απόλυτα μεγέθη, δυνατή μεταβολή της τιμής αυτού. Το έγκυρο βήμα τιμής στην Αγορά Αξιών προσδιορίζεται ως υποδιαίρεση του νομίσματος διαπραγμάτευσης, με μέχρι τέσσερα δεκαδικά ψηφία.

Αντίθετα, οι Foster & Vickrey (1978) δεν βρίσκουν καμία αλλαγή στην αξία της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποκοπής (ex-date), αλλά το μέγεθος του δείγματος των 82 συμβάντων (events) στην μελέτη τους είναι μικρό. Οι Eades, Hess και Kim (1984) επιβεβαιώνουν μια θετική μη φυσιολογική απόδοση κατά την ημερομηνία αποκοπής, αλλά το δείγμα τους συμπεριλαμβάνει τόσο μερίσματα μετοχών όσο και διασπάσεις μετοχών. Οι Grinblatt et al. (1984) αφαίρεσαν συμβάντα (events) με συγκεχυμένα νέα και τεκμηρίωσαν θετικό πλεόνασμα αποδόσεων (excess returns) κατά την ημερομηνία λήξης για μερίσματα μετοχών περίπου 1,9 τοις εκατό. Άλλες εμπειρικές μελέτες εξετάζουν τις μεταβολές ρευστότητας μετά από μέρισμα μετοχών. Ο Dravid (1987) διαπιστώνει ότι, σε αντίθεση με τις διασπάσεις των μετοχών, η μεταβλητότητα των μετοχών δεν αυξάνεται για τις εταιρείες που αποδίδουν μέρισμα μετοχών. Αντίθετα, ο Koski (1998) δείχνει αύξηση της διακύμανσης των εβδομαδιαίων αποδόσεων μετά από μέρισμα μετοχών, ακόμη και μετά τον έλεγχο για bid-ask spread και διακριτότητα τιμής (price discreteness). Ένα bid-ask spread είναι το ποσό κατά το οποίο η τιμή ζήτησης υπερβαίνει την τιμή προσφοράς για ένα περιουσιακό στοιχείο στην αγορά. Το spread bid-ask είναι ουσιαστικά η διαφορά μεταξύ της υψηλότερης τιμής που ένας αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για ένα στοιχείο και της χαμηλότερης τιμής που ένας πωλητής είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί.

Οι Kamara και Koski (2001) συμπεριλαμβάνοντας μερίσματα μετοχών (stock dividends) στη μελέτη τους διαπιστώνουν ότι η αύξηση των μικρών εμπορών μετράει στην αύξηση της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων. Βρίσκουν επίσης ανταπόκριση στο ότι η αυξημένη αστάθεια οδηγεί στην αύξηση των μικρών συναλλαγών. Άλλες εμπειρικές μελέτες εξετάζουν τις αλλαγές κινδύνου μετά την διάσπαση μετοχών (stock splits). Για παράδειγμα, οι Bar-Yosef & Brown (1977) βρίσκουν μείωση του επιπέδου κινδύνου μετοχών, ενώ οι Ohlson & Penman (1985) και Sheikh (1989) βρίσκουν αύξηση του κινδύνου.

#### **1.4.3 Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split)**

Παρόλο που οι αντίστροφες διασπάσεις μετοχών μειώνουν τον αριθμό των μετοχών, οι υφιστάμενοι μέτοχοι διατηρούν την ίδια αναλογική επένδυση στην εταιρεία. Η αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split) παρουσιάζει ενδιαφέρον επειδή η τιμή των μετοχών μιας εταιρείας μετά την πώληση νέων μετοχών (adjusted share price) είναι συνήθως μικρότερη από την αρχική τιμή μετοχής πολλαπλασιαζόμενη επί το πολλαπλάσιο της αντίστροφης διαίρεσης μετοχών. Αυτή η ενότητα εξετάζει τα εμπειρικά στοιχεία που περιβάλλουν αυτές τις συναλλαγές που καταστρέφουν την αξία καθώς και τις επεξηγηματικές υποθέσεις για τη μείωση της αξίας.

#### **Εμπειρική μελέτη**

Σε μια πρώιμη μελέτη, οι Woolridge and Chambers (1983) ανέφεραν σημαντικά αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης αντίστροφης διάσπασης μετοχής. Αν και οι Peterson και Peterson (1992) βρίσκουν συνολικά αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις, τεκμηριώνουν κάποια θετικά αποτελέσματα πλούτου για τις εταιρείες που αναγκάζονται να υποστούν μια αντίστροφη διάσπαση μετοχών. Οι Spudeck και Moyer (1985) και Desai & Jain (1997) επιβεβαιώνουν αυτές τις αρνητικές αποδόσεις. Άλλες μελέτες των Lamoureux & Poon (1987) και Koski (2007) διαπίστωσαν ότι η μεταβλητότητα μειώνεται μετά την αναστροφή διάσπαση των μετοχών, μειώνοντας έτσι την φορολογική αξία (tax-option value) στην επιλογή της μετοχής. Οι Desai και Jain διερευνούν τη μακροπρόθεσμη απόδοση μετά από αντίστροφη διάσπαση μετοχής (Reverse stock split) και αναφέρουν αρνητικές μακροχρόνιες μη φυσιολογικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας την μέθοδο αγοράς και παρακράτησης (buy-and-hold) ενός και τριών ετών. Αυτή η μελέτη δείχνει ένα μέγεθος επιστροφής απόδοσης -11 % και -34 % για τις αποδόσεις του ενός έτους και των τριών ετών, αντίστοιχα. Η μέθοδος αγοράς και παρακράτησης (buy-and-hold): είναι μια παθητική επενδυτική στρατηγική στην οποία ένας

επενδυτής αγοράζει μετοχές (ή άλλους τύπους τίτλων όπως ETF) και τις κρατά για μεγάλο χρονικό διάστημα ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις στην αγορά

## Συμπερασματικά

Αυτό το κεφάλαιο εξετάζει την δαπανηρή διαδικασία αλλαγής του αριθμού των μετοχών σε μια εταιρεία που διαπραγματεύεται δημοσίως μέσα από την απόδοση μερίσματος μετοχών (Stock dividends), διασπάσεις μετοχών (Stock splits) και αντίστροφων διασπάσεων μετοχών (reverse stock split). Αυτές οι ενέργειες φαίνεται να είναι καθαρά διακοσμητικές, όπως η αλλαγή του αριθμού των κομματιών στα οποία κόβεται μια πίτα. Επειδή η ενέργεια είναι δαπανηρή και αλλάζει την τιμή ενός μεμονωμένου μεριδίου, οι συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο αντιδρούν στην αλλαγή αυτή. Οι μεμονωμένες τιμές έχουν σημασία για τους μεμονωμένους μετόχους, επειδή οι υψηλές τιμές μπορεί να μειώσουν την θελκτικότητα των επενδυτών σε αυτές και να επηρεάσουν το κόστος συναλλαγής. Ομοίως, οι ελάχιστες τιμές θέτουν το χαμηλότερο όριο στις μεμονωμένες τιμές μετοχών. Λόγω της μεγάλης πληθώρας των αντικρουόμενων θεωριών και μελετών δείχνουν ότι αυτός ο τομέας της έρευνας θα συνεχιστεί για πολλά χρόνια.

### **1.5 Επαναγορά μετοχών (Stock repurchase)**

Όταν μια επιχείρηση έχει αποφασίσει να διανείμει ένα ποσοστό των κερδών στους μετόχους της αυτό μπορεί να το επιτύχει με δύο τρόπους. Είτε μέσω απόδοσης μερίσματος σε μετρητά είτε μέσω επαναγοράς μετοχών η οποία ως μέθοδος είναι περισσότερο ευέλικτη. Ο όρος «επαναγορά μετοχών (Stock repurchase)» επεξηγεί την διαδικασία που ακολουθούν οι εταιρείες για να αγοράσουν πίσω μετοχές που είχαν πωληθεί στους επενδυτές. Υπάρχουν τρεις τρόποι να πραγματοποιηθεί αυτή η αγορά από την εταιρεία. Πρώτον μέσω αγοράς (open market) δηλαδή να ανακοινώσει μέσω αυτής το ποσοστό των επαναγοραζόμενων μετοχών και την τιμή διάθεσης αυτών. Δεύτερον μέσω απευθείας διαπραγμάτευσης (direct negotiation) για επαναγορά μετοχών από κάποιον μεγαλομέτοχο της. Τρίτον αν η εταιρεία αποτελεί στόχο εξαγοράς, μπορεί να επαναγοράσει τις μετοχές που έχουν αποκτηθεί από τον υποψήφιο αγοραστή της (greenmail transactions), προσδιορίζοντας μια υψηλή τιμή αγοράς για να τον προσελκύσει.

Θεωρητικά, και από την πλευρά της εταιρείας, η μόνη διαφορά μεταξύ μερισμάτων και επαναγοράς μετοχών είναι ότι η εκταμίευση μετρητών δεν είναι αναλογική με την ιδιοκτησία μετοχών. Εκτός αυτού, συμβαίνει η ίδια «ελάφρυνση» στα μετρητά και μια μερική ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας όπως στην περίπτωση των μερισμάτων.

Στην αντίπερα όχθη, από την άποψη του μετόχου, οι επαναγορές μετοχών παρέχουν μια επιλογή πώλησης μερικών ή όλων των μετοχών σε τιμή που συνήθως είναι υψηλότερη από την τιμή αγοράς τους. Επίσης στις περισσότερες περιπτώσεις οι ίδιοι πρέπει να αναλάβουν να πληρώσουν έναν φόρο που προκύπτει, πουλώντας τις μετοχές τους (άρα διαμορφώνουν κεφαλαιακά κέρδη) όταν η επιχείρηση προβεί σε επαναγορά μετοχών (capital gains tax rate), αντί για έναν συνηθισμένο φόρο εισοδήματος. Τέλος και ίσως το πιο σημαντικό είναι να έχουν την επιλογή της λήψης μερίσματος ή όχι, μια επιλογή που ο μέτοχος δεν έχει σε περίπτωση που είναι τακτικός μέτοχος, με τριμηνιαίο μέρισμα.

Τα κίνητρα για επαναγορά μετοχών σε αντίθεση με αυτά της απόδοσης μερίσματος σε μετρητά είναι αρκετά διαφορετικά. Αυτό συμβαίνει λόγω πολλών θεσμικών και φορολογικών ζητημάτων που καθιστούν το θεωρητικό της υπόβαθρο ελλιπέστατο για εξαγωγή απαντήσεων. Πριν αναφερθούμε σε λεπτομέρειες σχετικά με την επαναγορά μετοχών, που ονομάζεται επίσης ως «μετοχή θησαυροφυλακίου (stock treasury)», θα πρέπει να σημειωθεί ότι η επαναγορά μετοχών δεν επιτρέπεται σε πολλές χώρες. Επιπροσθέτως σε ορισμένες περιπτώσεις, η επαναγορά των μετοχών μπορεί να είναι κάτι νόμιμο για την επίτευξη άθλιων σκοπών.

Μπορεί να υπάρξει μεγάλη ποικιλία αιτιών για τις οποίες μια εταιρεία θα ήθελε να επαναγοράσει τις μετοχές της, εάν ο νόμος της επιτρέψει μια τέτοια συναλλαγή. Σε πολλές χώρες, η επαναγορά δεν επιτρέπεται επειδή θεωρείται ως απόπειρα της εταιρείας να χειραγωγήσει την τιμή αγοράς της μετοχής. Αν κάποιος είναι, πιστός στην υπόθεση περι της «αποτελεσματικής» αγοράς, τότε φυσικά, δεν είναι δυνατή αυτή η χειραγωγήση, διότι η αγορά βλέπει αυτή την εξαπάτηση και θα τιμωρήσει τον παραποιοτή. Επομένως δεν χρειάζεται να επιβληθούν πράξεις που θα προκαλέσουν προστριβές, όπως περιττούς κανόνες, στην κατά τα άλλα αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς.

Πράγματι, ένα από τα πρώτα κίνητρα για επαναγορά μετοχών ήταν η στήριξη της συμπίεσμένης τιμής (depressed price) των μετοχών της εταιρείας. Συμπιεσμένη τιμή (Depressed price) είναι μια τιμή για μια μετοχή που είναι χαμηλότερη από άλλες μετοχές στις ίδιες ή παρόμοιες αγορές. Εάν η εταιρεία εξαγοράσει τις μετοχές της, τότε εκκρεμούν λιγότερες «ελεύθερες» μετοχές και σύμφωνα με το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης, αν δεν υπάρχουν άλλοι παράγοντες, η τιμή της μετοχής θα πρέπει να αυξηθεί. Αυτό είναι το αντίστροφο αυτού που ονομάζεται «διαπραγμάτευση επί των ιδίων κεφαλαίων» (trading on the equity) (που σημαίνει την αραίωση (dilution) των μελλοντικών κερδών). Αυτή η διαπραγμάτευση επί των ιδίων κεφαλαίων είναι μια χρηματοοικονομική διαδικασία που περιλαμβάνει τη λήψη περισσότερου χρέους από την ίδια την εταιρεία για την ενίσχυση της απόδοσης προς τους μετόχους της. Η «διαπραγμάτευση επί των ιδίων κεφαλαίων»(trading on the equity) συμβαίνει όταν μια εταιρεία παίρνει νέο χρέος, με τη μορφή ομολογιών,



προτιμώμενων μετοχών ή δανείων κ.λπ. Υπάρχει όμως ένα ελάττωμα με αυτόν τον συλλογισμό που αναφέρθηκε πιο πάνω.

Για να επαναγοράσει πίσω μετοχές, η εταιρεία χρειάζεται μετρητά. Αυτά τα βρίσκει είτε από πλεόνασμα μετρητών (excess cash) (κεφάλαια που δεν ξέρει τι να κάνει), είτε πρέπει να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία (assets), ή ίσως χειρότερα και από τα δύο, πρέπει να δανειστεί για να επαναγοράσει ξανά τις μετοχές, μειώνοντας έτσι τα μελλοντικά της κέρδη. Αν και τώρα λιγότερες διαθέσιμες μετοχές ανταγωνίζονται για κέρδη (ή κανονικά μερίσματα), οι προσδοκίες κερδών μειώνονται στις διαθέσιμες κοινές μετοχές. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι τις τελευταίες δύο δεκαετίες, οι επαναγορές μετοχών έγιναν σημαντικός παράγοντας για την ανακατεύθυνση μετρητών στους μετόχους και η αρχική αντίδραση στην αγορά ήταν κάτι παραπάνω από αναλογική αύξηση της τιμής της μετοχής.

Ένας άλλος συχνός λόγος για την επαναγορά των μετοχών είναι η εκτόξευση μετρητών ή ισοδύναμα, η μείωση των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρείας. Φυσικά, μια πολιτική καταβολής υψηλότερων μερισμάτων θα έκανε αυτή τη δουλειά εξίσου καλά και είναι κάτι οικονομικά ορθολογικό και συμβατό με την ιδέα της μερικής ρευστοποίησης. Όπως μάθαμε από διάφορες μελέτες Lintner, (1956), Baker & Powell, (1999), η διοίκηση είναι απρόθυμη να αυξήσει τα κανονικά μερίσματα όταν πιστεύει ότι δεν μπορεί να διατηρήσει τόσο υψηλά μερίσματα μακροπρόθεσμα. Ορισμένες εξηγήσεις επαναγοράς είναι αρκετά σημαντικές πάνω στο ζήτημα αυτό. Για παράδειγμα, η Georgia Pacific Corporation γράφει στην ετήσια έκθεσή της το 1992 (αναφέρεται στο Van Horne, 1995, σελ. 330): Η διαχείριση και επανεπένδυση στον πυρήνα της επιχείρησής μας για πρόσθεση αξίας στους μετόχους μας είναι το πρωταρχικό μας μέλημα. Αυτό γίνεται στο βαθμό που δεν μπορούμε να εντοπίσουμε ικανοποιητικές επενδυτικές ευκαιρίες, ωστόσο, δεσμευόμαστε να επιστρέψουμε μετρητά στους μετόχους μας μέσω μερισμάτων ή επαναγοράς μετοχών.

Αυτή είναι μια ειλικρινής περιγραφή για το τι είναι η επαναγορά μετοχών και επίσης ποιοι δρόμοι είναι ανοιχτοί στην εταιρεία για να επιστρέψει μετρητά στους ιδιοκτήτες.

Στη συνέχεια, η έκθεση εξηγεί γιατί, λόγω του φόβου της υψηλότερης από την επιθυμητή μόχλευση (leverage), η εταιρεία ανέστειλε ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών το 1989. Είναι σαφές, επομένως, ότι οι εταιρείες γνωρίζουν ακριβώς τι είναι οι επαναγορές μετοχών και ποιες δυσμενείς επιπτώσεις μπορεί να σχετίζονται με τέτοιες συναλλαγές. Μόχλευση (leverage), είναι το χρέος μίας εταιρείας που εκφράζεται ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της. Μια εταιρεία με υψηλό βαθμό μόχλευσης σημαίνει ότι έχει λάβει πολλά δάνεια συγκριτικά με τα ίδια κεφάλαια που διαθέτει.

Στενά σχετιζόμενο με το επιχείρημα του πλεονάσματος μετρητών (excess cash) και την αλλαγή του επιχειρήματος της μόχλευσης, είναι η επαναγορά μετοχών με την δικαιολογία της ικανοποίησης μελλοντικών αναγκών δικαιωμάτων προαίρεσης των μετόχων (exercise of stock

options) ή για την έκδοση μερισμάτων μετοχών (Stock dividends) σε αυτούς. Οι μετοχές αυτές που διατηρούνται στο «χρηματοκιβώτιο» (treasury stock) αποτελούν πηγή κάλυψης αυτών των αναγκών, εάν και όποτε απαιτηθούν. Άσκηση δικαιώματος προαίρεσης (exercise of stock options), σημαίνει την αγορά κοινών μετοχών από τον εκδότη αυτών σε καθορισμένη τιμή όπως ορίζεται στο «δικαίωμα χορήγησης» (option grant). Δηλαδή με πιο απλά λόγια είναι το δικαίωμα απόκτησης ενός καθορισμένου αριθμού μετοχών μιας εταιρείας σε καθορισμένη τιμή.

Οι μηχανισμοί του «χρηματοκιβώτιου μετοχών» (treasury stock) λειτουργούν όπως περιγράφεται στην συνέχεια. Υπάρχουν εγκεκριμένες μετοχές (authorized shares), νέες μετοχές που εκδόθηκαν (shares issued) και εκκρεμείς μετοχές (shares outstanding). Οι μετοχές που έχουν εγκριθεί είναι ο αριθμός των μετοχών που μπορεί να εκδώσει η εταιρεία χωρίς να χρειαστεί τη σύμφωνη γνώμη των μετόχων για την έκδοση μεγαλύτερου αριθμού μετοχών από αυτές. Οι εκκρεμείς μετοχές είναι ο αριθμός των μετοχών που βρίσκεται σε δημόσια χέρια. Τέλος οι μετοχές που εκδόθηκαν είναι ο αριθμός των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία (shares outstanding) και ο αριθμός των μετοχών που βρίσκεται στο χρηματοκιβώτιο (treasury stock). Εάν οι μετοχές του χρηματοκιβωτίου χρησιμοποιούνται για την κάλυψη της άσκησης δικαιωμάτων προαίρεσης (exercise of stock options), ο λογαριασμός των ιδίων κεφαλαίων θα αυξάνεται, με άλλα πράγματα να παραμένουν αμετάβλητα, η μόχλευση πχ όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, ενώ ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος την ίδια ώρα μειώνεται.

Το πρόβλημα με αυτό το επιχείρημα είναι ότι η εταιρεία μπορεί πάντα να καλύψει τις επιλογές μετοχών (stock option) από τις μετοχές που έχουν εγκριθεί ή, εάν ο αριθμός των μετοχών που έχουν εγκριθεί και δεν είναι σε κυκλοφορία είναι ανεπαρκής, μπορεί πάντα να εγκρίνει, μάλλον ανώδυνα, νέες εκδόσεις μετοχών.

Η επαναγορά είναι ένας γρήγορος και βολικός τρόπος για να αναταθεί το επιχείρημα της μόχλευσης. Αγοράζοντας μετοχές της ίδια η εταιρεία καταφέρνει και οι δύο πλευρές του ισολογισμού της να υποστούν μειώσεις αλλά στη δεξιά πλευρά η μείωση γίνεται στον λογαριασμό των ιδίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, το ποσοστό των υποχρεώσεων αυξάνεται, σε σχέση με την προ επαναγοράς μετοχών της κατάσταση, χωρίς να προβεί σε δανεισμό, ή να απευθυνθεί στις αγορές ομολόγων.

Το πρόβλημα με αυτό το επιχείρημα είναι ότι έτσι αυξάνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο (μέσω αυξημένης μόχλευσης). Ταυτόχρονα, τα κερδιζόμενα περιουσιακά στοιχεία μειώνονται ή, εναλλακτικά, οι επενδυτικές ευκαιρίες που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν θετικά με επιστροφή τους στα ίδια κεφάλαια (ROE, ένα από τα βασικούς δείκτες της κερδοφορίας της εταιρείας) δεν μπορούν να εξαργυρωθούν από την εταιρεία. Εάν κάποιος αποδεχτεί την αντίληψη ότι η εταιρεία προσπαθεί να στραφεί προς ένα στοχευόμενο μείγμα λειτουργικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου, για να διατηρήσει τα προσδοκώμενα κέρδη όχι λιγότερα αλλά

πιθανώς υψηλότερα από πριν πρέπει να επενδύσει σε επιχειρήσεις που θα ήταν συνεπείς σε αυτόν τον στόχο.

## **1.6 Greenmail**

Η λέξη Greenmail θα μπορούσε να είχε σχέση στην συγκεκριμένη περίπτωση με την λέξη blackmail. Η διαφορά εδώ έγκειται στο πράσινο χρώμα που είναι και το χρώμα του δολαρίου. Το Greenmail είναι ένας βολικός τρόπος για να διοχετευθούν μεγάλα χρηματικά ποσά από την εταιρεία στα χέρια επιλεγμένων λίγων. Για παράδειγμα, σε περίπτωση εχθρικής εξαγοράς, η εταιρεία-στόχος μπορεί να προσφέρει μια premium τιμή σε επιλεγμένους μετόχους που θέλουν να προβούν στην επιθετική αυτή ενέργεια με σκοπό να επιτευχθούν δύο πράγματα:

- Απαλλαγή της εταιρείας με γρήγορο τρόπο από μετρητά που την καθιστούν θελκτική προς εξαγορά
- Η απόκτηση ενός είδους «βάρους» από τον επιδρομέα ενδιαφερόμενο που θα έχει ως αποτέλεσμα να τον κάνει να αλλάξει στάση ως προς την επιθετική εξαγορά της εταιρείας

Όποια και αν είναι η περίπτωση, το greenmail είναι επίσης μια παραλλαγή επαναγοράς μετοχών, αν και το «βραβείο» μπορεί να είναι πολύ υψηλότερο από ό, τι στην περίπτωση του τελευταίου. Το γεγονός παραμένει ότι είτε οι λιγιστοί πόροι μετατρέπονται σε μετρητά και διοχετεύονται εκτός της εταιρείας είτε το ακόμα χειρότερο σενάριο, ότι η εταιρεία δανείζεται για να ολοκληρώσει τη συναλλαγή. Το τελικό αποτέλεσμα, και στις δύο περιπτώσεις, είναι η αύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου (μόχλευση) και ταυτόχρονα, η μείωση του αναμενόμενου προσδοκώμενου κέρδους επειδή είτε τα περιουσιακά στοιχεία ρευστοποιούνται είτε δεν λαμβάνονται ευκαιρίες επένδυσης. Η λογική του greenmail φαίνεται και είναι αντιφατική με βάση την οικονομική λογική και είναι ένα ιδιαίτερο φαινόμενο στην χρηματοοικονομική.

## **2. Θεωρητικά και εμπειρικά στοιχεία**

### **2.1 Η θεωρία μη σχετικότητας του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory)**

Στη σχετικά σύντομη ιστορία της αναλυτικής χρηματοοικονομικής, δύο από τους πιο σημαντικούς ερευνητές είναι οι Merton Miller και Franco Modigliani (εφεξής M&M). Ο αντίκτυπός τους στο πεδίο αυτό είναι αδιαμφισβήτητος. Σήμερα, το έργο τους εμφανίζεται σχεδόν σε όλα τα εγχειρίδια εταιρικής χρηματοοικονομικής και οι συγγραφείς στον τομέα της

αναλυτικής χρηματοοικονομικής συχνά αναφέρονται στη δουλειά τους. Χρόνια μετά τα μεγάλα επιτεύγματά τους, έλαβαν το βραβείο Νόμπελ, ίσως την πιο αξιοσημείωτη διάκριση στα οικονομικά. Ο Modigliani κέρδισε το βραβείο το 1985 και ο Miller μοιράστηκε το βραβείο με δύο άλλους το 1990.

Ένα από τα βασικά ζητήματα στη δουλειά τους ήταν η εταιρική αποτίμηση. Οι Modigliani and Miller (1958), ίσως στο πιο σημαντικό επιστημονικό τους άρθρο, δείχνουν ότι, υπό ορισμένες παραδοχές, το μείγμα χρέους και ιδίων κεφαλαίων που κατέχει μια επιχείρηση δεν επηρεάζει τη συνολική αξία της εταιρείας. Λίγα χρόνια αργότερα, οι M&M (1961) ανέφεραν παρόμοιο αποτέλεσμα για την πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Έτσι τονίζουν ότι σε τέλειες κεφαλαιαγορές, η αξία προκύπτει από τις επενδυτικές αποφάσεις που θα ακολουθήσουν οι εταιρείες, ενώ οι αποφάσεις χρηματοδότησης είναι άσχετες. Δεδομένης της επιλογής μεταξύ χρηματοδότησης νέων έργων από παρακρατηθέντα κέρδη (retained earnings) ή μέσω νέων ιδίων κεφαλαίων, οι διευθυντές εταιρειών πρέπει να είναι αδιάφοροι.

Αυτό το κεφάλαιο διερευνά εν συντομία την προέλευση της μη σχετικότητας των μερισμάτων και προχωρά με μια θεωρητική εξήγηση του κρίσιμου έργου των M&M και ενώ σήμερα η θεωρία της μη σχετικότητας είναι σαφώς υπό αμφισβήτηση, δεν υπάρχει αμφιβολία για τη σημασία της στην ιστορία της χρηματοοικονομικής θεωρίας.

Ο πιο σημαντικός προάγγελος των M&M (1961) ήταν ένα άλλο επιστημονικό άρθρο που συνέταξαν για το εταιρικό χρέος έναντι της χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων (equity financing) είναι η διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω της πώλησης μετοχών. Οι εταιρείες συγκεντρώνουν χρήματα επειδή μπορεί να έχουν βραχυπρόθεσμη ανάγκη να πληρώνουν λογαριασμούς ή μπορεί να έχουν μακροπρόθεσμο στόχο και να απαιτούν κεφάλαια για να επενδύσουν στην ανάπτυξή τους.

Σε αυτό το άρθρο, οι M&M (1958) αποδεικνύουν ότι υπό ορισμένες παραδοχές, η συνολική αξία μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται από το μείγμα του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων της, καταδεικνύοντας την μη σχετικότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η πολιτική μερισμάτων είναι στενά συνδεδεμένες. Τα μετρητά που καταβάλλονται ως μερίσματα αφήνουν την εταιρεία με λιγότερα ίδια κεφάλαια (equity) και ενδεχομένως μεγαλύτερη ανάγκη συγκέντρωσης πρόσθετων αποθεμάτων ή χρεών στο μέλλον. Κατά συνέπεια, το αποτέλεσμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των M&M είναι πολύ κρίσιμο για την απόδειξη της μη σχετικότητας του μερίσματος που παρουσιάζεται εδώ.

Λίγο μετά την αντιμετώπιση του ζητήματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι M&M εφάρμοσαν παρόμοιες αρχές και στα μερίσματα. Η απόφαση απόδοσης μερίσματος σχετίζεται με το ζήτημα της διάρθρωσης του κεφαλαίου επειδή η πολιτική μερισμάτων αντιπροσωπεύει μια χρηματοδοτική επιλογή. Η καταβολή μερισμάτων αφήνει λιγότερα εσωτερικά κεφάλαια για επενδύσεις κάτι που απαιτεί μεγαλύτερα ποσά εξωτερικής χρηματοδότησης. Συχνά

παραμελημένη στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, είναι η ισχυρή σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής και της μη σχετικότητας μερισμάτων στο να εξηγηθεί η αντίστοιχη πλευρά του ισολογισμού της εταιρείας που αναφέρεται στα περιουσιακά της στοιχεία. Η έλλειψη σχετικότητας της κεφαλαιακής διάρθρωσης υποστηρίζει ότι η απόφαση δεν παίζει ρόλο στον προσδιορισμό των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων. Η μη σχετικότητα της πολιτικής μερισμάτων υποστηρίζει ότι η εσωτερική έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης επενδύσεων επίσης δεν έχει σημασία για τον προσδιορισμό των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι M&M (1961) παίρνουν τρεις ρητές παραδοχές: τις τέλειες κεφαλαιαγορές, την ορθολογική συμπεριφορά του επενδυτή και την απόλυτη βεβαιότητα. Καθορίζοντας περαιτέρω κάθε υπόθεση, οι τέλειες κεφαλαιαγορές συνεπάγονται από την συμπεριφορά λήψης τιμών (price-taking), χωρίς αντίτιμο στην πρόσβαση της πληροφορίας, μηδενικό κόστος συναλλαγών (συμπεριλαμβανομένων μηδενικών φόρων και κόστους έκδοσης) και καμία φορολογική διαφορά μεταξύ μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου. Η ορθολογική συμπεριφορά δείχνει ότι οι επενδυτές προτιμούν περισσότερο από λιγότερο πλούτο και είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών κεφαλαίου. Η απόλυτη βεβαιότητα συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ της εταιρείας και των εξωτερικών επενδυτών, καθώς οι επενδυτές γνωρίζουν όλες τις σχετικές μελλοντικές ταμειακές ροές και τα κέρδη αυτής. Αναφερόμενοι στον λήπτη-τιμής (Price-taking) εννοούν ένα άτομο ή μια εταιρεία που πρέπει να αποδεχτεί τις επικρατούσες τιμές σε μια αγορά, χωρίς το μερίδιο αγοράς να επηρεάσει από μόνη της την τιμή αγοράς. Αυτό ισχύει για τους παραγωγούς και τους καταναλωτές αγαθών και υπηρεσιών και για αγοραστές και πωλητές σε αγορές χρέους και κεφαλαίων.

Οι προκάτοχοι αλλά και σύγχρονοι των M&M (1961) αναφέρουν συχνά αυτό που οι M&M αποκαλούν «bird in the hand» (η θεωρία του καλύτερα πέντε και στο χέρι) για να εξηγήσουν την προτίμηση των επενδυτών στα μερίσματα. Αυτές οι εσφαλμένες θεωρίες ισχυρίζονται ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα επειδή θα λάβουν εγγυημένα άμεσα μετρητά. Αυτές οι ταμειακές εισπράξεις διατείνονται να είναι πιο πολύτιμες επειδή δεν επηρεάζονται από την αβεβαιότητα, και την πιθανότητα κακής μελλοντικής απόδοσης των εταιρειών. Οι M&M, ωστόσο, εξηγούν την αξία της λήψης μερισμάτων στο χέρι. Στην ουσία, οι επενδυτές που έχουν έλλειψη μετρητών μπορούν απλά να πουλήσουν ένα ποσοστό μετοχών για να μιμηθούν έτσι εισπράξεις από μερίσματα. Εάν οι επενδυτές επανεπενδύσουν αυτά τα μερίσματα, η συνολική τους απόδοση, είτε από κεφαλαιακά κέρδη μέσω της πώλησης μετοχών (capital gain) είτε από μερίσματα, είναι η ίδια.

Ως παράδειγμα αυτού, οι M&M (1961) επανεξετάζουν μια ειδική περίπτωση που ανέφερε ο Gordon (1962). Σε αυτήν την περίπτωση, όλη η χρηματοδότηση είναι εσωτερική και ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων της εταιρείας ισούται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων επί τον δείκτη διατήρησης κερδών (retention earning ratio). Ο Gordon υποστηρίζει ότι οι χαμηλότερες

πληρωμές μερισμάτων και οι υψηλότεροι δείκτες διατήρησης κερδών οδηγούν σε υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων λόγω του αυξημένου κινδύνου μελλοντικών ταμειακών ροών. Υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων οδηγεί σε μείωση των τιμών στο μοντέλο αποτίμησης του Gordon. Η εξίσωση του μοντέλου αποτίμησης του Gordon είναι της μορφής :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Το  $V_0$  είναι η αξία της εταιρείας, το  $D_t$  είναι το μέρισμα που πληρώθηκε τη στιγμή  $t$  και το  $r$  είναι το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο του ποσοστού κέρδους, σύμφωνα με τον Gordon. Το μοντέλο δείχνει ότι η αύξηση των μερισμάτων αυξάνει άμεσα την τιμή της μετοχής. Η πληρωμή μερισμάτων οδηγεί σε λιγότερα μετρητά για επενδύσεις, γεγονός που με τη σειρά του οδηγεί σε χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων.

Οι M&M τονίζουν ότι μια αλλαγή στην πολιτική μερισμάτων μπορεί να αλλάξει την διανομή της συνολικής απόδοσης μεταξύ μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου, αλλά δεν αλλάζει η ίδια η συνολική απόδοση. Επιπλέον, εάν ο Gordon (1962) έχει δίκιο, οι εταιρείες χαμηλών πληρωμών θα είχαν σταθερά υψηλότερες αποδόσεις λόγω του υψηλότερου κόστους των ιδίων κεφαλαίων, μια θέση που οι M&M πιστεύουν ότι ο Gordon θα ήταν κάθετα αντίθετος.

Όπως και με την μη σχετικότητα της κεφαλαιακής δομής, ένα παράδειγμα θα βοηθήσει στην απεικόνιση του αποτελέσματος της μη σχετικότητας με το μέρισμα των M&M είναι το παρακάτω. Ας υποθέσουμε ότι η εταιρεία X (πίνακας 2) έχει μετρητά 200 € και περιουσιακά στοιχεία (όχι σε μετρητά) ύψους 800 €, που υποδηλώνουν την εμπορική της αξία. Επίσης, δεν έχει χρέος, αφήνοντας τα ίδια κεφάλαια να ισούνται όσο με το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων στα 1.000€.

Πίνακας 2

Εμπορική αξία εταιρείας X		
Μετρητά	200 €	Χρέος 0€
Περιουσιακά στοιχεία (όχι σε ρευστό)	800 €	
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων	1000 €	Σύνολο ιδίων κεφαλαίων 1000€

Εάν υπάρχουν 100 μετοχές σε κυκλοφορία, κάθε μετοχή αξίζει 10 € (1.000 / 100 €) όπως διακρίνεται και στον ισολογισμό της εταιρείας στον πίνακα 2.

Η εταιρεία αποφασίζει ότι χρειάζεται μετρητά 200 € για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της αλλά θέλει επίσης να ανταμείψει τους μετόχους της με μέρισμα μετρητών ύψους € 200. Ως εκ τούτου, η εταιρεία αποφασίζει να πληρώσει το μέρισμα των € 200 ενώ στη συνέχεια εκδίδει € 200 νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Εάν η εταιρεία εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο, οι νέες μετοχές θα μειώσουν την αξία των παλαιών μετοχών. Ωστόσο, οι παλιοί μέτοχοι θα λάβουν το μέρισμα για να αντισταθμίσουν την απομειούμενη αξία. Σε αυτήν την περίπτωση, εάν η εταιρεία δηλώσει μέρισμα € 2 ανά μετοχή, θα διανείμει τα μετρητά αφήνοντας συνολική αξία μετοχής ίση με 8 € ανά μετοχή  $[(€ 1.000 - € 200) / 100]$ .

Οι επενδυτές που κατέχουν ή αγοράζουν μετοχές πριν από την ημερομηνία απόδοσης του μερίσματος (ex dividend date) θα αποκτήσουν συνεπώς το μελλοντικό μέρισμα των 2 € συν την αξία της μετοχής των € 8. Οι μετοχές τους θα αξίζουν 10 € όπως πριν. Κατά την ημερομηνία ex dividend, οι επενδυτές δεν θα λαμβάνουν πλέον το μέρισμα και η τιμή θα μειωθεί αντίστοιχα κατά 2 € στα 8 €. Η τιμή των 8 € ισούται με τη νέα συνολική αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων διαιρούμενη με τον αριθμό των μετοχών  $(800/100 €)$ .

Το νέο μετοχικό κεφάλαιο που εκδίδεται πρέπει να ανακτήσει τα μετρητά των € 200 που καταβλήθηκαν ως μέρισμα. Καθώς οι μετοχές πωλούνται για € 8, ο αριθμός των νέων μετοχών που εκδόθηκαν είναι 25  $(€ 200 / € 8)$ . Αφού η εταιρεία εκδώσει τις νέες μετοχές, ο ισολογισμός μοιάζει με τον προηγούμενο, μόνο τώρα υπάρχουν 125 μετοχές και κάθε μετοχή αξίζει 8 €  $(1.000 / 125 €)$ . Αυτή η απλή απεικόνιση χρησιμεύει για να δείξει ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για την πολιτική μερισμάτων σύμφωνα με τις παραδοχές των M&M, όπως αυτές είναι χωρίς φόρους, χωρίς κόστος συναλλαγής και χωρίς ασυμμετρία στις πληροφορίες.

Εδώ τονίζεται ότι υπάρχουν συγκεκριμένες ημερομηνίες προ και μετά απόδοσης μερίσματος. Αυτές είναι: η ημερομηνία πληρωμής του μερίσματος από την επιχείρηση που ονομάζεται ημερομηνία καταχώρησης(record date). Η ημερομηνία, δύο ημέρες πριν την record date ονομάζεται προ μερίσματος (ex dividend date). Ιδιαίτερα σημαντική, καθώς όποιος αγοράσει την μετοχή από την ημερομηνία αυτή και έπειτα δεν λαμβάνει μέρισμα. Επίσης η περίοδος πριν την ex-dividend date καλείται cum-dividend, όπου ο μέτοχος έχει δικαίωμα στο μέρισμα.

#### Συμπερασματικά

Συνοψίζοντας η υπόθεση M&M στηρίχθηκε στο επιχειρήμα μιας ιδεαλιστικής παραδοχής της τέλει κεφαλαιαγοράς και τους ορθολογικούς επενδυτές. Οι παραδοχές μιας τέλει κεφαλαιαγοράς απαραίτητης για την υπόθεση της μη σχετικότητας μερισμάτων μπορούν να συνοψιστούν ως εξής: (1) δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των φόρων επί των μερισμάτων και των κερδών κεφαλαίου. (2) δεν υπάρχει κανένα επιπλέον κόστος συναλλαγής και επίπλευσης

κατά την διαπραγμάτευση τίτλων ιδιοκτησίας · (3) όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν ελεύθερη και ίση πρόσβαση σε ίδιες πληροφορίες (συμμετρικές και δαπανηρές πληροφορίες) · (4) δεν υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διαχειριστών (managers) και των κατόχων χρεογράφων (security holders)· (5) όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά είναι υπεύθυνοι για τις τιμές. Δεδομένου ότι σε μια τέλεια αγορά, τα μερίσματα δεν επηρεάζουν ούτε την τιμή του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης ούτε το κόστος του κεφαλαίου της, ο πλούτος των μετόχων δεν επηρεάζεται από την απόφαση περί μερίσματος και επομένως δεν θα υπήρχε συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών κεφαλαίου (capital gains). Ο λόγος για την μη συσχέτιση αυτή είναι ότι το κέρδος των μετόχων επηρεάζεται από το εισόδημα που δημιουργείται από τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνει η εταιρεία και όχι από το πώς διανέμει το εισόδημά της. Επομένως, στον κόσμο των M & M, τα μερίσματα δεν έχουν σημασία. Οι επενδυτές υπολογίζουν την αξία των εταιρειών με βάση την κεφαλαιοποιημένη αξία των μελλοντικών κερδών τους, και αυτό δεν επηρεάζεται από το αν οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα ή όχι και πώς οι εταιρείες καθορίζουν τις πολιτικές τους για τα μερίσματα.

## **2.2 Υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων (Residual Dividend Policy)**

Αυτό το κεφάλαιο εξετάζει τα κίνητρα και τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων. Η θεωρία που υπόκειται στην υπολειμματική πολιτική μερισμάτων έχει ως δόγμα ότι οι πολιτικές επενδύσεων, χρηματοδότησης και μερισμάτων μιας εταιρείας πρέπει να αλληλοσυνδέονται, ακόμη και βραχυπρόθεσμα. Σε κάθε τέτοια πολιτική, οι ταμειακές ροές που απομένουν κάνοντας η εταιρεία νέες επενδύσεις καθορίζουν και το μέγεθος του μερίσματος.

Θεωρητικά, οι διαχειριστές (managers) που έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας θα επενδύσουν μόνο στο βαθμό που η καθαρή παρούσα αξία (NPV) των επενδύσεων είναι διαθέσιμη και επιτρέπει κάτι τέτοιο. Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV) είναι το άθροισμα των παρούσων αξιών των εισερχόμενων και εξερχόμενων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Μετράει το πλεόνασμα ή την έλλειψη ταμειακών ροών, σε όρους παρούσας αξίας, σε σχέση με το κόστος κεφαλαίων (cost of funds) που χρησιμοποιήθηκαν για μια επένδυση.

Όταν οι διαχειριστές εξαντλήσουν όλες αυτές τις ευκαιρίες που τους παρουσιαστούν, η εταιρεία πληρώνει τις υπόλοιπες ταμειακές ροές ως μερίσμα. Μερικές φορές μια επιχείρηση



μπορεί να αντιμετωπίσει περιορισμούς κεφαλαίου και να έχει μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες από ό, τι σε ταμειακές ροές. Σε αυτήν την περίπτωση, το μέρισμα θα είναι μηδέν. Μια υπολειμματική πολιτική μερισμάτων μπορεί να θεωρηθεί ως πολιτική κατά την οποία η προεπιλογή είναι να μην πληρώσει μέρισμα, ωστόσο η εταιρεία πληρώνει ένα ειδικό μέρισμα όποτε πληρούνται συγκεκριμένοι όροι. Αυτές οι προϋποθέσεις περιλαμβάνουν μικρότερες επενδυτικές ευκαιρίες από τις ταμειακές ροές και κανένα σχέδιο απομείωσης χρεών ή πώλησης μετοχών. Οι εταιρείες ενδέχεται να πληρούν τακτικά αυτούς τους όρους, δημιουργώντας ακόμη και την εντύπωση μιας ομαλής πολιτικής μερισμάτων.

Οι Preinreich (1932) και Sage (1937) παρέχουν πιθανώς την πρώτη περιγραφή στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία της υπολειμματικής πολιτικής μερισμάτων. Και οι δύο αναπτύσσουν στοιχεία της ιδέας, αλλά καμία δεν την χαρακτηρίζει ως υπολειμματική πολιτική. Ο Preinreich (σελ. 284) σημειώνει: «Σε γενικές γραμμές μπορεί να ειπωθεί ότι από την άποψη των μετόχων η ιδανική εταιρική πολιτική μερισμάτων θα ήταν μια πολιτική που θα διανέμει ολόκληρη την αύξηση του πλούτου της εταιρείας σε τακτά χρονικά διαστήματα μέσω καταβολής μερισμάτων σε μετρητά του τμήματος αυτού των εταιρικών κερδών που δεν μπορεί να επανεπενδυθεί.

Στο κλασικό τους άρθρο που καταδεικνύει την μη σχετικότητα της πολιτικής μερισμάτων, οι Miller και Modigliani (1961) έθεσαν ένα πλαίσιο που υποδεικνύει ότι οι εταιρείες πληρώνουν ως μερίσματα όλες τις ταμειακές ροές τους μετά από επικερδείς επενδύσεις, δηλαδή, μια υπολειμματική πολιτική μερισμάτων. Οι DeAngelo και DeAngelo (2006) σημειώνουν ότι αυτή η υπόθεση είναι το κλειδί για το αποτέλεσμα μη σχετικότητας μερισμάτων των M&M.

Το υπόλοιπο αυτού του κεφαλαίου περιέχει μια αποτύπωση της εννοιολογικής βάσης για μια πολιτική υπολειμματικών μερισμάτων, και εμπειρικά στοιχεία που περιβάλλουν την ιδέα.

### Εμπειρικά στοιχεία

Το ελάχιστο μέγεθος μερίσματος μετρητών είναι μηδέν, ενώ οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας υπαγορεύουν το μέγιστο μέγεθος μερίσματος μακροπρόθεσμα. Σύμφωνα με τους Smith και Warner (1979), οι εταιρείες με μόχλευση αντιμετωπίζουν συχνά περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων λόγω χρεών ακόμη και βραχυπρόθεσμα. Οι Bradley και Roberts (2004) αναφέρουν ότι το 85% των εκδόσεων ιδιωτικού χρέους που εξετάζουν έχουν συμβόλαια περιορισμού μερισμάτων. Οι περιορισμοί συνήθως είναι της μορφής περιορισμού πληρωμών μερισμάτων σε μετρητά σε όχι μεγαλύτερο βαθμό από τα σωρευτικά καθαρά κέρδη της εταιρείας συν τα έσοδα από εκδοθείσες μετοχές, μείον τα σωρευτικά μερίσματα (Cumulative dividend) που καταβάλλονται. Σωρευτικό μέρισμα είναι το μέρισμα που μοιράζει μία εταιρεία στους προνομιούχους μετόχους, σε επόμενες οικονομικές περιόδους, αν την τρέχουσα δεν είναι δυνατόν να τους πληρώσει. Αν μία εταιρεία δεν καταφέρει να πληρώσει μέρισμα στους

προνομιούχους μετόχους, τα μερίσματα αυτά συσσωρεύονται και στο μέλλον οφείλει να αποπληρώσει πρώτα αυτούς πριν αποδώσει μερίσμα σε οποιονδήποτε κοινό μέτοχο. Σε αντίθεση με τις κοινές μετοχές όπου η εταιρία έχει το δικαίωμα να μην αποδώσει μερίσμα, τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών αποτελούν υποχρέωση της, ανεξαρτήτως αν η εταιρία έχει κέρδη ή όχι.

Επιστρέφοντας στην θεωρία, ένα ερώτημα για τις εταιρείες που πληρώνουν μερίσμα είναι το ποιο ποσό μερίσματος είναι το κατάλληλο για να αποδώσουν στον μέτοχο. Οι Smith και Warner προβλέπουν ότι ο περιορισμός της πολιτικής μερισμάτων δημιουργεί λιγότερα κίνητρα για τις επιχειρήσεις να επενδύσουν σε λιγότερο κερδοφόρα έργα και δημιουργούν μεγαλύτερα οφέλη για επιχειρήσεις με μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής του χρέους τους. Ο Myers (1977) περιγράφει τις αιτίες του προβλήματος της υπό-επένδυσης.

Με βάση τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), που είναι μια αρχή που χρησιμοποιείται για την εξήγηση και επίλυση ζητημάτων στη σχέση μεταξύ των επιχειρηματικών αρχών και των αντιπροσώπων τους. Ουσιαστικά είναι η σχέση μεταξύ των μετόχων, ως διευθυντών και των στελεχών της εταιρείας, ως αντιπροσώπων. Οι Jensen και Meckling (1976), ιδιαίτερα ο Jensen (1986) προσφέρει μια ισχυρή δικαιολογία, γιατί η εταιρεία να ακολουθήσει μια πολιτική υπολειμματικών μερισμάτων. Σημειώνει ότι όταν οι διαχειριστές (managers) αποτυγχάνουν να αποδώσουν τα μετρητά που έχουν απομείνει στο ταμείο της εταιρείας ενώ έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι επικερδείς επενδύσεις, αυτοί γίνονται επιρρεπείς στο να χρησιμοποιούν αυτούς τους πόρους με τρόπους που είναι καταστροφικοί για τον πλούτο των μετόχων. Αυτές οι μη βέλτιστες χρήσεις περιλαμβάνουν τις επενδύσεις σε αρνητική παρούσα αξία έργων (NPV) και την κατανάλωση υπερβολικών απαιτήσεων γενικότερα. Ακολουθώντας την υπερβολική αυτή θεώρηση του Jensen, οι εταιρείες πρέπει να πληρώσουν όλες τις υπόλοιπες ταμειακές ροές, αφαιρώντας έτσι μια σημαντική πηγή πειρασμού από τους διαχειριστές (managers) του να επενδύσουν υπερβολικά και να καταναλώσουν τα διαθέσιμα μετρητά της εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο θα αποφευχθεί η επικείμενη καταστροφή της αξίας της εταιρείας.

Ο Easterbrook (1984) προτείνει ότι η καταβολή μερισμάτων δημιουργεί συχνά προϋποθέσεις που απαιτούν εξωτερική χρηματοδότηση. Η εξωτερική χρηματοδότηση απαιτεί επιδέξια παρακολούθηση από τους συμμετέχοντες στην αγορά, όπως οι ασφαλιστές, οι οργανισμοί αξιολόγησης και οι ίδιοι οι κάτοχοι χρεογράφων (security holders). Κάτοχος χρεογράφου είναι το άτομο που κατέχει οποιοδήποτε χρεόγραφο ενός ατόμου, συμπεριλαμβανομένων, των κοινών μετοχών, προτιμητέων μετοχών, υποχρεώσεων χρέους ή οποιασδήποτε άλλης μορφής χρεογράφου μετατρέψιμης ή απόδειξης του δικαιώματος απόκτησης μετοχών ή υποχρεώσεων χρέους.

Η ανάλυση του Easterbrook θεωρεί ότι τα μερίσματα οδηγούν εν μέρει στη στρατηγική απόκτησης κεφαλαίου (Capital Acquisition) της επιχείρησης και όχι στις ανάγκες χρηματοδότησης που οδηγούν στην απόφαση περί μερισμάτων. Απόκτηση κεφαλαίου σημαίνει κάθε συναλλαγή στην οποία αποκτά οποιοδήποτε μέλος του ομίλου (μέσω απόκτησης περιουσιακών στοιχείων, απόκτησης μετοχών, συγχώνευσης ή άλλης μορφής επένδυσης) τον έλεγχο του συνόλου ή μέρους των περιουσιακών στοιχείων, των ακινήτων ή των δραστηριοτήτων άλλου ατόμου με σκοπό την αύξηση μακροπρόθεσμα, της λειτουργικής ικανότητας ή της βάση των περιουσιακών στοιχείων του Ομίλου Εταιρικής Σχέσης από τη λειτουργική ικανότητα ή την βάση περιουσιακών στοιχείων του Ομίλου Εταιρικής Σχέσης που υπήρχε αμέσως πριν από αυτήν τη συναλλαγή. Ο ορισμός «μακροπρόθεσμο» αναφέρεται γενικά σε μια περίοδο μεγαλύτερη από δώδεκα μήνες.

Τηρώντας το πλαίσιο του Easterbrook, μια εταιρεία μεγιστοποιημένης αξίας θα ακολουθούσε μια τροποποιημένη πολιτική υπολειμματικών μερισμάτων στην οποία η εταιρεία καταβάλλει με συνέπεια ταμειακές ροές πέραν αυτών που απομένουν μετά την επένδυση, απαιτώντας εξωτερική χρηματοδότηση. Ο Easterbrook επισημαίνει ότι οι επαναγορές μετοχών θα μπορούσαν να εξυπηρετήσουν τον ίδιο σκοπό με τα μερίσματα για τη μείωση του κόστους της εταιρείας

Ομοίως, ο Jensen (1986) σημειώνει ότι οι εκδόσεις χρέους (debt issues), δηλαδή η οικονομική υποχρέωση που επιτρέπει στον δανειζόμενο να συγκεντρώσει κεφάλαια υποσχόμενος να αποπληρώσει το δανειστή του σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο στο μέλλον και σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης, μπορεί να εξυπηρετούν τον ίδιο σκοπό με τα μερίσματα, παίρνοντας τις πλεονάζουσες ταμειακές ροές από τα χέρια των διαχειριστών (managers) μειώνοντας έτσι το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problems) που θα μελετηθεί εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο. Με τον τρόπο αυτό δεσμεύονται έτσι να πληρώσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές στους κατόχους χρεογράφων, αν και συγκεκριμένα περισσότερο στους κατόχους ομολόγων και όχι στους κατόχους μετοχών, έτσι οι διαχειριστές αποφεύγουν τη σπατάλη των ταμειακών ροών της επιχείρησης σε επιλογές όπως πχ οι λανθασμένες εξαγορές. Για να υποστηρίξει το επιχειρήματά του, ο Jensen αναφέρει εμπειρικές μελέτες που δείχνουν θετικό μέσο όρο αντιδράσεων στις τιμές των μετοχών από τις αυξανόμενες εταιρικές ενέργειες μόχλευσης. Ένα αντεπιχείρημα είναι αυτό του δημόσιου χρέους δηλαδή ότι η εταιρεία είναι πιθανό να αποκαλύψει σε τρίτα μέρη ορισμένες από τις ιδιωτικές πληροφορίες της που έχουν να κάνουν με τη διαδικασία έκδοσης χρέους. Έτσι, διατηρώντας περισσότερα εσωτερικά παραγόμενα κεφάλαια από αυτά που είναι απαραίτητα για τις τρέχουσες επενδύσεις, η εταιρεία βοηθά να διασφαλίσει ότι τα μυστικά της θα παραμείνουν ασφαλή.

Στις περιπτώσεις που αφορούν την επιλογή του να κρατήσουν τα μετρητά οι εταιρείες ή όχι και σχετίζονται με το ερώτημα κατά πόσον είναι απαραίτητη ή επιθυμητή μια υπολειμματική

πολιτική μερισμάτων, οι Blanchard, Lopezde-Silanes και Shleifer (1994) βρίσκουν αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν την υπεροχή του συναισθήματος των διαχειριστών (managers) στο να χρησιμοποιήσουν τα μετρητά αυτά. Οι Blanchard et al. (σελ. 337) παρατήρησαν τις επιχειρήσεις που λαμβάνουν απροσδόκητα μετρητά ότι, «τα στοιχεία υποστηρίζουν το μοντέλο αντιπροσώπευσης (agency model) που αφορά την συμπεριφορά των διαχειριστών (managers), στο οποίο οι διευθυντές προσπαθούν να διασφαλίσουν τη μακροπρόθεσμη επιβίωση και ανεξαρτησία των εταιρειών με τον εαυτό τους στο τιμόνι».

Η πρόσφατη έρευνα των Foley, Hartzell, Titman και Twite (2007) συνδέει τα υψηλά χρηματικά υπόλοιπα με την ενίοτε σοβαρή φορολογική μεταχείριση των πολυεθνικών που επαναπατρίζουν τα κεφάλαια αυτά στις χώρες καταγωγής τους. Εκτός από τέτοιες ειδικές περιπτώσεις, οι οικονομολόγοι βλέπουν συχνά τα υψηλά διαθέσιμα μετρητά με προκατάληψη λόγω της καχυποψίας τους ότι οι διαχειριστές είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια με μη βέλτιστο τρόπο. Οι Mikkelsen και Partch (2003) μελετούν 89 εταιρείες που μεταξύ 1986 και 1991, ακολούθησαν μια ακραία πολιτική κατοχής άνω του 25% των περιουσιακών τους στοιχείων σε μετρητά. Σε αντίθεση με τις προβλέψεις της θεωρίας αντιπροσώπευσης (agency theory), διαπιστώνουν ότι οι εταιρείες που ακολουθούν αυτήν την πολιτική υψηλής ρευστότητας, επενδύουν περισσότερο σε νέα περιουσιακά στοιχεία και αναπτύσσονται γρηγορότερα. Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά διαχείρισης και διακυβέρνησής τους δεν υποδηλώνουν κατώτερα κίνητρα αντιπροσώπευσης (agency) σε σχέση με τις αντίστοιχες εταιρείες.

Οι Harford, Mansi και Maxwell (2008) αναφέρουν επίσης αντίθετα ευρήματα, στην μελέτη τους μεταξύ 1993 και 2004, οι εταιρείες που σημείωσαν χαμηλές μετρήσεις εταιρικής διακυβέρνησης είχαν πραγματικά χαμηλά ταμειακά υπόλοιπα. Οι διευθυντές έσπευσαν να ξεφορτωθούν τα πλεονάζοντα μετρητά για να χρηματοδοτήσουν ενέργειες όπως επαναγορά μετοχών και εξαγορές. Οι διαχειριστές αυτοί που διακρίνονταν για την αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση τους ήταν απρόθυμοι να χρησιμοποιήσουν τα μετρητά σε μερίσματα. Οι Harford et al. υποστηρίζουν από την άλλη ότι οι διαχειριστές αδύναμης διακυβέρνησης με υψηλά χρηματικά υπόλοιπα φοβούνται την προσοχή που εφιστούν τα υψηλά αυτά επίπεδα μετρητών σε σχέση με τον κακό τρόπο διακυβέρνησης τους. Οι διευθυντές αναγνωρίζουν ότι σε ορισμένες περιπτώσεις άλλοι θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν αυτά τα πλεονάζον μετρητά για να αυτοχρηματοδοτήσουν ενέργειες εταιρικού ελέγχου εναντίον τους.

Σύμφωνα με μια πολιτική υπολειμματικών μερισμάτων, οι διαχειριστές μπορούν να σχεδιάσουν το επίπεδο πληρωμής μόνο στο βαθμό που προβλέπουν με ακρίβεια τις ταμειακές ροές και τις επενδυτικές ευκαιρίες. Η πρόβλεψη ενός από αυτά είναι δύσκολη και η πρόβλεψη και των δύο μπορεί να είναι σχεδόν αδύνατη. Ερευνητές όπως ο Penman (1980) αναφέρουν σχετικά μεγάλα σφάλματα στις προβλέψεις διαχείρισης των καθαρών κερδών των εταιρειών.

Επομένως, το επίπεδο μερισμάτων στο πλαίσιο μιας υπολειμματικής πολιτικής είναι απρογραμματίστο και εμπίπτει σε μια ασυνεχή πολιτική σε σχέση με μια πλήρως διαχειριζόμενη πολιτική μερισμάτων.

## Συμπερασματικά

Όπως παρουσιάστηκε στην συγκεκριμένη ενότητα, τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν έντονα ότι παρόλο που οι επιχειρήσεις διατηρούν κατά νου την επενδυτική τους πολιτική κατά τον καθορισμό της πολιτικής μερισμάτων, σχεδόν ποτέ δεν ακολουθούν μια καθαρά υπολειμματική πολιτική μερισμάτων.

### **2.3 Φόροι και επίδραση πελατών (Taxes and Clientele Effects)**

Στην μελέτη τους οι Miller και Modigliani (1961) δείχνουν ότι σε έναν ιδανικό κόσμο, η πολιτική μερισμάτων είναι άσχετη. Κατά συνέπεια, σε έναν κόσμο χωρίς εταιρικούς και προσωπικούς φόρους, οι μέτοχοι θα πρέπει να είναι αδιάφοροι μεταξύ της λήψης μερισμάτων και της απόκτησης κεφαλαιακών κερδών (capital gains). Ωστόσο, όταν ο φορολογικός συντελεστής στα κέρδη κεφαλαίου είναι μικρότερος από τον προσωπικό φόρο επί των συνήθων εσόδων, οι μέτοχοι ως ορθολογικοί επενδυτές θα πρέπει να προτιμούν να λαμβάνουν εισόδημα με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών (capital gains) παρά μερισμάτων. Από την άλλη πλευρά, εάν ο φορολογικός συντελεστής στα κέρδη κεφαλαίου είναι μεγαλύτερος από τον προσωπικό φόρο, οι μέτοχοι θα πρέπει να προτιμούν να λαμβάνουν εισόδημα με τη μορφή μερισμάτων και όχι κεφαλαιακών κερδών.

Επειδή οι μεμονωμένοι επενδυτές έχουν συνήθως υψηλότερο συντελεστή προσωπικού φόρου επί των συνήθων εσόδων από ό, τι στα κέρδη κεφαλαίου, οι εταιρείες θεωρητικά δεν πρέπει να πληρώνουν μερίσματα εάν θέλουν να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων. Αντ' αυτού, οι εταιρείες θα πρέπει να χρησιμοποιούν τις επαναγορές μετοχών για τη διανομή των εταιρικών κερδών, κάτι που θα επέτρεπε στους μετόχους τους να αποφύγουν την καταβολή υψηλότερων συντελεστών φόρου εισοδήματος για μερίσματα. Έτσι, ένα λογικό ερώτημα είναι, γιατί οι εταιρείες συνεχίζουν να πληρώνουν μερίσματα σε μετρητά, εάν οι μέτοχοι τους έχουν υψηλότερη φορολόγηση από ότι μέσω της μεθόδου επαναγοράς μετοχών; Αυτή η ερώτηση συνεχίζει να προβληματίζει τους οικονομολόγους και καθιστά την πληρωμή μερισμάτων ένα από τα μεγαλύτερα αινίγματα της σύγχρονης χρηματοδότησης.

Τις τελευταίες δεκαετίες, ένας μεγάλος όγκος βιβλιογραφίας έχει αναδυθεί αναζητώντας τα κομμάτια που έλειπαν από αυτό που ο Black (1976) ονόμασε παζλ μερισμάτων. Οι οικονομολόγοι έχουν αναπτύξει διάφορες θεωρίες για να εξηγήσουν αυτό το παζλ,

συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών προτιμήσεων και των μερισμάτων πελατών (dividend clientele). Σύμφωνα με την εξήγηση φορολογικών προτιμήσεων, οι επενδυτές θα πρέπει να προτιμούν, οι εταιρείες να διατηρούν τα μετρητά αντί να τα πληρώνουν ως μερίσματα, επειδή ο φορολογικός συντελεστής επί των μερισμάτων είναι συνήθως υψηλότερος από ό, τι στα μακροπρόθεσμα κέρδη κεφαλαίου. Οι εταιρείες πρέπει να διατηρούν τις πληρωμές μερισμάτων χαμηλές εάν θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής. Ωστόσο, πρώιμες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση των φόρων στην πολιτική μερισμάτων παρέχουν μικτές αποδείξεις. Σύμφωνα με το φαινόμενο της πελατείας (clientele effect), ο Pettit (1977) διαπιστώνει ότι οι νεότεροι μεμονωμένοι επενδυτές, οι επενδυτές σε χαμηλά επίπεδα φορολογίας, και οι επενδυτές με ουσιαστικές διαφορές μεταξύ του συνήθους φόρου εισοδήματος και των φορολογικών κερδών κεφαλαίου προτιμούν να διατηρούν μετοχές με υψηλή απόδοση μερισμάτων. Αντίθετα, οι Lewellen, Stanley, Lease και Schlarbaum (1978) χρησιμοποιούν την ίδια βάση δεδομένων με τον Pettit, αλλά αναφέρουν μια αδύναμη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης μερισμάτων που διατηρούν οι επενδυτές και των οριακών φορολογικών συντελεστών τους.

Άλλες μελέτες διερευνούν την σχέση του μερίσματος και της φορολογίας εξετάζοντας σημαντικές αλλαγές στα φορολογικά καθεστάτα, όπως ο νόμος περί φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 και του 2003 στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τέτοιες αλλαγές παρέχουν φυσικά πειράματα για την ανάλυση της σχέσης μεταξύ φόρων και μερισμάτων. Παρά την εκτεταμένη έρευνα, οι ερευνητές εξακολουθούν να αμφισβητούν τις επιπτώσεις της φορολογίας μερισμάτων στις πολιτικές μερισμάτων σε μεγάλο βαθμό λόγω της έλλειψης επιτακτικών φορολογικών μεταβολών και πλήρως πειστικών ερευνητικών σχεδίων.

Ο σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να συζητήσει τη σχέση μεταξύ της φορολογίας και της πολιτικής μερισμάτων, συμπεριλαμβανομένης μιας επισκόπησης της εξελισσόμενης βιβλιογραφίας τις τελευταίες πέντε δεκαετίες.

## ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΕ ΚΟΣΜΟ ΧΩΡΙΣ ΦΟΡΟΥΣ

Στην μελέτη με μεγάλη επιρροή των M&M (1961) που αναλύθηκε και προγενέστερα, δείχνει ότι σε έναν ιδανικό κόσμο που χαρακτηρίζεται από τέλειες κεφαλαιαγορές, ορθολογική συμπεριφορά και απόλυτη βεβαιότητα, οι εταιρείες θα πρέπει να είναι αδιάφορες μεταξύ της διανομής κερδών στους μετόχους μέσω μερισμάτων ή μέσω επαναγοράς μετοχών. Οι M&M ορίζουν αυτή την έννοια ως μη σχετικότητα μερίσματος. Μια συνέπεια των ευρημάτων των M&M είναι ότι η πολιτική μερισμάτων δεν επηρεάζει ούτε την εταιρική αξία ούτε τον πλούτο των μετόχων.

Αν και η ακόλουθη απόδειξη της θεωρίας μη σχετικότητας των μερισμάτων είναι απλή, η κατανόηση των υποθέσεων που απαιτούνται για να διατηρηθεί αυτή η θεωρία είναι σημαντική. Πρώτον, με την παραδοχή των τέλειων κεφαλαιαγορών, κανένας έμπορος (αγοραστής ή πωλητής) τίτλων δεν είναι αρκετά μεγάλος για να επηρεάσει ουσιαστικά την τιμή της αγοράς, οι πληροφορίες είναι δωρεάν και εξίσου προσβάσιμες σε όλους τους εμπόρους, δεν υπάρχουν έξοδα συναλλαγής ή μεσιτικές χρεώσεις και τέλος δεν υπάρχουν φορολογικές διαφορές μεταξύ των διανεμόμενων ή μη κερδών ή μεταξύ μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου. Δεύτερον, εάν ισχύει η ορθολογική συμπεριφορά, οι επενδυτές προτιμούν περισσότερο παρά λιγότερο πλούτο και είναι αδιάφοροι για το εάν οι αυξήσεις του πλούτου τους έχουν τη μορφή πληρωμών σε μετρητά ή κερδών κεφαλαίου. Τρίτον, με απόλυτη βεβαιότητα, κάθε επενδυτής έχει πλήρη ασφάλεια όσον αφορά τόσο το μελλοντικό επενδυτικό πρόγραμμα όσο και τα κέρδη κάθε εταιρείας.

Συμπερασματικά, σε έναν ιδανικό κόσμο, η αξία μιας επιχείρησης πρέπει να εξαρτάται από την κερδοφορία και την επενδυτική της πολιτική και όχι από τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία διανέμει τα καθαρά κέρδη στους μετόχους. Επιπλέον, η πολιτική μερισμάτων είναι άσχετη όχι μόνο με την εταιρική αξία αλλά και με τον πλούτο των μετόχων, διότι σε έναν κόσμο χωρίς φόρους, οι μέτοχοι θα πρέπει να είναι αδιάφοροι ανάμεσα στην λήψη μετρητών ως μερίσματα ή κερδών κεφαλαίου, επιτρέποντας στην εταιρεία να διατηρήσει τα κέρδη της και να τα χρησιμοποιήσει για την επαναγορά μετοχών.

#### ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΕ ΚΟΣΜΟ ΜΕ ΦΟΡΟΥΣ

Όπως φαίνεται στον ιδανικό κόσμο των M&M, η πολιτική μερισμάτων δεν σχετίζεται τόσο με την εταιρική αξία όσο και με τον πλούτο των μετόχων. Ας δούμε αν εξακολουθεί να ισχύει η θεωρία σχετικά με την μη σχετικότητα των μερισμάτων όταν εισάγονται εταιρικοί και προσωπικοί φόροι. Ένα σημαντικό ζήτημα είναι να καθοριστεί εάν οι μέτοχοι είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και επαναγοράς μετοχών. Οι Farrar και Selwyn (1967) απαντούν σε αυτήν την ερώτηση χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο μερικής ισορροπίας στο οποίο υποθέτουν ότι οι μέτοχοι μεγιστοποιούν τα έσοδα μετά από φόρους, όπως ορίζεται στην πιο κάτω εξίσωση με την μεταβλητή  $Z_t$ .

Ας υποθέσουμε ότι  $t_c$  είναι ο συντελεστής φόρου εταιρειών,  $t_p$  είναι ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής επί του εισοδήματος του μετόχου και το  $t_g$  είναι ο φορολογικός συντελεστής επί των κερδών κεφαλαίου. Το  $D_c$  είναι το εταιρικό χρέος. Το  $D_p$  είναι το προσωπικό χρέος και το  $k$  είναι το επιτόκιο χρέους που θεωρείται ότι είναι το ίδιο για τα εταιρικά και προσωπικά χρέη. Για να προσδιορίσετε με ποια εναλλακτική λύση ο  $i$  μέτοχος είναι καλύτερος, απαιτείται υπολογισμός του εισοδήματος μετά φόρων του μετόχου κάτω από κάθε εναλλακτική λύση και στη συνέχεια επιλογή της εναλλακτικής που παρέχει τα

περισσότερα έσοδα μετά την φορολογία. Εάν η εταιρεία αποφασίσει να εκπληρώσει όλα τα κέρδη της ως μερίσματα, ο μέτοχος θα έχει τα ακόλουθα έσοδα μετά τη φορολογία:

$$Z_i^d = [(X_t - kD_c)(1 - t_c) - kD_p i](1 - t_{pi}). \quad (2)$$

Εάν η εταιρεία αποφασίσει να διατηρήσει και να χρησιμοποιήσει όλα τα κέρδη της για επαναγορά μετοχών της, οι μέτοχοι θα λάβουν τα ακόλουθα έσοδα μετά τη φορολογία, τα οποία φορολογούνται ως κέρδη κεφαλαίου (capital gains)

$$Z_i^g = (X_t - kD_c)(1 - t_c)(1 - t_{gi}) - kD_p i(1 - t_{pi}) \quad (3)$$

Για ευκολία σύγκρισης με την εξίσωση (2), η εξίσωση (3) μπορεί να γραφτεί ως εξής:

$$Z_i^g = [(X_t - kD_c)(1 - t_c) - kD_p i](1 - t_{gi}) + kD_p i(t_{pi} - t_{gi}) \quad (4)$$

Έτσι, όταν η κυβέρνηση φορολογεί το κανονικό εισόδημα με χαμηλότερο συντελεστή από τα κέρδη κεφαλαίου ( $t_{pi} < t_{gi}$ ), ο  $i$  μέτοχος ως ορθολογικός επενδυτής θα πρέπει να προτιμά να λαμβάνει εισόδημα με τη μορφή μερισμάτων και όχι κερδών κεφαλαίου, επειδή  $Z_i^p > Z_i^g$ . Εάν  $t_{pi} = t_{gi}$ , όπως συμβαίνει σήμερα στις Ηνωμένες Πολιτείες, τότε το  $Z_i^p = Z_i^g$  και ο  $i$  μέτοχος θα πρέπει να είναι αδιάφορος για τον αν θα λάβει μερίσματα ή κέρδη κεφαλαίου. Ωστόσο, όταν η κυβέρνηση φορολογεί τα κοινά έσοδα περισσότερο από τα κέρδη κεφαλαίου ( $t_{pi} > t_{gi}$ ), οι μέτοχοι θα πρέπει να προτιμούν να λαμβάνουν εισόδημα με τη μορφή κερδών κεφαλαίου παρά μερισμάτων, επειδή  $Z_i^p < Z_i^g$ . Επομένως, για τη διανομή εταιρικών κερδών, οι εταιρείες δεν πρέπει να πληρώνουν μερίσματα, αλλά θα πρέπει να χρησιμοποιούν επαναγορές μετοχών. Κατά ειρωνικό τρόπο, αρκετές μελέτες τεκμηριώνουν μεγάλες πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά όταν ο φορολογικός συντελεστής στα κέρδη κεφαλαίου είναι μεγαλύτερος από τον προσωπικό φόρο επί των μερισμάτων (Feenberg, 1981) (Peterson, Peterson, and Ang, 1985) (Saadi and Chkir, 2008).

Οι Miller και Scholes (1978) προσπαθούν να εξηγήσουν αυτό το παζλ ισχυριζόμενοι ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές πρέπει να είναι αδιάφοροι μεταξύ των δύο τρόπων πληρωμής, αποφεύγοντας τον φόρο μερισμάτων. Υποστηρίζουν ότι οι μέτοχοι μπορούν να αποφύγουν τον φόρο επί των μερισμάτων, δανείζοντας χρήματα και επενδύοντας κεφάλαια σε φορολογικά αναβαλλόμενες ασφαλιστικές προσόδους (tax-deferred insurance annuities). Υπάρχουν τρεις



τύποι αναβαλλόμενων προσόδων που αυξάνονται βάσει φορολογικής αναβολής. Οι κάτοχοι αυτών των ασφαλιστικών συμβολαίων πληρώνουν φόρους μόνο όταν πραγματοποιούν αναλήψεις, λαμβάνουν ένα εφάπαξ ποσό ή αρχίζουν να λαμβάνουν έσοδα από τον λογαριασμό. Σε αυτό το σημείο, τα χρήματα που λαμβάνουν φορολογούνται με τον συνήθη συντελεστή φόρου εισοδήματος.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ο μέτοχος έχει 6.000 \$ σε εισόδημα από μερίσματα. Για να αναβάλει τους φόρους αυτού του μερίσματος, ο μέτοχος θα δανειστεί 100.000 \$ που αντιστοιχεί στο 6% και θα επενδύσει τα έσοδα σε φορολογικά αναβαλλόμενες ασφαλιστικές προσόδους (tax-deferred insurance annuities) πληρώνοντας επιτόκιο 6%. Οι τόκοι των 6.000 δολαρίων για το δάνειο αντισταθμίζουν τα 6.000 \$ του φορολογητέου εισοδήματος από μερίσματα, το οποίο επιτρέπει στον μέτοχο να αναβάλει τον φόρο επί των εσόδων από μερίσματα μέχρι την απόσυρση των χρημάτων από την ασφαλιστική πρόσοδο. Στην πράξη, οι μέτοχοι σπάνια ακολουθούν το σύστημα φοροαποφυγής μερισμάτων των Miller and Scholes. Στην πραγματικότητα, μελέτες των Feenberg (1981) και Peterson et al. (1985) δείχνουν ότι οι επενδυτές εξακολουθούν να καταβάλλουν μεγάλα ποσά φόρου επί των μερισμάτων.

Για παράδειγμα, μέχρι το 1982, ο φορολογικός συντελεστής των ΗΠΑ στα έσοδα από μερίσματα ήταν τόσο υψηλός όσο το 70 τοις εκατό επί αυτών, ο οποίος ήταν σημαντικά υψηλότερος από τον φορολογικό συντελεστή επί των κερδών κεφαλαίου. Ωστόσο, οι εταιρείες απέδιδαν συχνά μεγάλες πληρωμές μερισμάτων. Τι προκάλεσε τις εταιρείες να πληρώσουν μερίσματα, παρά τα φορολογικά μειονεκτήματα, αντί να χρησιμοποιούν επαναγορές μετοχών; Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι οι διαχειριστές δεν κατάλαβαν πλήρως τη σχέση μεταξύ της πολιτικής μερισμάτων και της επαναγοράς μετοχών. Στην πραγματικότητα, οι επαναγορές μετοχών δεν άρχισαν να κερδίζουν δημοτικότητα έως ότου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) υιοθέτησε τον Κανόνα 10b-18, ο οποίος παρέχει διευκρινίσεις σχετικά με την επαναγορά μετοχών. Σύμφωνα με τους Grullon και Michaely (2002), οι επαναγορές μετοχών στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν από περίπου 6,6 δισεκατομμύρια δολάρια το 1980 σε 202,8 δισεκατομμύρια δολάρια το 1999. Αντιθέτως, οι αμερικανικές εταιρείες πλήρωσαν 197,8 δισεκατομμύρια δολάρια ως μερίσματα το 1999, σηματοδοτώντας την πρώτη φορά που οι επαναγορές μετοχών υπερέβησαν τα μερίσματα μετρητών. Μελέτες των Denis και Osobon (2008) και von Eije και Megginson (2008) τεκμηριώνουν την αύξηση των επαναγοράς μετοχών τόσο στον Καναδά όσο και στην Ευρώπη. Η ταυτόχρονη μείωση της τάσης πληρωμής μερισμάτων, που τεκμηριώθηκε για πρώτη φορά από τους Fama και France (2001), οδήγησε ορισμένους διευθυντές να θεωρήσουν την επαναγορά μετοχών ως υποκατάστατο της πληρωμής μερισμάτων μετά την υιοθέτηση της (SEC) Κανόνας 10b-18.

Το φορολογικό μειονέκτημα του μερίσματος δεν ισχύει για όλους τους επενδυτές. Παρόλο που οι φορολογητέοι επενδυτές θα πρέπει να έχουν μεγαλύτερη προτίμηση για τα κέρδη

κεφαλαίου από τα μερίσματα, οι αφορολόγητοι επενδυτές όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία θα πρέπει να προτιμούν συγκριτικά εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα από εκείνες που δεν το κάνουν. Έτσι, οι εταιρείες με χαμηλή πληρωμή μερισμάτων θα πρέπει να προσελκύουν επενδυτές σε χαμηλό επίπεδο φόρου ή / και επενδυτές απαλλαγμένους από φόρους, ενώ εταιρείες με υψηλές πληρωμές μερισμάτων θα πρέπει να προσελκύουν επενδυτές σε υψηλά επίπεδα φόρου. Οι ερευνητές αναφέρονται σε αυτήν την κατάσταση ως μερίσματα πελατών (Dividend Clientele) ή επιδράσεις πελατών (Clientele effect).

## ΠΕΛΑΤΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (DIVIDEND CLIENTELE)

Οι Ogden, Jen και O'Connor (2003, σελ. 479) ορίζουν τις επιδράσεις πελατών (Clientele effect) ως «ένα σύνολο επενδυτών που προσελκύονται από τις μετοχές εταιρειών που διαθέτουν την προτιμότερη μερισματική πολιτική, με βάση τις φορολογικές τους συνθήκες ή τις συνθήκες ρευστότητας». Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι διευθυντές (managers) μπορούν να βελτιώσουν την τιμή της μετοχής μέσω του φαινομένου της επίδρασης πελατών (Clientele effect), υιοθετώντας μια πολιτική μερισμάτων που απευθύνεται σε επενδυτές των οποίων οι προτιμήσεις δεν ικανοποιούνται από άλλες εταιρείες που βρίσκονται σήμερα στο χρηματιστήριο. Πρόσφατες μελέτες από τους Chetty και Saez (2005) και Brav, Graham, Harvey και Michaely (2008) συνδέουν τα μερίσματα με την εταιρική διακυβέρνηση και υποδηλώνουν ότι οι προτιμήσεις περί του ελέγχου των μετόχων (shareholders) μπορεί να επηρεάσουν την ανταπόκριση μιας εταιρείας στις φορολογικές αλλαγές.

Οι M&M (1961, σελ. 431) αναφέρουν το φαινόμενο πελατείας ως εξής:

Εάν, για παράδειγμα, η συχνότητα διανομής των εταιρικών δεικτών πληρωμών (payout ratio) αντιστοιχούσε ακριβώς με την προτίμηση διανομής των δεικτών πληρωμών των επενδυτών, τότε η ύπαρξη αυτών των προτιμήσεων θα οδηγούσε σαφώς σε μια κατάσταση της οποίας οι επιπτώσεις ήταν διαφορετικές και θα είχε ως αποτέλεσμα την κατακρήμνιση της θεμελιώδους άποψη περί τέλει αγοράς. Κάθε εταιρεία θα τείνει να προσελκύει από μόνη της μια πελατεία που αποτελείται από εκείνους που προτιμούν τη συγκεκριμένη αναλογία πληρωμών, αλλά μια πελατεία θα ήταν τόσο καλή όσο μια άλλη όσον αφορά την αποτίμηση των επιχειρήσεων.

Αν και πολλές μελέτες εξετάζουν το ζήτημα της πελατείας μερισμάτων, δεν υπάρχει συναίνεση σχετικά με τα ευρήματα. Ενώ ορισμένες εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν αυτήν την πρόβλεψη, άλλες παρέχουν αντιφατικά στοιχεία. Οι ερευνητές χρησιμοποιούν δύο κύριες μεθοδολογίες για να εξετάσουν τους πελάτες μερισματος που οφείλονται σε φόρους. Η πρώτη προσέγγιση χρησιμοποιεί μια παραλλαγή του Μοντέλου Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model (CAPM)) και η δεύτερη εξετάζει τη συμπεριφορά της

τιμής μετοχής την ημερομηνία ex-dividend δηλαδή δύο ημέρες πριν την πληρωμή του μερίσματος.

Το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model (CAPM)), είναι ένα υπόδειγμα που περιγράφει τη σχέση μεταξύ του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης ενός κεφαλαιακού περιουσιακού στοιχείου και χρησιμοποιείται για τιμολόγηση χρεογράφων που εμπεριέχουν ρίσκο. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του CAPM είναι:

Αναμενόμενη απόδοση = Ακίνδυνο επιτόκιο +  $\beta$  \* (Απόδοση αγοράς – Ακίνδυνο επιτόκιο)  
όπου:

Αναμενόμενη απόδοση = Αναμενόμενη επένδυση χαρτοφυλακίου / χρεογράφου

Ακίνδυνο επιτόκιο = Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

$\beta$  = συντελεστής βήτα

Συμπερασματικά

Η πολιτική μερισμάτων είναι ένα θέμα συνεχιζόμενης συζήτησης μεταξύ χρηματοοικονομικών. Παρά τις αρκετές δεκαετίες έρευνας που οδήγησαν στην εμφάνιση πολλών αντικρουόμενων θεωρητικών μοντέλων και εμπειρικών ευρημάτων, τα ερωτήματα παραμένουν αναπάντητα. Ένα από αυτά τα κρίσιμα ερωτήματα αφορά τη φύση της σχέσης μεταξύ φορολογίας και πολιτικής μερισμάτων. Τα υπάρχοντα θεωρητικά και εμπειρικά στοιχεία παρέχουν αντιφατικά αποτελέσματα που συνεπάγονται τον αντίκτυπο της φορολογίας τόσο στην τιμή των μετοχών όσο και στην πολιτική μερισμάτων. Ενώ πολλές μελέτες διερευνούν τον αντίκτυπο της φορολογίας στην τιμή των μετοχών, μόνο μερικές εξετάζουν τον αντίκτυπο της στην πολιτική μερισμάτων.

Τα τελευταία χρόνια, η επίλυση του πάζλ μερισμάτων έχει γίνει πιο δύσκολη με τη συμπερίληψη πρόσθετων παραγόντων όπως η δομή εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance structure). Στο πλαίσιο του μοντέλου αντιπροσώπευσης (agency theory), τέτοιοι παράγοντες παρέχουν εύλογους λόγους για την ύπαρξη μεγάλων πληρωμών μερισμάτων παρά το φορολογικό μειονέκτημά τους. Στην πραγματικότητα, πρόσφατες μελέτες δείχνουν ότι ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρείες ανταποκρίνονται στις φορολογικές αλλαγές εξαρτάται από τις προτιμήσεις των μετόχων που τις ελέγχουν. Οι εταιρείες που ελέγχονται από αφορολόγητα ιδρύματα, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές του φορολογικού συντελεστή, αλλά εταιρείες με μεγάλο μετοχολόγιο, ανεξάρτητους διευθυντές και υψηλή φορολόγηση της ιδιοκτησίας τους ανταποκρίνονται σε φορολογικές μεταρρυθμίσεις.

## 2.4 Κόστος αντιπροσώπησης και ελεύθερη ταμειακή ροή (Agency Costs and the Free Cash Flow Hypothesis)

Η πολιτική μερισμάτων επηρεάζει την εταιρική αξία; Σύμφωνα με τους Miller και Modigliani (1961), κάτω από ορισμένες παραδοχές, η πολιτική μερισμάτων δεν έχει σχέση με την αξία της εταιρείας. Ωστόσο οι περισσότερες μελέτες παρουσιάζουν αποτελέσματα που δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά θετικά στις εκταμιεύσεις μετρητών μέσω νέας διανομής μερίσματος και αύξησης αυτών, διανομής ειδικά καθορισμένων μερισμάτων ή αυτο-προσφορών αλλά με αρνητικές επιδράσεις στις μειώσεις μερισμάτων (βλέπε, π.χ. Swary, 1980; Dann, 1981; Vermaelen, 1981; Asquith and Mullins, 1983; Brickley, 1983, Howe, He, and Kao, 1992; Denis, Denis, and Sarin, 1994; Lie, 2000). Με άλλα λόγια, η πολιτική μερισμάτων φαίνεται να συμβάλλει στην εταιρική αξία. Αν και έχουν προκύψει διάφορα επιχειρήματα για να εξηγήσουν γιατί η μετοχή αντιδρά με τον τρόπο που το κάνει, δύο δημοφιλείς θεωρίες που δίνουν μια εξήγηση είναι αυτή της ταμειακής ροής σήματος (cash flow signaling) και το μοντέλο ελεύθερης ταμειακής ροής (free cash flow).

Η βάση του μοντέλου σήματος μερισμάτων είναι η ασυμμετρία πληροφοριών που υπάρχει μεταξύ των διαχειριστών και των μετόχων. Οι υποστηρικτές αυτού του μοντέλου υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα μειώνουν την ασυμμετρία των πληροφοριών, ενεργώντας ως αξιόπιστο σήμα από τους γνώστες της εταιρείας προς τους ίδιους τους μετόχους της εταιρείας (Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; John and Williams, 1985). Με απλά λόγια, νέα μερίσματα ή οι αυξήσεις αυτών αποδίδονται ως καλά νέα, ενώ οι μειώσεις μερισμάτων ή οι παραλείψεις αυτών αποδίδονται ως άσχημα νέα. Αρκετές μελέτες υποστηρίζουν την υπόθεση αυτή, συμπεριλαμβανομένων αυτών των Healy και Palepu (1988), Brickley (1983), και Aharony and Dotan (1994). Ομοίως, οι Ofer και Siegel (1987), μεταξύ άλλων, αναφέρουν ότι οι αναλυτές αναθεωρούν σε σημαντικό βαθμό τις προβλέψεις τους μετά από αλλαγές μερισμάτων.

Από την άλλη πλευρά, το μοντέλο ελεύθερων ταμειακών ροών εντοπίζει τις ρίζες του στο πρόβλημα της αντιπροσώπησης (agency problem) (Jensen και Meckling, 1976) μεταξύ των ευρισκόμενων μέσα στην εταιρεία και των εξωτερικών επενδυτών. Χαρακτηριστικό το παράδειγμα αυτό μιας δημόσιας εταιρείας όπου υπάρχει απόκλιση συμφερόντων μεταξύ διαχειριστών και επενδυτών. Σε αυτό το περιβάλλον, οι διευθυντές, που έρχονται αντιμέτωποι με ένα χαμηλό ύψος επενδυτικών ευκαιριών, έχουν το κίνητρο να συσσωρεύουν επιπλέον μετρητά για να ωφεληθούν εις βάρος των επενδυτών. Επειδή οι διαχειριστές είναι απρόθυμοι να μειώσουν τα μερίσματα, η έναρξη νέων ή αύξηση υπαρχόντων μερισμάτων σημαίνει μείωση του πλεονάσματος μετρητών στη διάθεση των διαχειριστών, μειώνοντας έτσι την ικανότητά τους να κάνουν κατάχρηση αυτών των κεφαλαίων (Jensen, 1986). Έτσι, η αγορά αντιδρά θετικά στην προοπτική του μειωμένου κόστους αντιπροσώπησης (agency cost).

## Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Ένας πρόδρομος της σύγχρονης θεωρίας ελεύθερων ταμειακών ροών είναι η παραδοσιακή θεωρία υπολειμματικών μερισμάτων (residual theory of dividends), που υποδηλώνει ότι το ποσό των μερισμάτων είναι απλώς το υπόλοιπο της επενδυτικής απόφασης μιας εταιρείας. Με άλλα λόγια, η εταιρεία θα πρέπει να πληρώσει ως μερίσματα τυχόν επιπλέον μετρητά που απομένουν μετά τη χρηματοδότηση όλων των έργων που έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία (NPV). Μια συνέπεια αυτής της θεωρίας είναι ότι η πληρωμή, η οποία συνδέεται με τις επενδυτικές ανάγκες μιας επιχείρησης, ενδέχεται να κυμαίνεται από το ένα έτος στο άλλο, αλλά στην πράξη, πολλές εταιρείες προσπαθούν να διατηρήσουν μια σταθερή πολιτική μερισμάτων (stable dividend policy), δηλαδή ένα σταθερό μέρισμα να πληρώνεται ανά έτος, ανεξαρτήτως του επιπέδου των καθαρών κερδών.

Σύμφωνα με την υπολειμματική θεωρία, η τιμή της μετοχής θα πρέπει να μειωθεί σε ένα αυξημένο μέρισμα, καθώς αυτή η κατάσταση συνεπάγεται με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες και στην συνέχεια θα πρέπει να αυξηθεί όταν η εταιρεία μειώσει το μέρισμα της, δείχνοντας αυξημένη διαθεσιμότητα κερδοφόρων επενδυτικών ευκαιριών. Αυτές οι εμπειρικές προβλέψεις είναι συνήθως το αντίθετο από αυτό που συμβαίνει στην πράξη.

Μια πιο σύγχρονη έκδοση του μοντέλου ελεύθερων ταμειακών ροών προϋποθέτει ότι οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα για να ξεπεράσουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) που προκύπτει από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου σε μια μεγάλη εταιρεία με κατακερματισμένη ιδιοκτησία. Σε μια τέτοια εταιρεία, οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν την ικανότητα ή το κίνητρο να παρακολουθούν και να ελέγχουν όλες τις διαχειριστικές δραστηριότητες. Ελλείψει μιας πλήρως επιβληθείσας σύμβασης, οι διαχειριστές έχουν τα απαραίτητα κίνητρα να συμμετέχουν σε δραστηριότητες που ενδέχεται να μην είναι προς το συμφέρον των επενδυτών.

Μια αποτύπωση αυτού είναι όταν οι διαχειριστές έχουν μεγάλα ποσά ταμειακών ροών, αλλά περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες για αυτά τα κεφάλαια. Ο Richardson (2006) δείχνει ότι η υπερβολική επένδυση συμβαίνει συνήθως σε εταιρείες με το υψηλότερο επίπεδο ελεύθερης ταμειακής ροής. Οι αυτό-ενδιαφερόμενοι διευθυντές θα έχουν κίνητρα για να επενδύσουν τα επιπλέον μετρητά σε δραστηριότητες που ενδέχεται να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Αυτές οι δραστηριότητες εκτείνονται από περιττά προνόμια έως αδικαιολόγητες εξαγορές και επεκτάσεις. Οι ερευνητές συχνά αποκαλούν αυτό το σενάριο ως το πρόβλημα της υπερβολικής επένδυσης. Μια πιθανή λύση σε αυτό το πρόβλημα είναι η μείωση των μετρητών που διατίθενται στους διαχειριστές. Ως ο κύριος υποστηρικτής της θεωρίας των ελεύθερων ταμειακών ροών, ο Jensen (1986) προτείνει ότι η πληρωμή μερισμάτων είναι ένας τρόπος για

την επίτευξη αυτού του στόχου. Οι Grossman και Hart (1980) και Easterbrook (1984) αποτυπώνουν παρόμοια επιχειρήματα.

Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι οι διευθυντές έχουν κίνητρα να επεκτείνουν την επιχείρηση πέρα από το βέλτιστο μέγεθός της, επειδή το μεγαλύτερο μέγεθος συνεπάγεται με αυξημένους πόρους υπό τον έλεγχο των διευθυντών και υψηλότερη αποζημίωση τους. Αυτό το κίνητρο «αυτοεξυπηρέτησης» θα ωθούσε τους διαχειριστές να επενδύσουν σε έργα μείωσης της αξίας της εταιρείας ή έργα με αρνητική παρούσα αξία (NPV). Επειδή οι διαχειριστές είναι απρόθυμοι να αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση για αυτά τα έργα αρνητικής παρούσας αξίας (NPV) για να αποφύγουν τυχόν έλεγχο τους, βασίζονται σε εσωτερικά κεφάλαια. Η παρουσία ουσιαστικών ελεύθερων ταμειακών ροών επιτρέπει στους διαχειριστές να επενδύουν υπερβολικά. Οι επενδυτές γνωρίζουν αυτό το πρόβλημα της εταιρείας και αντιδρούν θετικά στις ειδήσεις για αυξημένα μερίσματα καθώς μειώνεται το διαθέσιμο ποσό για υπερεπενδύσεις. Η πιο σημαντική επίπτωση της θεωρίας των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ότι οι στοιχειώδεις εκταμιεύσεις μετρητών (π.χ. εκκινήσεις νέων μερισμάτων ή αυξήσεις υφιστάμενων) θα πρέπει να αυξήσουν την αξία της εταιρείας μειώνοντας το πιθανό πρόβλημα υπερεπένδυσης. Ομοίως, μια μείωση μερισμάτων θα πρέπει να προκαλέσει αρνητική αντίδραση στην αγορά.

## ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΔΟΚΙΜΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

### Αντίδραση της τιμής στο ενδεχόμενο υπερβολικών επενδύσεων

Μια δοκιμαστική επίπτωση της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ότι τα προβλήματα υπερβολικής επένδυσης είναι πιθανό να είναι πιο έντονα σε εταιρείες που αντιμετωπίζουν φθίνουσες επενδυτικές ευκαιρίες και συνεπώς, υψηλότερες τιμές θα συνοδεύουν την ανακοίνωση αύξησης μερίσματος από τέτοιες εταιρείες. Οι Lang και Litzenberger (1989) είναι οι πρώτοι που έχουν κάνει δοκιμές πάνω σε αυτήν την περίπτωση. Υποθέτουν ότι η απόδοση της αγοράς ως απάντηση στις αλλαγές μερισμάτων είναι μεγαλύτερη για τις εταιρείες που είναι πιθανό να επενδύσουν υπερβολικά από τις εταιρείες που είναι πιθανό να μεγιστοποιήσουν την αξία τους. Ορίζουν μια εταιρεία με το γράμμα Q μικρότερο από 1 ως υπερ-επενδυτή και το Q μεγαλύτερο από 1 ως μεγιστοποιητή της αξίας της εταιρείας.

Οι Lang και Litzenberger (1989) χρησιμοποιούν ένα δείγμα 429 ανακοινώσεων αλλαγής μερίσματος από το 1979 έως το 1984 για να δοκιμάσουν αυτήν την υπόθεση. Τα αποτελέσματα αυτής της υπόθεσης θα ευνοήσουν το μοντέλο ελεύθερων ταμειακών ροών έναντι του μοντέλου του σήματος (signaling model), καθώς το τελευταίο δεν κάνει τέτοιες προβλέψεις.

Χρησιμοποιώντας τις καθημερινές αποδόσεις, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι οι μέσες αποδόσεις (μέσος όρος των θετικών αποδόσεων που σχετίζονται με αυξήσεις μερισμάτων και αρνητικές αποδόσεις που σχετίζονται με μειώσεις μερισμάτων) για τις εταιρείες  $Q < 1$  είναι σημαντικά υψηλότερες από αυτές των εταιρειών  $Q > 1$ . Χρησιμοποιώντας ενδο-ημερήσια δεδομένα (κατά την περίοδο μία ώρα πριν έως δύο ώρες μετά την ανακοίνωση) για ένα μειωμένο δείγμα, αναφέρουν ότι οι ανακοινώσεις αλλαγής μερισμάτων έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών των εταιρειών  $Q < 1$  αλλά δεν επηρεάζουν τις εταιρείες  $Q > 1$ .

Για να εξακριβωθεί ότι η σύνθεση του δείγματος (αριθμός των εταιρειών που αυξάνουν τα μερίσματα έναντι αυτών που τα μειώνουν) των ομάδων  $Q < 1$  και  $Q > 1$  δεν επηρεάζει τα προηγούμενα αποτελέσματα, οι Lang και Litzenger (1989) πραγματοποιούν περαιτέρω έρευνες.

Πρώτον, δοκιμάζουν τις ακόλουθες προβλέψεις των δύο ανταγωνιστικών υποθέσεων:

1. Η αγορά προβλέπει αυξήσεις μερισμάτων, αλλά όχι μειώσεις μερισμάτων για εταιρείες  $Q > 1$ . Κατά συνέπεια, μόνο οι μειώσεις μερισμάτων θα πρέπει να έχουν σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή. Έτσι, η υπόθεση σήματος (signaling hypothesis) προβλέπει ότι οι ανώμαλες αποδόσεις για το  $Q > 1$  είναι μεγαλύτερες σε απόλυτη τιμή για μειώσεις μερίσματος από ό, τι για τις αυξήσεις, ενώ η υπόθεση της υπερβολικής επένδυσης προβλέπει συμμετρική επίδραση στις ανώμαλες αποδόσεις.

2. Για τις εταιρείες  $Q < 1$ , τόσο οι υποθέσεις σήματος όσο και οι υπερβολικές επενδύσεις προβλέπουν σημαντική επίδραση στις τιμές τόσο για τις αυξήσεις όσο και για τις μειώσεις των μερισμάτων.

Τα αποτελέσματά τους δεν υποστηρίζουν την επίπτωση της υπόθεσης σήματος επειδή οι ανώμαλες αποδόσεις για τις εταιρείες  $Q > 1$  είναι σημαντικές για αυξήσεις μερισμάτων, αλλά ασήμαντες για μειώσεις μερισμάτων. Επιπλέον, η επίπτωση στις τιμές (θετική για αυξήσεις και αρνητική για μειώσεις μερισμάτων) είναι σημαντικά μεγαλύτερη για τις εταιρείες  $Q < 1$  από ό, τι για τις εταιρείες  $Q > 1$ .

Δεύτερον, οι Lang και Litzenger (1989) εξετάζουν την αναθεώρηση των αναλυτών στις προβλέψεις κέρδους σχετικά με τις ανακοινώσεις αλλαγής μερισμάτων. Με αυτόν τον τρόπο, διατυπώνουν τις ακόλουθες προβλέψεις της υπόθεσης σήματος:

- Για τις εταιρείες  $Q < 1$ , οι αναλυτές αναθεωρούν τις προβλέψεις τους προς την ίδια κατεύθυνση με αυτή που αλλάζει το μέρισμα.
- Για τις εταιρείες  $Q > 1$ , οι αναλυτές ανταποκρίνονται μόνο σε μειώσεις μερισμάτων (αναθεώρηση προς τα κάτω).

Αυτοί μας δείχνουν ότι η επίδραση των ανακοινώσεων απόδοσης μερισμάτων στις προσδοκίες για κέρδη δεν είναι στατιστικά σημαντικές είτε στην περίπτωση αύξησης είτε μείωσης μερίσματος και υποστηρίζουν ότι αυτή η απόδειξη δεν συνάδει με την πρόβλεψη της υπόθεσης σήματος. Καθώς η υπόθεση της υπερβολικής επένδυσης δεν κάνει καμία πρόβλεψη για αλλαγές στις προσδοκίες ταμειακών ροών που προκύπτουν από αλλαγές μερισμάτων, αυτό το εύρημα υποστηρίζει περαιτέρω την υπόθεση της υπερβολικής επένδυσης (overinvestment hypothesis). Οι Lang και Litzenger (1989) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα αθροιστικά στοιχεία τους ευνοούν την υπόθεση της υπερβολικής επένδυσης έναντι της υπόθεσης σήματος.

#### Μερίσματα και σοβαρότητα των προβλημάτων αντιπροσώπευσης

Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι το χρέος είναι ένας πιο αποτελεσματικός μηχανισμός από τα μερίσματα για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών από την εταιρεία, και αυτό γιατί επειδή η δέσμευση που σχετίζεται με το χρέος είναι νομικά δεσμευτική. Για παράδειγμα, οι κάτοχοι ομολόγων έχουν το δικαίωμα να παραπέμψουν την εταιρεία στο πτωχευτικό δικαστήριο εάν αυτή δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Αυτό το επιχείρημα, σε συνδυασμό με τα επιχειρήματα που εκτίθενται στους Jensen και Meckling (1976), υποδηλώνει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές συνδέεται αρνητικά με το χρέος μιας εταιρείας, την ιδιοκτησία μετοχών των διαχειριστών της, την ένταση παρακολούθησης των δραστηριοτήτων της και το βάθος της δομής διακυβέρνησης της. Ομοίως, οι Barclay, Smith, και Watts (1995) υπαινίσσονται ότι ένας σημαντικός και καθοριστικός παράγοντας του μεγέθους των προβλημάτων σε περίπτωση υπερβολικής επένδυσης είναι η δομή ιδιοκτησίας όπως και η διακυβέρνηση της εταιρείας. Αρκετές μελέτες εξετάζουν το πρόβλημα της υπερβολικής επένδυσης παρουσία μερισμάτων, καθώς και άλλους μηχανισμούς για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Για παράδειγμα, οι Agrawal και Jayaraman (1994) βρίσκουν ότι οι δείκτες πληρωμής μερισμάτων ενός δείγματος κεφαλαιουχικών εταιρειών (equity firms), είναι σημαντικά υψηλότεροι από εκείνους μιας ομάδας ελέγχου εταιρειών μόχλευσης (levered firm).



Κεφαλαιουχικές εταιρείες (equity firms), είναι αυτές που πραγματοποιούν επενδύσεις στα ιδιωτικά κεφάλαια ορισμένων εταιρειών μέσω μιας ποικιλίας επενδυτικών στρατηγικών. Τέτοιες εταιρείες δεν είναι εισηγμένες και επομένως δεν διαπραγματεύονται τις μετοχές τους δημοσίως. Αυτές οι εταιρείες χρησιμοποιούν συχνά το δικό τους κεφάλαιο ή κεφάλαιο που αντλείται από επενδυτές για να πάρουν ιδιωτικές εταιρείες με σκοπό να τις λειτουργήσουν καλύτερα και αργότερα να τις πωλήσουν για επίτευξη κέρδους. Ενώ εταιρείες μόχλευσης (levered firm), είναι αυτές που χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους με την λήψη δανείων.

Επιπλέον, εντός του ομίλου κεφαλαιουχικών εταιρειών, αυτές με την χαμηλότερη συμμετοχή των διευθυντών, έχουν υψηλότερους δείκτες πληρωμών. Αυτά τα αποτελέσματα ισχύουν μετά τον έλεγχο των ελεύθερων ταμειακών ροών και των ρυθμών ανάπτυξης τους. Οι Agrawal και Jayaraman καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα μερίσματα και η ιδιοκτησία των διευθυντών (managers) είναι υποκατάστατοι μηχανισμοί για τη μείωση του κόστους των αντιπροσώπευσης (agency costs) σε όλες τις κεφαλαιουχικές εταιρείες (equity firms).

Οι John και Knyazeva (2006) υποστηρίζουν ότι η αγορά ευνοεί την προ δέσμευση πληρωμών μερισμάτων σε περίπτωση επαναγοράς για να μετριάσει τη σύγκρουση αντιπροσώπευσης που οφείλεται σε κακή διακυβέρνηση. Η βάση για αυτό το επιχείρημα είναι ότι οι διαχειριστές που αποκλίνουν από μια αποφασισμένη πολιτική μερισμάτων επιβαρύνονται με κόστος λόγω μιας έντονης αρνητικής αντίδρασης στην αγορά. Εν αντιθέσει, η αγορά αντιμετωπίζει τις επαναγορές μετοχών ως πιο ευέλικτες, επειδή αυτές λογίζονται ως παράτυπες πληρωμές που γίνονται κατά τη διακριτική ευχέρεια του διαχειριστή. Ο John και Knyazeva διαπιστώνουν ότι εταιρείες με αδύναμη διακυβέρνηση είναι πολύ λιγότερο πιθανό να χρησιμοποιούν επαναγορές μετοχών. Παρατηρούν επίσης ότι οι εταιρείες με αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση, κατά μέσο όρο, πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα. Ο John και η Knyazeva καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο τύπος των μηχανισμών παρακολούθησης σχετίζεται με τις διακριτικές πληρωμές της εταιρείας.

### Συμπερασματικά

Οι ερευνητές αναφέρουν ότι η μη φυσιολογική απόδοση σε μια ανακοίνωση αλλαγής μερίσματος είναι το ίδιο σημάδι με αυτό της αλλαγής της απόδοσης μερίσματος. Παρόλο που οι ερευνητές έχουν αναπτύξει αρκετές υποθέσεις για να εξηγήσουν αυτό το φαινόμενο, δύο με ισχυρό ερευνητικό υπόβαθρο και αρκετά ανταγωνιστικές υποθέσεις είναι αυτές της υπόθεσης ταμειακών ροών σήματος (cash flow signaling hypothesis) και η υπόθεση της ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση ταμειακών ροών σήματος, η τιμή της μετοχής κινείται προς την ίδια κατεύθυνση με το μέρισμα, διότι οι αλλαγές

μερισμάτων μεταφέρουν πληροφορίες για τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρείας. Η υπόθεση ελεύθερων ταμειακών ροών υποδηλώνει ότι η τιμή αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση αύξησης μερίσματος, διότι αυτή η αύξηση μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης της ελεύθερης ταμειακής ροής (δηλ., Το ενδεχόμενο υπερεπένδυσης). Ομοίως, η τιμή της μετοχής αντιδρά αρνητικά σε μια ανακοίνωση μειωμένων μερισμάτων επειδή αυξάνεται η πιθανότητα υπερβολικής επένδυσης.

Όσον αφορά την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών, μια δοκιμαστική επίπτωση, όπως προτείνεται από τους Lang και Litzenberger (1989), είναι ότι οι αντιδράσεις της αγοράς σε μεταβολές μερισμάτων θα είναι μεγαλύτερες για εταιρείες χαμηλού Q έναντι υψηλού Q. Οι εμπειρικές αποδείξεις τους υποστηρίζουν αυτήν την υπόθεση.

## **2.5 Ασύμμετρες πληροφορίες και θεωρία σήματος (Asymmetric Information and Signaling Theory)**

Η έννοια της θεωρίας σήματος βρίσκει τις ρίζες της στο έργο του Lintner (1956), ο οποίος έδειξε πώς οι τιμές της αγοράς αντιδρούν συχνά στις μεταβολές του ύψους των μερισμάτων. Αυτό το κεφάλαιο εξετάζει εάν οι αλλαγές πολιτικής μερισμάτων χρησιμεύουν ως μια άτυπη συσκευή σήματος. Οι Miller και Modigliani (1961) εξετάζουν την πιθανότητα ενός τέτοιου φαινομένου σήματος. Δηλώνουν ότι αν και η πολιτική μερισμάτων που επέλεξε μια εταιρεία δεν έχει καμία επίδραση στην αξία αυτής (μόνο το άθροισμα της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών παίζει ρόλο), η αντίληψη της αγοράς για αλλαγή πολιτικής μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής.

Η ανάλυσή τους υποδηλώνει ότι «ο συστηματικός παραλογισμός από την πλευρά του επενδυτικού κοινού» είναι ένας πιθανός λόγος για το γεγονός ότι πολλές προηγούμενες μελέτες αναφέρουν ότι οι εταιρείες που ακολουθούν χαμηλές πληρωμές πωλούν τις μετοχές τους με έκπτωση. Λόγω αυτής της δυνατότητας, οι M&M (1961) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μη σχετικότητα μερισμάτων μπορεί να διατηρήσει, και ταυτόχρονα, η θεωρία σήματος να βρει μια ισχυρή βάση στην οικονομική θεωρία. Η αγορά μπορεί να επανεκτιμήσει την αξία της μετοχής με βάση μια αλλαγή στην πολιτική πληρωμής μερισμάτων, επειδή τα μερίσματα σηματοδοτούν τις μελλοντικές αυξήσεις στις ταμιακές ροές. Οι ερευνητές συχνά αναφέρουν τα επιχειρήματα των M&M ως βάση για την ανάπτυξη του επιχειρήματος σήματος.

### **MONTEΛΑ ΣΗΜΑΤΟΣ**

Ο Ross (1977) ήταν ο πρώτος που εκμεταλλεύτηκε το επιχειρήμα της θεωρίας σήματος με ένα μοντέλο που είχε ως κίνητρο του το απόσπασμα των M&M (1961), δηλώνοντας ότι οι

επενδυτές εκτιμούν την αντιληπτή ροή των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρείας. Το μοντέλο κίνητρο-σήματος (incentive-signaling model) μιας περιόδου του Ross προσανατολίζεται σε αλλαγές στη δομή του κεφαλαίου (capital structure). Χρησιμοποιώντας το χρέος, η διοίκηση καταδεικνύει την αυξημένη ικανότητα της στην κάλυψη των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης χρέους μέσω αυξημένων ταμειακών ροών. Ο Kalay (1980) δείχνει ότι το μοντέλο Ross μπορεί να επεκταθεί για ανακοινώσεις σχετιζόμενες με την πολιτική μερισμάτων, εκτός από αυτήν της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ο Kalay εφαρμόζει το μοντέλο σήματος Ross στις αποφάσεις μερισμάτων, δείχνοντας ότι η απροθυμία των διαχειριστών να μειώσουν τα μερίσματα έχει άμεση συνάρτηση με το γεγονός ότι τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες. Ο Ross αναπτύσσει αυτό το επιχείρημα κατατάσσοντας τις εταιρείες είτε σε εταιρείες τύπου A είτε τύπου B. Οι εταιρείες τύπου A, των οποίων οι αποδόσεις είναι ίσες με  $a$ , και οι εταιρείες τύπου B, των οποίων οι αποδόσεις είναι ίσες με  $b$ , δεν μπορούν να διακριθούν από την αγορά στο χρόνο μηδέν, παρόλο που η ποσότητα  $a$  υπερβαίνει την ποσότητα  $b$ .

Οι εταιρείες τύπου A μπορούν να υποστηρίξουν ένα αυξημένο επίπεδο δραστηριότητας μερίσματος χωρίς να αυξάνουν την πιθανότητα πτώχευσης, αλλά οι εταιρείες τύπου B δεν μπορούν να υποστηρίξουν κάτι τέτοιο. Στο μοντέλο Ross (1977), η αποζημίωση των διαχειριστών συνδέεται θετικά με την αγοραία αξία της εταιρείας και οι διαχειριστές τιμωρούνται εάν η εταιρεία χρεοκοπήσει. Ο Ross υποθέτει ότι οι διαχειριστές έχουν εμπιστευτικές πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας και μπορεί να χρησιμοποιούν τον δανεισμό αυτής σαν μια συσκευή εκπομπής σήματος προς τρίτους. Οι διαχειριστές τύπου B αντιλαμβάνονται, μέσα από την παραδοχή της κατάστασή τους, ότι οποιαδήποτε αύξηση της δραστηριότητας μερίσματος θα έστελνε ένα ψευδές μήνυμα και θα οδηγούσε σε πιθανή διαδικασία πτώχευσης στο τέλος της περιόδου. Οι διαχειριστές τύπου B έχουν συνεπώς ένα κίνητρο να μην στείλουν ένα λανθασμένο σήμα. Ως αποτέλεσμα αυτού, κατά τη θέσπιση της πολιτικής μερίσματος της εταιρείας, οι διαχειριστές έχουν το κίνητρο του πλούτου για να αποτιμήσουν ορθά την αξία της εταιρείας. Οι επενδυτές που αντιλαμβάνονται τη δυνατότητα μιας αύξησης στην πληρωμή μερισμάτων προερχόμενη από μια εταιρεία τύπου A, σημειώνουν ότι αυτή η εταιρεία έχει αξία υψηλότερης αποτίμησης. Οι επενδυτές θα ανακαλύψουν ψευδείς ενδείξεις στην προσεχή περίοδο, όταν μια εταιρεία τύπου B δεν μπορεί να διατηρήσει μια αύξηση μερίσματος. Οι Myers και Majluf (1984) υποστηρίζουν ότι τα ψεύτικα σήματα πρέπει να είναι δαπανηρά για την εταιρεία προκειμένου να χρησιμεύσουν ως αντικίνητρο για τις εταιρείες να παραπλανήσουν τους επενδυτές.

Ο Bhattacharya (1979) αναπτύσσει και επεκτείνει ένα μοντέλο που σχετίζεται στενά με το μοντέλο Ross (1977), το οποίο εν μέρει βοηθά να εξηγήσει γιατί οι εταιρείες θα επιλέξουν να πληρώσουν μερίσματα, παρόλο που υπάρχουν φορολογικά μειονεκτήματα. Οι τρέχοντες μέτοχοι μιας επιχείρησης ανησυχούν για το πως προσδιορίζουν την αγοραία αξία της εταιρείας

οι εξωτερικοί παράγοντες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι πολλοί εξωτερικοί παράγοντες προγραμματίζουν τις περιόδους πραγματοποίησης του πλούτου τους να είναι μικρότεροι από την περίοδο αποπληρωμής των επενδυτικών ευκαιριών μιας εταιρείας. Ο Bhattacharya υποθέτει ότι οι πηγές πληροφοριών, όπως τα λογιστικά δεδομένα, δεν είναι απολύτως αξιόπιστες, καθώς οι επενδυτές δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν πλήρως αυτά τα δεδομένα για τον προσδιορισμό της κερδοφορίας μιας εταιρείας. Υποθέτοντας ότι οι εξωτερικοί επενδυτές έχουν ατελή πληροφόρηση σχετικά με την κερδοφορία των εταιρειών και ότι ο φορολογικός συντελεστής είναι υψηλότερος στα μερίσματα μετρητών από τα κέρδη κεφαλαίου (capital gains), ο Bhattacharya δείχνει ότι το ευνοϊκό σήμα που λαμβάνεται από τις εταιρείες που αυξάνουν τα μερίδιά τους αντισταθμίζει το υψηλότερο οριακό κόστος λήψης φορολογητέου εισοδήματος. Αυτό το επιτυγχάνει δείχνοντας ότι τα μερίσματα είναι μια συσκευή σήματος για τις αμερόληπτες λειτουργίες των τρεχόντων μετόχων. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερο φορολογικό συντελεστή (κόστος) σε αντάλλαγμα για ένα σήμα (όφελος) ότι οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους έχουν μεγαλύτερη αξία.

Μια παραλλαγή του μοντέλου Bhattacharya (1979) είναι το έργο του Talmor (1981). Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο πολλαπλών παραλλαγών, ο Talmor υποστηρίζει ότι η πολιτική μερισμάτων είναι μόνο μία από τις οικονομικά σχετικές αποφάσεις που πρέπει να λάβει ο διαχειριστής μιας εταιρείας. Κάθε μία από αυτές τις αποφάσεις χρησιμεύει δυνητικά ως συσκευή σήματος.

Οι Ofer και Thakor (1987) συγκρίνουν την επίδραση του σήματος της επαναγοράς μετοχών με αυτή της απόδοσης μερίσματος μετρητών. Υποστηρίζουν ότι οι επαναγορές μετοχών είναι πιθανότερο να σηματοδοτήσουν μια σημαντική υποτιμολόγηση των μετοχών λόγω του υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης και του διαχειριστικού κινδύνου που σχετίζεται με τη χρήση τους. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες μπορούν να χρησιμοποιούν τόσο μερίσματα όσο και επαναγορές μετοχών ως συσκευή σήματος για την υποτίμηση της τιμής των μετοχών. Ωστόσο, τα μερίσματα μετρητών είναι το καταλληλότερο όχημα για μικρές παραλλαγές από την πραγματική αξία της επιχείρησης, ενώ οι επαναγορές μετοχών είναι η καλύτερη μέθοδος για μεγαλύτερες διακυμάνσεις από την πραγματική εταιρική αξία.

Ο Hakansson (1982), χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο δύο περιόδων, εξετάζει τη θεωρία σήματος ως μερική εξήγηση για τις πολιτικές μερισμάτων στην αγορά. Δηλώνει ότι, εκτός από το ότι αυτή λειτουργεί σαν ειδοποίηση, πρέπει να τηρείται τουλάχιστον μία από τις τρεις απαραίτητες προϋποθέσεις στο πλαίσιο σήματος: (1) ετερογενείς πεποιθήσεις, (2) μη πρόσθετη χρησιμότητα και (3) ελλειπείς χρηματοοικονομικές αγορές. Εάν ισχύει τουλάχιστον μία από αυτές τις προϋποθέσεις, τα μερίσματα είναι ικανά να βελτιώσουν την αποδοτικότητα μιας εταιρείας όταν αυτή είναι πληροφοριακού χαρακτήρα. Ο Hakansson τονίζει ότι οι

ανακοινώσεις μερισμάτων ενδέχεται, υπό ορισμένες συνθήκες, να φέρουν μια ελλιπή αγορά στο επίπεδο αποδοτικότητας που θα είχε επιτευχθεί εάν η αγορά ήταν πλήρης.

Οι Asquith και Mullins (1983) επικεντρώνονται στο τι είναι αυτό που αποτελεί μια απρόβλεπτη αλλαγή μερίσματος στην αξιολόγηση του επιχειρήματος σήματος (signaling argument). Πιστεύουν ότι οι επενδυτές κεφαλαιοποιούν την παρούσα αξία των μεταβολών της μερισματικής πολιτικής κατά την ημερομηνία που η εταιρεία κάνει την ανακοίνωση για απόδοση μερίσματος και όχι κατά την περίοδο της έναρξης απόδοσης μερισμάτων. Δηλώνουν ότι μία από τις σημαντικότερες πηγές αντικρουόμενων αποτελεσμάτων σε προηγούμενες μελέτες ήταν η απομόνωση και ο έλεγχος των προσδοκιών των επενδυτών. Ως αποτέλεσμα αυτού, πιστεύουν ότι οι εκκινήσεις μερισμάτων θεωρούνται απροσδόκητες επειδή το αφελές μοντέλο (μια προηγούμενη αλλαγή στην πιο πρόσφατη περίοδο είναι μια αναμενόμενη αλλαγή για την επερχόμενη περίοδο) αντικατοπτρίζει με ακρίβεια τις προσδοκίες των επενδυτών για τα αρχικά μερίσματα. Δηλαδή, οι επενδυτές δεν αναμένουν ολόκληρο το αρχικά δηλωθέν μέρισμα. Υποστηρίζουν ότι οι επακόλουθες αυξήσεις παρέχουν οριακά νέες πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία, καθώς οι επενδυτές είναι πιθανό να προβλέψουν κάποια συνιστώσα της αλλαγής.

Ο Myers (1987) υποστηρίζει ότι η πολιτική μερισμάτων χρησιμεύει ως σύνθημα για τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Το επιχείρημά αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι η πολιτική μερισμάτων είναι διακριτική, ενώ οι ανακοινώσεις κερδών δεν είναι. Οι επενδυτές συνειδητοποιούν ότι οι εταιρείες είναι απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές ενδέχεται να θεωρήσουν μια αύξηση μερίσματος ως έγκριση από τους διαχειριστές ότι οι μελλοντικές προοπτικές κερδών της εταιρείας πρέπει να είναι θετικές .

## ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Ο ρόλος των μερισμάτων στη διαδικασία της εταιρικής αποτίμησης είναι ένα δημοφιλές θέμα στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Υπάρχει ισχυρή υποστήριξη της άποψης ότι τα μερίσματα είναι σημαντικά στην αποτίμηση της επιχείρησης. Τα πρώτα επιχειρήματα μετά το συμπέρασμα των M&M (1961) σχετικά με την μη σχετικότητα του μερίσματος επικεντρώθηκαν κυρίως στη χαλάρωση ενός άκαμπτου συνόλου υποθέσεων στο μοντέλο M&M. Άλλοι προσπάθησαν να διορθώσουν ή να βελτιώσουν τις τεχνικές μέτρησης που περιλαμβάνουν διαδικασίες πληρωμής μερισμάτων.

Οι Friend and Puckett (1964) δίνουν παραδείγματα του τελευταίου από αυτά τα δύο επιχειρήματα με την προσπάθειά τους να διορθώσουν το σφάλμα μέτρησης σε αυτό που είναι γνωστό ως πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα (multiplier effect). Το πολλαπλασιαστικό

αποτέλεσμα αναφέρεται στο αναλογικό ποσό αύξησης ή μείωσης του τελικού εισοδήματος που προκύπτει από μια ένεση ή αφαίρεση δαπανών.

Η πεποίθηση κατά τη στιγμή της μελέτης τους ήταν ότι τα μερίσματα έχουν πολύ μεγαλύτερο αντίκτυπο από τα διατηρούμενα κέρδη (retained earnings) στην αξία της εταιρείας. Προηγούμενες μελέτες συνδέουν τις τιμές των μετοχών με τα τρέχοντα μερίσματα και τα διατηρούμενα κέρδη. Αυτές οι μελέτες αναφέρουν μια σχέση μεταξύ των υψηλών πληρωμών μερισμάτων και των υψηλών δεικτών τιμών προς κέρδη ανά μετοχή ή price-to-earnings ratio). Με βάση τυχαία δείγματα περίπου 20 εταιρειών η καθεμιά από πέντε διαφορετικές βιομηχανίες, ο Friend και ο Puckett δείχνουν ότι τα προηγούμενα εμπειρικά ευρήματα είναι προκατειλημμένα λόγω της υποκειμενικής φύσης της μέτρησης των κερδών. Η μελέτη τους εξετάζει αυτές τις προκαταλήψεις, οι οποίες μπορεί να περιλαμβάνουν παραλειπόμενες μεταβλητές, εξωγενή επίδραση στους συντελεστές παλινδρόμησης τυχαίων διακυμάνσεων στο εισόδημα, σφάλματα μέτρησης εισοδήματος και μεροληψία ελάχιστων τετραγώνων (που προκύπτει από την υπόθεση ότι οι διαφορές πληρωμής μερισμάτων είναι το αποτέλεσμα και όχι η αιτία των διαφορών στον δείκτη τιμών προς κέρδη ανά μετοχή ή price-to-earnings ratio). Όταν ο Friend και ο Puckett προσπαθούν να διορθώσουν κάθε ένα από αυτά τα προβλήματα, διαπιστώνουν ότι μόνο σε περιπτώσεις με «ασυνήθιστη αύξηση μετοχών» τα μερίσματα έχουν σημαντικά μεγαλύτερη επίδραση από τα διατηρούμενα κέρδη στην αξία της εταιρείας.

Μία από τις βάσεις για τα συμπεράσματα των M&M σχετικά με την μη σχετικότητα του μερίσματος είναι ότι μια εταιρεία θα μπορούσε να αντισταθμίσει τα χωρίς κόστος καταβληθέντα μερίσματα με την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου (issuing new equity). Διερευνώντας την συνδυασμένη επίδραση τόσο της πολιτικής μερισμάτων όσο και των αποφάσεων χρηματοδότησης νέου μετοχικού κεφαλαίου στην αγοραία αξία της εταιρείας, οι VanHorne και McDonald (1971) χρησιμοποιούν ένα μοντέλο τιμής - μετοχής για να δοκιμάσουν δύο ξεχωριστά αποτελέσματα. Πρώτον, χαλαρώνουν την υπόθεση των M&M ότι οι εταιρείες μπορούν να εκδίδουν νέα ίδια κεφάλαια χωρίς κόστος. Η δεύτερη δοκιμή είναι αυτή της υπολειμματικής θεωρίας των μερισμάτων. Διερευνούν επίσης την απόφαση πληρωμής μερισμάτων που υπερβαίνουν τα διαθέσιμα κέρδη. Χαλαρώνοντας την υπόθεση των M&M για τέλειες κεφαλαιαγορές, οι Van Horne και McDonald υποστηρίζουν ότι η πολιτική μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει την εταιρική αξία εάν οι επενδυτές έχουν προτιμήσεις στα μερίσματα έναντι των κερδών κεφαλαίου (ή αντίστροφη θεώρηση) ή εάν το κόστος που σχετίζεται με την πώληση νέων εκδόσεων μετοχικών τίτλων καθιστά αυτές τις εκδόσεις μια πιο δαπανηρή πορεία χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων από τα διατηρούμενα κέρδη.

Η μελέτη Van Horne και McDonald (1971) εξετάζει την αποτίμηση των εταιρειών σε κλάδους που και η εταιρεία και ο κλάδος πληρώνουν μερίσματα και συμμετέχουν σε χρηματοδότηση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Ενώ τα ευρήματά τους είναι περιεκτικά, χρησιμοποιώντας

δεδομένα από τις βιομηχανίες κοινής ωφέλειας και ηλεκτρικών εξαρτημάτων, είναι σταθερά προς την κατεύθυνση της ύπαρξης προτιμήσεων των επενδυτών για τρέχοντα μερίσματα παρά για κέρδη κεφαλαίου (υποθέτοντας ότι οι εταιρείες χρηματοδοτούν πρόσθετα μερίσματα με νέες εκδόσεις μετοχών). Αν και τα συμπεράσματα της μελέτης δεν είναι ιδιαίτερα αξιοσημείωτα, το γεγονός ότι η χαλάρωση της παραδοχής του μη κόστους συναλλαγής των M&M, αποτελεί σημαντική παραδοχή της θεωρίας του σήματος.

### Συμπερασματικά

Συνολικά, τα περισσότερα εμπειρικά στοιχεία τείνουν να υποστηρίζουν θεωρητικά μοντέλα σχετικά με την ικανότητα των μερισμάτων να επηρεάζουν την τιμή της μετοχής. Οι απροσδόκητες αυξήσεις μερισμάτων (ή μειώσεις) σχετίζονται με σημαντικές αυξήσεις τιμών μετοχών (ή μειώσεις). Ένας πιθανός λόγος για αυτήν την αντίδραση στην αγορά είναι ότι οι αλλαγές στο μέρισμα σηματοδοτούν τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας, οι οποίες μπορεί να περιλαμβάνουν μελλοντικά κέρδη. Η προϋπόθεση της θεωρίας σήματος είναι ότι, λόγω των ασύμμετρων πληροφοριών που υπάρχουν μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και της αγοράς, οι αλλαγές μερισμάτων έχουν τη δυνατότητα να μειώσουν αυτές τις πληροφοριακές διαφορές.

## **3. Παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα**

### **3.1 Εσωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα σε μια εταιρεία**

Τι καθορίζει το μέγεθος των πληρωμών μερισμάτων; Η κατανόηση αυτού του ζητήματος, που έχει απασχολήσει έντονα τους οικονομολόγους της χρηματοοικονομικής για σχεδόν 50 χρόνια, είναι σημαντική επειδή οι εταιρείες διανέμουν ένα σημαντικό ποσό των πόρων τους στους μετόχους κάθε χρόνο.

Όπως φαίνεται σε οικονομικά στοιχεία που συλλέχθηκαν από μελέτες στην Αμερική, το ονομαστικό ποσό δολαρίου που καταβλήθηκε ως μερίσμα αυξήθηκε φτάνοντας το ποσό των 165 δισ \$ έως το 2005 από 16 δις \$ που ήταν το 1971. Όταν δε συνδυάζεται με πληρωμές της μορφής επαναγοράς μετοχών, οι συνολικές πληρωμές στους μετόχους ανήλθαν σχεδόν σε 372 δισεκατομμύρια δολάρια το 2005 από 17 δισεκατομμύρια δολάρια το 1971.

Ένα από τα σημαντικότερα έργα αυτό των Miller and Modigliani (1961) επηρέασε τις πρώτες έρευνες σχετικά με τα κίνητρα και τις συνέπειες της πολιτικής μερισμάτων. Στο πλαίσιο των M&M, η επενδυτική πολιτική της εταιρείας είναι σταθερή και γνωστή στους επενδυτές. Επιπλέον, δεν υπάρχουν ατέλειες στην αγορά, όπως φόροι, κόστος συναλλαγών και

ασύμμετρες πληροφορίες. Η συμβολή των M&M έγκειται στο γεγονός ότι κάτω υπό αυτές τις συνθήκες, όλες οι εφικτές πολιτικές μερισμάτων περιλαμβάνουν τη διανομή της πλήρους παρούσας αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές θα ήταν αδιάφοροι μεταξύ του συνόλου των εφικτών πολιτικών μερισμάτων. Δηλαδή, η αξία της εταιρείας θα ήταν ανεξάρτητη από την πολιτική μερισμάτων που υιοθέτησε η διοίκηση.

Παρ'όλα αυτά, το γεγονός ότι οι διαχειριστές και οι αναλυτές χρεογράφων (security analysts) [2] αφιερώνουν πολύ χρόνο ανησυχώντας για την πολιτική μερισμάτων υποδηλώνει ότι πρέπει να είναι σχετική με κάποια έννοια. Οι οικονομολόγοι χρηματοοικονομικής έχουν διερευνήσει αυτήν τη συνάφεια, χαλαρώνοντας τις παραδοχές των M&M (1961) περί τέλειων κεφαλαιαγορών. Το προσαρμοσμένο μοντέλο οδήγησε σε θεωρίες μερισμάτων που βασίζονται σε φορολογικά συστήματα πελατείας (tax-based clientele), εναλλακτικά φορολογικά καθεστώτα, προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) και πληροφορίες σήματος (information signaling), μεταξύ άλλων. Κάθε μία από αυτές τις κατηγορίες θεωριών υπονοεί ότι τα μερίσματα είναι σχετικά με προβλέψιμους τρόπους. Δηλαδή, τα μερίσματα πρέπει να διαφέρουν μεταξύ των επιχειρήσεων και με την πάροδο του χρόνου με συστηματικούς τρόπους. Μέσα από την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και μια σύνθεση αποδεικτικών στοιχείων μέσα από χρονολογικές σειρές των προσδιοριστικών παραγόντων στα μερίσματα, αυτοί οι παράγοντες αντιπροσωπεύουν τρεις κύριες κατηγορίες: (1) τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, (2) τα χαρακτηριστικά της αγοράς και (3) υποκατάστατες μορφές πληρωμής.

[2] Αναλυτές χρεογράφων (security analysts) : Ένας αναλυτής χρεογράφου είναι ένας χρηματοοικονομικός επαγγελματίας που μελετά διάφορους κλάδους και εταιρείες, παρέχει αναφορές έρευνας και αποτίμησης και κάνει προτάσεις αγοράς, πώλησης

## ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Διάφοροι συγγραφείς έχουν υποθέσει ότι τα μερίσματα σχετίζονται με χαρακτηριστικά βασικών θεμελιωδών στοιχείων της εταιρείας όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία, οι ευκαιρίες ανάπτυξης και η ωριμότητα της. Επιπλέον, άλλοι έχουν προτείνει ότι τα μερίσματα σχετίζονται με πιο διακριτικά χαρακτηριστικά της εταιρείας, όπως η μόχλευση και οι πτυχές της δομής εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρείας. Σε αυτήν την ενότητα, συνοψίζουμε τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με το βαθμό στον οποίο τα διάφορα χαρακτηριστικά της επιχείρησης σχετίζονται με την πολιτική μερισμάτων. Αυτά τα στοιχεία, παρουσιάζει ο Πίνακας 3 και προέρχεται από διαστρωματικές δοκιμές (cross-sectional tests) της ροπής πληρωμής μερισμάτων, δοκιμές για το μέγεθος πληρωμής μερισμάτων (dividend payout) και απόδοσης μερισμάτων (dividend yield), και από δοκιμές συνολικής πληρωμής.



### Πίνακας 3

#### Χαρακτηριστικά επιχειρήσεων που συνδέονται με τα μερίσματα

Χαρακτηριστικά	Αντιπροσωπευτικές μελέτες	Αντίκτυπος διασύνδεσης
Μέγεθος εταιρείας	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
	Fama and French (2001)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Κερδοφορία	Fama and French (2001)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Ευκαιρίες ανάπτυξης	Smith and Watts (1992)	-
	Gaver and Gaver (1993)	-
	Fama and French (2001)	-
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	-
	Denis and Osobov (2008)	Μιξ
Ωριμότητα εταιρείας	Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Νομοθεσία	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
Δανεισμός	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
Κίνητρα αποζημίωσης	Smith and Watts (1992)	+
	Fenn and Liang (2004)	-

#### ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΘΕΜΕΛΙΑ

Οι Fama and French (2001) εκτίμησαν μοντέλα λογιστικής παλινδρόμησης (logit model), δηλαδή ερευνούν το μη γραμμικό αποτέλεσμα μίας εξαρτημένης κατηγορικής μεταβλητής αναφορικά με τη δράση πολλών ανεξάρτητων μεταβλητών, στα οποία η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ίση με την μονάδα εάν η εταιρεία πληρώνει τακτικά κοινά μερίσματα σε ένα δεδομένο έτος και μηδέν αν δεν πληρώνει. Αυτοί διαπίστωσαν ότι η πιθανότητα καταβολής μερισμάτων σχετίζεται θετικά με το μέγεθος και την κερδοφορία της εταιρείας ενώ σχετίζεται αρνητικά με τον εταιρικό δείκτη market to book που αντιπροσωπεύει το κλάσμα της λογιστικής αξίας της επιχείρησης προς την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης (ένα μέτρο ευκαιριών ανάπτυξης). Οι DeAngelo, DeAngelo και Stulz (2006) επεκτείνουν την ανάλυση

Fama- French συμπεριλαμβάνοντας το μέτρο εταιρικής ωριμότητας (ή στάδιο κύκλου ζωής), το οποίο είναι ο λόγος των διατηρούμενων κερδών (retained earnings) προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity) \* (RE / BE). Διαπιστώνουν ότι η τάση πληρωμής μερισμάτων σχετίζεται θετικά με την RE / BE αλλά αυτό το αποτέλεσμα εταιρικής ωριμότητας δεν εντάσσεται στα χαρακτηριστικά της μελέτης των Fama-French, αλλά στα αποδεικτικά στοιχεία των DeAngelo et al. που συνεπάγεται ότι ο λόγος των διατηρούμενων κερδών (retained earnings) προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity) RE / BE ασκεί την μεγαλύτερη οικονομική επίδραση στην τάση καταβολής μερισμάτων. Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity), γνωστή και ως ίδια κεφάλαια, είναι τα κοινά ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας που αντιπροσωπεύουν το διαθέσιμο ποσό για διανομή στους μετόχους. Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ισούται με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μείον τις συνολικές υποχρεώσεις, τις προτιμώμενες μετοχές και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία.

Οι Grullon, Michaely και Swaminathan (2002) επιβεβαιώνουν τη σχέση μεταξύ των μερισμάτων και της ωριμότητας των εταιρειών, αναφέροντας ότι οι εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα παρουσιάζουν μείωση του συστηματικού κινδύνου (systematic risk) και μελλοντικές μειώσεις της κερδοφορίας. Αυτές οι εταιρείες αποτυγχάνουν επίσης στην αύξηση των κεφαλαιουχικών δαπανών.

Συστηματικός κίνδυνος (systematic risk) στα χρηματοοικονομικά και τα οικονομικά, είναι η ευπάθεια σε γεγονότα που επηρεάζουν τα συνολικά αποτελέσματα, όπως οι ευρείες αποδόσεις της αγοράς, η συνολική εκμετάλλευση πόρων σε ολόκληρη την οικονομία ή το συνολικό εισόδημα.

Οι Smith και Watts (1992) και Gaver και Gaver (1993) υιοθετούν μια παρόμοια διαστρωματική προσέγγιση, αλλά αντί να εκτιμούν μοντέλα που προβλέπουν εάν μια εταιρεία πληρώνει μερίσματα, εκτιμούν μοντέλα στα οποία η απόδοση μερίσματος (dividend yield) και η πληρωμή μερισμάτων (dividend payout) είναι οι εξαρτημένες μεταβλητές. Χρησιμοποιώντας δεδομένα σε επίπεδο βιομηχανίας, οι Smith και Watts διαπιστώνουν ότι η απόδοση μερίσματος (dividend yield) σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της εταιρείας και στο κατά πόσον η εταιρεία έχει ρυθμιστεί (regulated), ενώ αντίθετα η απόδοση μερισμάτων σχετίζεται αρνητικά με μετρήσιμες επιλογές ανάπτυξης. Χρησιμοποιώντας δεδομένα εταιρικού επιπέδου, οι Gaver και Gaver επιβεβαιώνουν ότι οι εταιρείες ανάπτυξης έχουν χαμηλότερους δείκτες πληρωμών και χαμηλότερη απόδοση μερισμάτων.

Η σχέση μεταξύ μερισμάτων και εταιρικών θεμελιωδών στοιχείων φαίνεται επίσης να είναι ισχυρή σε επίπεδο χωρών. Οι Denis και Osobon (2008) αναλύουν τις πολιτικές μερισμάτων σε έξι ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές αγορές όπως : Ηνωμένες Πολιτείες, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς, Γερμανία, Γαλλία και Ιαπωνία. Εκεί διαπιστώνουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης,

η κερδοφορία και η ωριμότητα των επιχειρήσεων συνδέονται με την τάση να πληρώσουν μερίσματα και στις έξι χώρες. Η σχέση μεταξύ μερισμάτων και ευκαιριών ανάπτυξης είναι λιγότερο ισχυρή. Σε μελέτες των προσδιοριστικών παραγόντων απόδοσης μερισμάτων στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι Benito και Young (2001), Renneboog και Trojanowski (2005) και Ferris, Sen και Yui (2006) βρίσκουν παρόμοια στοιχεία με αυτά των Denis και Osobon, ενώ ο von Eije και Megginson (2008) αναφέρουν παρόμοια ευρήματα σε δείγμα εταιρειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τέλος, οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2004) αναφέρουν ότι το σύνολο των μερισμάτων συγκεντρώνονται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των μεγαλύτερων και πιο κερδοφόρων εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι Denis και Osobon (2008) επιβεβαιώνουν ότι αυτό το μοτίβο ισχύει και διεθνώς.

#### ΑΛΛΑ ΜΗ ΘΕΜΕΛΙΑΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Οι εμπειρικές μελέτες συνδέουν την μερισματική πολιτική με άλλα μη θεμελιακά χαρακτηριστικά των εταιρειών, όπως την πολιτική κεφαλαιακής διάρθρωσης ή της μόχλευσης και των ευκαιριών ανάπτυξης. Οι Smith και Watts (1992) βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης μερίσματος και της μόχλευσης και αποδίδουν αυτή την συσχέτιση στον κοινό προσδιορισμό των μερισμάτων και των πολιτικών μόχλευσης με βάση τις ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρείας.

Οι Smith και Watts (1992) αναφέρουν επίσης μια θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης μερισμάτων και των μπόνους ή αντίστοιχων προγραμμάτων διάθεσης μετοχών (stock option plans) για τα ανώτατα στελέχη. Υποστηρίζουν και πάλι ότι ο αντίκτυπος των επιλογών ανάπτυξης στον από κοινού προσδιορισμό των μερισμάτων και των πολιτικών αποζημίωσης των εργαζομένων οδηγεί αυτήν τη σχέση. Ωστόσο, οι Fenn και Liang (2001) διαπιστώνουν ότι, τα τελευταία χρόνια ελέγχοντας την ελεύθερη ταμειακή ροή, τα μερίσματα συσχετίζονται αρνητικά με τα προγράμματα διάθεσης μετοχών, όταν οι επαναγορές μετοχών γίνονται συχνότερες. Το αποδίδουν σε διευθυντές που έχουν μεγαλύτερες επιλογές προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης απόκτησης μετοχών (stock options) υποκαθιστώντας έτσι τις επαναγορές για χάρη των μερισμάτων, και αυτό γιατί τα μερίσματα μειώνουν την αξία του δικαιώματος αγοραστή (option holding) .

Συνολικά, τα υπάρχοντα στοιχεία δείχνουν ότι η πολιτική μερισμάτων σχετίζεται στενά με θεμελιώδη χαρακτηριστικά της εταιρείας, όπως ευκαιρίες ανάπτυξης, κερδοφορία, μέγεθος επιχείρησης και ωριμότητα επιχείρησης, καθώς και ενδογενείς επιλογές εταιρικής πολιτικής όπως μόχλευση και κίνητρα αποζημίωσης .

## 3.2 Εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα σε μια εταιρεία

### ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΓΟΡΑΣ

Μια ξεχωριστή γραμμή έρευνας υποθέτει μια σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των χαρακτηριστικών του περιβάλλοντος της αγοράς στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες. Στα παραδείγματα αυτών των χαρακτηριστικών περιλαμβάνονται οι φόροι, η νομοθεσία περί προστασίας των επενδυτών, το συναίσθημα των επενδυτών έναντι των μετοχών που πληρώνουν μερίσματα, το δημόσιο έναντι του ιδιωτικού καθεστώτος, τα χαρακτηριστικά των νέων εισηγμένων εταιρειών και ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων.

#### Φόροι

Στο βαθμό που οι κρατικοί φόροι έχουν διαφορετικό συντελεστή στα μερίσματα από τα κέρδη κεφαλαίου, αυτό μπορεί, θεωρητικά, να επηρεάσει την πολιτική πληρωμών μιας εταιρείας. Οι προσπάθειες για την εμπειρική ανάλυση του κατά πόσον οι φόροι επηρεάζουν τις αποφάσεις μερισμάτων περιπλέκονται από το γεγονός ότι οι οριακοί φορολογικοί συντελεστές (marginal tax rate) των επενδυτών είναι δύσκολο να παρατηρηθούν. Για το λόγο αυτό, μεγάλο μέρος της έρευνας σε αυτό το ερώτημα βασίζεται σε έμμεσες δοκιμές. Η συζήτηση σε αυτήν την ενότητα αντλείται εν μέρει από την έρευνα του Graham (2003) για αυτό το ζήτημα.

Οριακός φορολογικός συντελεστής (marginal tax rate) είναι ο λόγος της μεταβολής του φόρου προς τη μεταβολή της φορολογικής βάσης και εκφράζεται και αυτός επί τοις εκατό. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο ομοσπονδιακός οριακός φορολογικός συντελεστής για ένα άτομο αυξάνεται καθώς αυξάνεται το εισόδημα. Αυτή η μέθοδος φορολογίας, γνωστή ως προοδευτική φορολογία, στοχεύει στη φορολόγηση ατόμων με βάση τα κέρδη τους, με τους χαμηλού εισοδήματος να φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή από τους αντίστοιχους υψηλότερου εισοδήματος.

Τα στοιχεία σχετικά με το εάν οι φόροι επηρεάζουν τις προτιμήσεις των επενδυτών για μετοχές που πληρώνουν μερίσματα είναι μικτές. Ο Scholz (1992) αναλύει χρηματοοικονομικά δεδομένα των καταναλωτών από την έρευνα του το 1983 και αναφέρει μια αρνητική σχέση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης επενδυτών που έχουν στην κατοχή τους μετοχές και της σχετικής φορολογίας των μερισμάτων. Ωστόσο, οι Allen και Michaely (2003) θεωρούν ότι οι πλουσιότεροι και πιθανώς υψηλότερης φορολογικής απόδοσης επενδυτές λαμβάνουν και το μεγαλύτερο μέρος των μερισμάτων. Το τελευταίο εύρημα δημιουργεί αμφιβολίες για τους φόρους επί των μερισμάτων που είναι καθοριστικός παράγοντας για τις αποφάσεις των επενδυτών.

Άλλες μελέτες προσπαθούν να αναλύσουν πιο άμεσα εάν οι φόροι επηρεάζουν τις εταιρικές αποφάσεις πληρωμής. Ο Perez-Gonzalez (2003) διαπιστώνει ότι όταν οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις αυξάνουν (ή μειώνουν) τη φορολόγηση των μερισμάτων σε σχέση με τα κέρδη κεφαλαίου, οι εταιρείες με περισσότερους επενδυτές λιανικής (retail shareholders) (φορολογητέοι επενδυτές) μειώνουν (ή αυξάνουν) το μερίσμά τους. Οι Poterba και Summers (1984) αναφέρουν παρόμοια ευρήματα για το σύνολο των μερισμάτων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Αυτές οι μελέτες υποδηλώνουν ότι οι φόροι επηρεάζουν στην πραγματικότητα την εταιρική πολιτική πληρωμών.

Τέλος, οι Lie και Lie (1999) διαπιστώνουν ότι οι εταιρείες με χαμηλή πληρωμή μερισμάτων (πιθανώς επενδυτές με υψηλό φόρο) είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν επαναγορά μετοχών παρά να αυξάνουν τακτικά μερίσματα ή να πληρώνουν μετρητά μέσω ειδικών μερισμάτων. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι φόροι επενδυτών επηρεάζουν την πολιτική πληρωμών.

#### Νομοθεσία που προστατεύει τους επενδυτές

Όπως χρονολογείται από τον Easterbrook (1984), η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία έχει υποθέσει ότι τα μερίσματα είναι συνάρτηση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης (agency problems) μεταξύ των εσωτερικών και εξωτερικών επενδυτών της εταιρείας. Πιο πρόσφατα, πολλοί συγγραφείς έχουν αναγνωρίσει ότι μία από τις κύριες λύσεις στα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι η ύπαρξη και η επιβολή νόμων που προστατεύουν τους μετόχους από πιθανή απορρόφηση τους από εσωτερικούς επενδυτές της εταιρείας. Μαζί, αυτά τα ρεύματα της επιστημονικής βιβλιογραφίας υποδηλώνουν ότι τα μερίσματα πρέπει να αποτελούν συνάρτηση του νομικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες. Οι La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer και Vishny (2000) επισημοποιούν αυτήν την έννοια αναπτύσσοντας και δοκιμάζοντας δύο μοντέλα κόστους αντιπροσώπευσης της πολιτικής μερισμάτων. Σύμφωνα με το λεγόμενο μοντέλο αποτελεσμάτων, τα μερίσματα είναι «αποτέλεσμα» ενός αποτελεσματικού νομικού πλαισίου προστασίας των αδύναμων μετόχων (μειοψηφούντων μετόχων). Δηλαδή, οι νομικές αυτές δικλείδες υποχρεώνουν αποτελεσματικά τους εσωτερικούς επενδυτές και τους μετόχους της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας να προβούν σε πληρωμές στους μετόχους και όχι να αφομοιώσουν τους ιδιοκτήτες μετοχών μειοψηφίας. Σύμφωνα με το μοντέλο «αντικατάστασης» των La Porta et al., τα μερίσματα υποκαθιστούν τη νομική προστασία. Για να είναι σε θέση να συγκεντρώσουν εξωτερικά κεφάλαια με ελκυστικούς όρους, οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα για να δημιουργήσουν τη φήμη ότι δεν αφομοιώνονται οι μειοψηφούντες μέτοχοι.

Για να δοκιμάσουν αυτά τα μοντέλα κόστους αντιπροσώπευσης (agency costs), οι La Porta et al. (2000) αναλύουν τις πολιτικές μερισμάτων περισσότερων από 4.000 επιχειρήσεων από 33

χώρες σε όλο τον κόσμο. Χρησιμοποιώντας δείκτες για την ποιότητα της νομικής προστασίας των μετόχων μειοψηφίας ως όχημα για το πρόβλημα χαμηλότερης αντιπροσώπευσης, βρίσκουν μια σταθερή βάση υποστήριξης για το μοντέλο αποτελεσματικής αντιπροσώπευσης των μερισμάτων. Πρώτον, οι εταιρείες που λειτουργούν σε χώρες με καλύτερη προστασία των μειοψηφικών μετόχων πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα. Δεύτερον, σε αυτές τις χώρες, οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα από ό, τι οι εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης, σύμφωνα πάντα με την ιδέα ότι οι νόμιμα προστατευόμενοι μέτοχοι είναι πρόθυμοι να περιμένουν τα μερίδιά τους όταν μια εταιρεία έχει καλές επενδυτικές προοπτικές.

### Συναίσθημα επενδυτών

Οι Baker και Wurgler (2004a) αναπτύσσουν και δοκιμάζουν την υπόθεση ότι η επικρατούσα ζήτηση των επενδυτών για εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα οδηγεί εν τέλει στην απόφαση πληρωμής μερισμάτων. Δηλαδή, καθώς το επενδυτικό συναίσθημα μετατοπίζεται προς εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα, οι εταιρείες διαπραγματεύονται με τους επενδυτές, αυτοί να πληρώσουν ένα επιπλέον ποσό (premium) για μια μετοχή. Οι επιχειρήσεις ικανοποιούν αυτό το επενδυτικό συναίσθημα προσαρμόζοντας τις πολιτικές μερισμάτων προς την κατεύθυνση της πριμοδότησης μερίσματος (dividend premium) που επικρατούσε εκείνη την εποχή. Χρησιμοποιώντας χρονική διακύμανση σε τέσσερα υποδείγματα (proxies) για την πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium), οι Baker και Wurgler τεκμηριώνουν ότι αυτές οι εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα είναι πιο πιθανό να ξεκινήσουν να αποδίδουν μερίσματα όταν το αντάλλαγμα (premium) είναι υψηλό και αντίθετα, είναι πιο πιθανό να παραλείψουν τα μερίσματα όταν η πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium) είναι αρνητική. Πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium), ορίζεται ως η τιμή των εταιρειών που δίνουν μέρισμα σε σχέση με την τιμή των εταιρειών που δεν διανέμουν μέρισμα

Σε μια άλλη μελέτη, οι Baker και Wurgler (2004b) αναλύουν εάν η θεωρία επιθυμιών των επενδυτών στα μερίσματα (catering theory) ρίχνει φως στη μειωμένη τάση πληρωμής μερισμάτων που είχαν αρχικά τεκμηριωθεί από τους Fama και French (2001). Ο Baker και ο Wurgler εντοπίζουν τέσσερις διαφορετικές τάσεις στην τάση πληρωμής μεταξύ 1963 και 2000 - δύο περιόδους αυξημένης τάσης και δύο περιόδους μειωμένης τάσης - και συνδέουν εμπειρικά αυτές τις τάσεις με αλλαγές στην πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium). Τα ευρήματά τους είναι γενικά συνεπή με το συναίσθημα των επενδυτών που επηρεάζει την τάση πληρωμής μερισμάτων. Η μόνη περίοδος που φαίνεται να είναι ασυμβίβαστη με την υπόθεση της θεωρίας επιθυμιών των επενδυτών (catering theory) είναι οι αρχές της δεκαετίας του 1970, μια περίοδος κατά την οποία οι έλεγχοι των μισθών και των τιμών της εποχής Νίξον επηρέασαν τα μερίσματα.

Ένας από τους σημαντικότερους περιορισμούς της μελέτης Baker and Wurgler (2004a) είναι ότι αναλύει κυρίως γιατί οι εταιρείες ξεκινούν ή παραλείπουν τα μερίσματα σε αντίθεση με το πώς οι εταιρείες λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με την αλλαγή του επιπέδου των υπαρχόντων μερισμάτων. Για να αντιμετωπίσουν αυτόν τον περιορισμό, οι Li και Lie (2006) επεκτείνουν τη θεωρία επιθυμιών των επενδυτών (catering theory ) Baker και Wurgler ώστε να συμπεριλάβουν μειώσεις και αυξήσεις στα υπάρχοντα μερίσματα. Αναφέρουν ότι πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium) σχετίζεται τόσο με την πιθανότητα μείωσης και αύξησης μερίσματος όσο και με το μέγεθος των μερισμάτων. Οι Li και Lie διαπιστώνουν επίσης ότι οι αποδόσεις της ανακοίνωσης για μειώσεις μερίσματος σχετίζονται αρνητικά με την πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium), ενώ οι αποδόσεις ανακοίνωσης για αυξήσεις μερισμάτων σχετίζονται θετικά με την πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium). Ερμηνεύουν αυτά τα στοιχεία ως ένδειξη ότι οι συνθήκες κεφαλαιαγοράς εξαρτώνται από την ανταπόκριση της αγοράς σε ανακοινώσεις αλλαγής μερισμάτων σχετικά με την συνολική πριμοδότηση μερίσματος (dividend premium).

Παρόλο που τα προηγούμενα ευρήματα υποδηλώνουν ότι το συναίσθημα των επενδυτών είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής στις αμερικανικές εταιρείες, δύο πρόσφατες μελέτες αμφισβητούν το κύρος αυτών των ευρημάτων. Πρώτον, οι Hoberg και Prabhala (2006) διαπιστώνουν ότι μόλις ελέγξουν τον κίνδυνο, τα κίνητρα επιθυμίας των επενδυτών δεν είναι πλέον σημαντικά στην εξήγηση της φθίνουσας τάσης να πληρώνουν μερίσματα οι εταιρείες των ΗΠΑ. Δεύτερον, στη μελέτη τους σχετικά με τις πολιτικές μερισμάτων σε αρκετές χώρες, ο Denis και ο Osobon (2008) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα αποδεικτικά στοιχεία τους δημιουργούν σημαντική αμφιβολία σχετικά με την σημασία των κινήτρων στις επιθυμίες των επενδυτών στην τάση καταβολής μερισμάτων στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο, τον Καναδά, τη Γερμανία, τη Γαλλία , και την Ιαπωνία.

#### Δημόσιο έναντι του ιδιωτικού καθεστώτος

Ως επί το πλείστον, η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία εξέτασε τις εταιρικές πολιτικές πληρωμής των εταιρειών που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης, επειδή τα δεδομένα για αυτές τις εταιρείες είναι άμεσα διαθέσιμα. Αντίθετα, η έρευνα αγνόησε σε μεγάλο βαθμό τις πολιτικές μερισμάτων των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Αυτό εγείρει το ερώτημα εάν η πολιτική μερισμάτων επηρεάζεται από το εάν μια εταιρεία είναι δημόσια ή ιδιωτική. Για να αντιμετωπιστεί αυτό το ζήτημα, οι Michaely και Roberts (2007) συγκρίνουν τις πολιτικές μερισμάτων των εταιρειών που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας και ιδιωτικής διαπραγμάτευσης για να προσδιορίσουν τις δυνάμεις που διαμορφώνουν τις αποφάσεις

μερισμάτων. Όπως τεκμηριώνεται στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, οι Michaely και Roberts αναφέρουν ότι οι δημόσιες επιχειρήσεις υιοθετούν μια πολιτική εξομάλυνσης των μερισμάτων. Δηλαδή, σε σχέση με άλλες παρόμοιες ιδιωτικές εταιρείες, οι δημόσιες επιχειρήσεις είναι αντίθετες στην παράλειψη, τη μείωση και την έναρξη μερισμάτων. Επιπλέον, οι δημόσιες εταιρείες φαίνεται να αποφεύγουν τις μεγάλες αυξήσεις μερισμάτων. Αυτά τα ευρήματα συνάδουν με την άποψη ότι ο έλεγχος των αγορών δημοσίων μετοχών φαίνεται να ωθεί τους διαχειριστές να ακολουθούν πιο συντηρητικές πολιτικές μερισμάτων, δηλαδή σχετικά μικρές, συνεπείς αυξήσεις των μερισμάτων σε συνδυασμό με μια απροθυμία μείωσης των μερισμάτων. Επιπλέον, τα ευρήματα των Michaely και Roberts (2007) έχουν συνέπειες για την αλληλεπίδραση μεταξύ των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης και των μηχανισμών διακυβέρνησης στον καθορισμό μερισμάτων. Συγκεκριμένα, τα αποδεικτικά στοιχεία τους υποδηλώνουν ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ αυτών που κατέχουν την πλειοψηφία των μετόχων και αυτών της μειοψηφίας τείνουν να μειώσουν τις πληρωμές μερισμάτων σε πολλές ιδιωτικές εταιρείες. Επιπλέον, η σειρά των θεσμικών και διακυβερνητικών μηχανισμών που υπάρχουν στις δημόσιες αγορές μετριάζουν αυτές τις συγκρούσεις και οδηγούν σε σημαντικά υψηλότερα μερίσματα στις δημόσιες επιχειρήσεις. Επιπλέον, τα μερίσματα τείνουν να ανταποκρίνονται περισσότερο στις διακυμάνσεις των επενδύσεων σε δημόσιες επιχειρήσεις παρά στις ιδιωτικές εταιρείες.

#### Χαρακτηριστικά των πρόσφατα εισηγμένων δημοσίων εταιρειών

Αν και τα προαναφερθέντα ευρήματα υποδηλώνουν ότι εάν μια εταιρεία διαπραγματεύεται δημόσια έχει αντίκτυπο στην πολιτική μερισμάτων της, πρόσφατη έρευνα δείχνει επίσης ότι τα χαρακτηριστικά των εισηγμένων εταιρειών έχουν αλλάξει με την πάροδο του χρόνου στις Ηνωμένες Πολιτείες περισσότερο προς αυτά τα χαρακτηριστικά των τυπικών εταιρειών που δεν πληρώνουν μερίσματα. Συγκεκριμένα, οι Fama και French (2001) αναφέρουν ότι από το 1978, οι εταιρείες δημόσιας διαπραγμάτευσης στις Ηνωμένες Πολιτείες έχουν ολοένα και περισσότερο εμφανίσει τα χαρακτηριστικά εταιρειών που δεν έχουν πληρώσει ποτέ μερίσματα, όπως αυτές μικρού μεγέθους, χαμηλών κερδών και μεγάλων επενδύσεων σε σχέση με τα κέρδη τους. Οι κινητήριες δυνάμεις που διέπουν αυτήν την αλλαγή στον πληθυσμό των επιχειρήσεων είναι η τεράστια αύξηση και η μεταβαλλόμενη φύση των νέων λιστών για εταιρείες προς διαπραγμάτευση μετά το 1978. Σύμφωνα με τους Fama και French (2004), η διαστρωματική κατανομή της κερδοφορίας για τις νέες εισηγμένες εταιρείες με την πάροδο του χρόνου έχει αρνητική ασυμμετρία (lefted skewness), ενώ η κατανομή των ευκαιριών ανάπτυξης έχει δεξιά ασυμμετρία. Ως αποτέλεσμα, οι νεοεμφανιζόμενες εταιρείες με καταβολή μερισμάτων έγιναν όλο και πιο σπάνιες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και του 1990.



Οι Denis και Osobon (2008) επεκτείνουν αυτήν την έρευνα σχετικά με την τάση καταβολής μερισμάτων σε αρκετές ανεπτυγμένες διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, ο Καναδάς, η Γερμανία, η Γαλλία και η Ιαπωνία. Τεκμηριώνουν ότι, κατά την τελευταία δεκαετία, η σύνθεση του πληθυσμού των εισηγμένων εταιρειών σε όλες τις χώρες έχει αλλάξει προς την μορφή της μεγαλύτερης εκπροσώπησης εκείνων των επιχειρήσεων με τυπικά χαρακτηριστικά όπως εκείνων των εταιρειών που δεν πληρώνουν.

#### Ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων

Μέσα από την επίδρασή του στις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (agency conflicts), ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων μπορεί να είναι ένας επιπλέον εξωτερικός παράγοντας που επηρεάζει την απόφαση μιας εταιρείας να διανείμει πλεονάζοντα μετρητά (excess cash) στους μετόχους της. Οι Grullon και Michaely (2007) αναλύουν εάν η σχέση μεταξύ ανταγωνισμού στην αγορά προϊόντων και διευθυντικών κινήτρων έχει επιπτώσεις στην εταιρική πολιτική πληρωμών. Όπως και οι La Porta et al. (2000), οι Grullon και Michaely κάνουν διάκριση μεταξύ ενός μοντέλου αποτελέσματος (outcome model of dividend) και ενός μοντέλου αντικατάστασης (substitute model of dividend) μερισμάτων. Σύμφωνα με την έκδοση του μοντέλου αποτελέσματος, οι διαχειριστές (managers) σε πολύ ανταγωνιστικές αγορές διανέμουν περισσότερα μετρητά στους μετόχους τους, επειδή οι δυνάμεις του ανταγωνισμού είναι πιο πιθανό να τιμωρήσουν τους διευθυντές σε περίπτωση υπερβολικής επένδυσης. Εναλλακτικά, οι διαχειριστές σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές μπορούν να χρησιμοποιούν μερίσματα ως υποκατάστατο του ανταγωνισμού για να δημιουργήσουν καλή φήμη στις κεφαλαιαγορές ώστε να είναι σε θέση να αντλούν κεφάλαια με καλύτερους όρους στο μέλλον. Οι Grullon και Michaely (2007) βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις σε πιο συγκεντρωμένες ή λιγότερο ανταγωνιστικές βιομηχανίες έχουν σημαντικά χαμηλότερους δείκτες πληρωμών από ό,τι οι εταιρείες σε λιγότερο συγκεντρωμένες βιομηχανίες, γεγονός που υποστηρίζει την πρόβλεψη του μοντέλου αποτελέσματος (outcome model). Ωστόσο, μια εναλλακτική εξήγηση για αυτό το αποτέλεσμα θα μπορούσε να είναι ότι οι εταιρείες σε πιο συγκεντρωμένες αγορές πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα, επειδή πρέπει να συσσωρεύσουν μετρητά για να αποτρέψουν την επιθετική συμπεριφορά ανταγωνιστών τους (υπόθεση θηράματος - predation hypothesis). Η επιθετική συμπεριφορά θα πρέπει να είναι λιγότερο έντονη μεταξύ κυρίαρχων επιχειρήσεων, επειδή αυτές οι εταιρείες έχουν περισσότερους πόρους και ισχύ στην αγορά για να αποτρέψουν οποιαδήποτε επιθετική ενέργεια εκ μέρους ανταγωνιστή τους. Εάν η υπόθεση θηράματος (predation hypothesis) είναι αληθινή, η αρνητική σχέση μεταξύ των επιπέδων συγκέντρωσης της βιομηχανίας και των δεικτών πληρωμής (payout ratios) πρέπει να είναι ισχυρότερη μεταξύ των μη κυρίαρχων εταιρειών. Ωστόσο, τα εμπειρικά ευρήματα των Grullon

και Michaely δείχνουν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ των επιπέδων συγκέντρωσης της βιομηχανίας και των εταιρικών πληρωμών είναι πολύ ισχυρότερη μεταξύ κυρίαρχων εταιρειών που είναι πιθανότερο να έχουν υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης στις ελεύθερες ταμειακές ροές τους, ενισχύοντας έτσι την ιδέα ότι οι εταιρικές πληρωμές είναι το αποτέλεσμα των δυνάμεων του ανταγωνισμού της αγοράς προϊόντων.

### **3.3 Υποκατάστατες μορφές πληρωμής**

Πριν από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, οι εταιρείες χρησιμοποιούσαν μερίσματα σε μετρητά ως το κυρίαρχο μέσο επιστροφής κεφαλαίου στους μετόχους τους. Όπως αναφέραμε και στην αρχή του κεφαλαίου, οι επαναγορές μετοχών γίνονται όλο και πιο δημοφιλείς με την πάροδο του χρόνου και τώρα αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 50% των συνολικών πληρωμών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Σε γενικές γραμμές, η αύξηση της επαναγοράς μετοχών συμπίπτει με την μείωση του ποσοστού των αμερικανικών εταιρειών που πληρώνουν μερίσματα. Οι Fama και French (2001) δείχνουν ότι το ποσοστό αυτό μειώνεται από 67 τοις εκατό το 1978 σε 21 τοις εκατό το 1999. Αυτά τα μοτίβα αυξάνουν την πιθανότητα ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν όλο και περισσότερο επαναγορές μετοχών ως υποκατάστατο μερισμάτων.

Επειδή, η επαναγορά των μετοχών είναι θεωρητικά, μεμονωμένα γεγονότα ή προγράμματα, αρκετές μελέτες έχουν διερευνήσει την πιθανότητα οι εταιρείες να χρησιμοποιούν επαναγορές για να πληρώνουν προσωρινά κέρδη και να χρησιμοποιούν μερίσματα για να πληρώνουν πιο μόνιμα κέρδη. Οι Jagannathan, Stephens και Weisbach (2000) αναφέρουν ότι η πιθανότητα μιας εταιρείας να χρησιμοποιεί επαναγορές μετοχών παρά μερίσματα αυξάνεται όταν οι ταμειακές ροές μιας εταιρείας αποτελούνται από υψηλότερο ποσοστό μη λειτουργικών εσόδων σε σχέση με το αντίστοιχο ποσοστό λειτουργικών εσόδων, όταν η μεταβλητότητα των κερδών μιας εταιρείας πριν από την επαναγορά μετοχών είναι υψηλή και όταν οι μελλοντικές ταμειακές ροές μιας εταιρείας αναμένεται να μειωθούν. Ερμηνεύουν αυτά τα στοιχεία ως ένδειξη ότι οι διαχειριστές τείνουν να χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να πληρώνουν μόνιμες ταμειακές ροές και αντίστοιχα να χρησιμοποιούν τις επαναγορές μετοχών για να πληρώνουν προσωρινές ταμειακές ροές. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, οι Guay και Harford (2000) αναφέρουν ότι οι αιφνίδιες ταμειακές ροές που προηγούνται σημαντικών αυξήσεων μερισμάτων είναι σημαντικά πιο μόνιμες από τις αιφνίδιες ταμειακές ροές που προηγούνται της επαναγοράς μετοχών. Επιπλέον, οι μετά το σοκ ταμειακές ροές των εταιρειών που αύξησαν τα μερίσματα τους εμφανίζουν λιγότερη επαναστροφή στα επίπεδα προ σοκ των ταμειακών ροών από ό, τι οι εταιρείες επαναγοράς.

Οι προηγούμενες μελέτες υποδηλώνουν ότι τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών αποτελούν εναλλακτικά μέσα διανομής μετρητών στους μετόχους. Ωστόσο, οι Guay και

Harford (2000) δεν ασχολούνται άμεσα με το αν οι επαναγορές υποκαθιστούν τα μερίσματα. Πιο πρόσφατες μελέτες παρέχουν στοιχεία για αυτό το ζήτημα. Για παράδειγμα, οι Fama και French (2001) δείχνουν ότι το δείγμα των εταιρειών της μελέτης τους επιχειρεί κυρίως επαναγορές μετοχών όταν έχει ήδη πληρώσει μερίσματα. Κατά συνέπεια, τα αποδεικτικά στοιχεία τους υπονοούν ότι οι επαναγορές μετοχών κατά την περίοδο των ετών 1983-1998 αντικατοπτρίζουν κυρίως την αύξηση των επιθυμητών ποσοστών πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους τους. Με άλλα λόγια, το κύριο αποτέλεσμα της επαναγοράς μετοχών είναι να αυξήσουν τις πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά και να μην αντικαταστήσουν τα μερίσματα ως μορφή πληρωμής.

Φυσικά, οι επαναγορές δεν χρειάζεται να αντικαταστήσουν πλήρως τα μερίσματα ως μορφή εταιρικής πληρωμής. Τα τελευταία χρόνια, οι επαναγορές ενδέχεται να υποκαταστήσουν αυτό που διαφορετικά θα ήταν οι αυξήσεις στις πληρωμές μερισμάτων. Οι Grullon και Michaely (2002) παρέχουν κάποια στοιχεία ότι αυτό ίσως μπορεί να συμβαίνει. Υποθέτουν ότι εάν οι εταιρείες αντικαθιστούν τις επαναγορές για μερίσματα, θα πρέπει να υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των σφαλμάτων πρόβλεψης μερίσματος (αρνητικά αναμενόμενα μερίσματα) και της δραστηριότητας επαναγοράς μετοχών. Χρησιμοποιώντας το μοντέλο μερίσματος του Lintner (1956) για τη δημιουργία αναμενόμενων μελλοντικών πληρωμών μερισμάτων, αναφέρουν ότι τα σφάλματα πρόβλεψης μερισμάτων όντως συσχετίζονται αρνητικά με τη δραστηριότητα επαναγοράς μετοχών. Ως εκ τούτου, καθώς οι εταιρείες πληρώνουν μεγαλύτερα ποσά με τη μορφή επαναγοράς μετοχών, τείνουν να πληρώνουν λιγότερο από το αναμενόμενο ποσά με τη μορφή πληρωμών μερισμάτων. Οι Grullon και Michaely αναφέρουν επίσης ότι η αντίδραση της αγοράς σχετικά με την ανακοίνωση μειώσεων μερισμάτων είναι σημαντικά λιγότερο αρνητική για τις εταιρείες που ακολουθούν επαναγορές μετοχών από ό, τι για τις εταιρείες που δεν επαναγοράζουν τις μετοχές τους, υποστηρίζοντας περαιτέρω την ιδέα ότι οι επαναγορά μετοχών και τα μερίσματα είναι υποκατάστατα. Οι επενδυτές φαίνεται να τιμωρούν μια εταιρεία λιγότερο σε περίπτωση μείωσης μερίσματος όταν αντιλαμβάνονται ότι μια εταιρεία αντικαθιστά τις επαναγορές μετοχών για αυτά τα μερίσματα. Με βάση αυτά τα ευρήματα, οι Grullon και Michaely καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες αντικαθιστούν τις επαναγορές μετοχών για μερίσματα.

Πιο πρόσφατα, οι Dittmar και Dittmar (2004) διαπιστώνουν ότι όταν αυξάνονται τα μόνιμα κέρδη, οι εταιρείες αυξάνουν τα μερίσματα μετριοπαθώς ενώ αυξάνουν σημαντικά τις επαναγορές μετοχών. Ωστόσο, όταν αυξάνονται τα προσωρινά κέρδη, οι εταιρείες χρησιμοποιούν κεφάλαια μόνο για επαναγορά μετοχών. Επιπλέον, αυτό το πρότυπο συμπεριφοράς έχει ενισχυθεί με την πάροδο του χρόνου. Αναφέρουν ότι η ευαισθησία των μερισμάτων στις αλλαγές των μόνιμων κερδών μειώθηκε κατά περισσότερο από 75 τοις εκατό

μετά το 1977. Προφανώς, οι εταιρείες χρησιμοποιούν όλο και περισσότερο επαναγορές για να πληρώσουν ένα σύνολο κερδών που ιστορικά έχουν πληρώσει ως μερίσματα.

Τέλος, ο Skinner (2007) επεκτείνει τα ευρήματα των Grullon και Michaely (2002) αναλύοντας την εξέλιξη της σχέσης μεταξύ κερδών, μερισμάτων και επαναγορών τόσο σε συνολικό επίπεδο όσο και σε εταιρικό επίπεδο. Καταγράφει μια ολοένα και πιο ισχυρή σχέση μεταξύ επαναγοράς και κερδών, που εκδηλώνεται με μια ταχύτερη προσαρμογή της επαναγοράς μετοχών στα κέρδη. Με άλλα λόγια, η σχέση μεταξύ επαναγοράς και κερδών ενισχύθηκε με την πάροδο του χρόνου με τρόπο που υποδηλώνει ότι οι επαναγορές αντικαθιστούν τα μερίσματα. Αυτό το αποτέλεσμα ισχύει για τις μεγάλες, ώριμες και κερδοφόρες εταιρείες που συνεχίζουν να πληρώνουν μερίσματα, αλλά τώρα επίσης πραγματοποιούν τακτικές επαναγορές μετοχών, καθώς και για τις εταιρείες αυτές που πραγματοποιούν μόνο επαναγορές. Οι πολιτικές μερισμάτων γίνονται όλο και πιο συντηρητικές, ενώ οι επαναγορές απορροφούν όλο και περισσότερο τη διακύμανση των κερδών, δείχνοντας ότι η συνολική σχέση μεταξύ των κερδών των επιχειρήσεων και της συνολικής διανομής στους (μερίσματα συν επαναγορά) είναι ισχυρή. Όπως καταγράφεται στην μελέτη, κατά την περίοδο 1971-2005 για εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα και επαναγοράζουν μετοχές, τα συνολικά μερίσματα αυξήθηκαν σταθερά και ήταν σε μεγάλο βαθμό ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις στα κέρδη. Αντιθέτως, οι επαναγορές συνδέονται όλο και περισσότερο με τα κέρδη.

Έτσι, οι αμερικανικές εταιρείες φαίνεται όλο και περισσότερο να χρησιμοποιούν επαναγορές μετοχών ως υποκατάστατη μορφή πληρωμής στους μετόχους. Αυτή η συμπεριφορά είναι σε αντίθεση με το μεγαλύτερο μέρος του υπόλοιπου κόσμου, όπου οι επαναγορές μετοχών είναι πολύ λιγότερο συχνές, όπως σημειώνουν οι Denis και Osobon (2008).

### Συμπερασματικά

Η συζήτησή μας υπογραμμίζει πολλούς εμπειρικούς καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών πληρωμών μερισμάτων. Σε διάφορους βαθμούς, η ακαδημαϊκή έρευνα έχει τεκμηριώσει την υποστήριξη επιχειρημάτων ότι τα μερίσματα σχετίζονται με αρκετά εταιρικά χαρακτηριστικά, όπως μέγεθος, κερδοφορία, ευκαιρίες ανάπτυξης, ωριμότητα, μόχλευση, ιδιοκτησία μετοχών και κίνητρα αποζημίωσης. Υπάρχει επίσης συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και χαρακτηριστικών της αγοράς στην οποία λειτουργεί η εταιρεία, όπως φορολογικοί νόμοι, προστασία επενδυτών, ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων, επενδυτικό κλίμα και δημόσιο ή ιδιωτικό καθεστώς, καθώς και η διαθεσιμότητα εναλλακτικών μορφών εταιρικής πληρωμής, κυρίως, επαναγοράς μετοχών. Αυτά τα ευρήματα έχουν πολλές επιπτώσεις στις θεωρίες των εταιρικών μερισμάτων.

Πρώτον, το γεγονός ότι τα μερίσματα συνδέονται τόσο έντονα με το μέγεθος της επιχείρησης, την ωριμότητα της και την κερδοφορία δημιουργεί αμφιβολίες κατά το πόσο οι πληροφορίες σήματος (information signaling) που δημιουργούν οι παραπάνω μεταβλητές λειτουργούν ως καθοριστικός παράγοντας στα μερίσματα. Πιθανώς, οι επιχειρήσεις που χρειάζονται περισσότερο το σήμα ιδιωτικών πληροφοριών θα ήταν νέες, μικρές επιχειρήσεις που είναι λιγότερο κερδοφόρες. Ωστόσο, οι αντίθετοι τύποι επιχειρήσεων (μεγάλες, ώριμες και κερδοφόρες) είναι οι κύριοι πληρωτές μερισμάτων.

Δεύτερον, παρόλο που οι φόροι φαίνεται να διαδραματίζουν κάποιο ρόλο στις εταιρικές πολιτικές πληρωμής και στις επενδυτικές αποφάσεις των μετόχων, δεν φαίνεται να είναι καθοριστικός παράγοντας της πολιτικής μερισμάτων, καθώς οι πλούσιοι φορολογούμενοι επενδυτές λαμβάνουν ένα μεγάλο μέρος των μερισμάτων που καταβάλλονται στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αυτό φαίνεται να δημιουργεί αμφιβολίες για τις θεωρίες επίδρασης πελατών και φόρων σε σχέση με την μερισματική πολιτική.

Σε αυτό το σημείο, οι εμπειρικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των μερισμάτων φαίνεται να είναι πιο συνεπείς με τις θεωρίες της πολιτικής πληρωμών με βάση το κόστος αντιπροσώπευσης (agency costs), καθώς οι εταιρείες με το μεγαλύτερο δυνητικό κόστος αντιπροσώπευσης ελεύθερων ταμειακών ροών τους όπως οι ώριμες και κερδοφόρες εταιρείες είναι αυτές που πληρώνουν τα υψηλότερα μερίσματα. Εξηγώντας γιατί οι εταιρείες μπορεί να προτιμούν τα μερίσματα από τις επαναγορές μετοχών (και το αντίστροφο) και γιατί ξεκινούν την πληρωμή μερισμάτων θα απαιτηθούν πιο εκλεπτυσμένες εκδόσεις αυτών των θεωριών.

### **3.4 Συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής στην απόδοση της μετοχής και παράγοντες στην ναυτιλία**

Μπορεί κανείς να βρει πλήθος δημοσιευμένων άρθρων για την σχέση της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης μιας μετοχής. Γενικότερα υποστηρίχθηκε ότι τα μερίσματα επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών λόγω φορολογικών επιπτώσεων (Litzenberger και Ramaswamy). Στο συγκεκριμένο υπόδειγμα συμπεριλήφθηκε ως πρόσθετη επεξηγηματική μεταβλητή αυτή της μερισματικής απόδοσης (dividend yield) στο κλασσικό μοντέλο Capital Asset Pricing Management CAPM που περιγράφει τη σχέση μεταξύ του συστηματικού κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης κεφαλαίου δηλαδή μετοχών. Στο μελετώμενο αυτό υπόδειγμα, διαπιστώθηκε ότι ο συντελεστής της μεταβλητής απόδοσης μερίσματος ήταν θετικός, μικρότερος από την μονάδα και στατιστικά σημαντικός, υποδηλώνοντας έτσι ότι η απόδοση του μερίσματος σχετίζεται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών μια επιχείρησης.

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι δεν είναι όλοι οι συντελεστές απόδοσης μερισμάτων που αναφέρθηκαν από τους Litzenberger και Ramaswamy σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν.

Οι Black και Scholes, στο υπόδειγμα τους καταδεικνύουν ότι τα ευρήματα τους είναι σημαντικά για την πολιτική μερισμάτων μιας εταιρείας, επειδή υποστηρίζουν ότι η αύξηση των μερισμάτων δεν αναμένεται να έχει καθοριστική επίδραση στην τιμή της μετοχής. Επομένως, υποστηρίζουν ότι μια εταιρεία θα πρέπει να επιλέξει την μερισματική της πολιτική υπό την προϋπόθεση ότι οι αλλαγές στην πολιτική μερισμάτων δεν θα έχουν μόνιμη επίδραση στην τιμή της μετοχής της. Σε μια άλλη μελέτη, οι Elton, Gruber και Rentzler πραγματοποίησαν μια καθαρά εμπειρική εξέταση του εάν και σε ποιο βαθμό οι αποκλίσεις από το CAPM εξηγούνται από τις αποδόσεις μερισμάτων. Βρήκαν ότι η απόδοση του μερίσματος είχε σημαντική θετική σχέση με τις αποδόσεις μετοχών. Συγκεκριμένα, εκτός από τις μετοχές που δεν είχε αποδοθεί το μέρισμα τους πριν, όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η απόδοση της μετοχής. Αυτή η ομάδα μετοχών που δεν είχαν αποδώσει μερίσματα πριν, βρέθηκε να εμφανίζει αποδόσεις υψηλότερες από τις αναμενόμενες από αυτήν τη σχέση.

#### Μακροοικονομικοί παράγοντες στην ναυτιλία

Αρκετές μελέτες σχετικά με τις αποδόσεις και τον κίνδυνο της βιομηχανίας έχουν πραγματοποιηθεί σε εθνικό επίπεδο. Οι Saunders και Yourougou (1990) και Isimbabi (1994), για παράδειγμα, συγκρίνουν την αντίληψη του χρηματιστηρίου σχετικά με τον τραπεζικό κίνδυνο με άλλους βιομηχανικούς τομείς όπως οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, η διύλιση πετρελαίου και άλλοι στις ΗΠΑ. Και οι δύο μελέτες χρησιμοποιούν ένα μοντέλο πολλαπλών παραγόντων σε μια προσπάθεια να εξετάσουν την ευαισθησία των αποδόσεων των εταιρειών σε κάθε κλάδο σε ένα σύνολο μακροοικονομικών και βιομηχανικών παραγόντων κινδύνου. Οι Berry et al. (1988), Eun και Resnick (1992), Chen και Jordan (1993), Kavussanos και Marcoulis (1997) είναι μελέτες που χρησιμοποιούν επίσης βιομηχανική ταξινόμηση σε ίδια χώρα. Επιπλέον, προηγούμενες μελέτες έχουν εξετάσει την τιμολόγηση του κινδύνου σε σχέση με ένα σύνολο μακροοικονομικών παραγόντων ανάλογα με το μέγεθος (Chen et al., 1986; Poon and Taylor, 1991) και σύμφωνα με την ταξινόμηση της βιομηχανίας (Chen and Jordan, 1993). Οι μελέτες που αφορούσαν μετοχές στη ναυτιλιακή βιομηχανία ήταν πολύ περιορισμένες σε αριθμό και πεδίο εφαρμογής. Για παράδειγμα, οι Grammenos και Marcoulis (1996) εξετάζουν μια διαστρωμάτωση της απόδοσης μετοχών χρησιμοποιώντας ένα σύνολο μικροοικονομικών παραγόντων. Ωστόσο, οι ευαισθησίες της απόδοσης ναυτιλιακών μετοχών σε παγκόσμιους μακροοικονομικούς παράγοντες δεν έχουν εξεταστεί στο παρελθόν.

Για να καλυφθεί το κενό αυτό της βιβλιογραφίας παρουσιάζονται εμπειρικά στοιχεία της μελέτης των Γραμμένου και Αρκούλη (2002) σχετικά με τις αποδόσεις 36 ναυτιλιακών εταιρειών που είναι εισηγμένες σε 10 διαφορετικά χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο κατά την περίοδο Δεκεμβρίου 1989 έως Μαρτίου 1998 και η σχέση τους με αρκετές μακροοικονομικές

μεταβλητές. Επίσης εξετάστηκαν παγκόσμιες μακροοικονομικές μεταβλητές κινδύνου, σύμφωνα με το πνεύμα των Ferson και Harvey (1994) σε σχέση με τις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών εταιρειών.

Η εξαιρετικά διεθνής φύση της ναυτιλιακής βιομηχανίας και ο περίπλοκος μηχανισμός μέσω των οποίων καθορίζονται οι τιμές ναύλων από την αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης καθιστούσε την μελέτη ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα σε παγκόσμιο μακροοικονομικό επίπεδο. Να τονιστεί ότι η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι κατακερματισμένη (ξηρό χύδην φορτίο, δεξαμενόπλοια, υπο-αγορές και τακτικές γραμμές) σε μεγάλο βαθμό, με κάθε τομέα να αντιδρά διαφορετικά σε πολλές περιπτώσεις σε μια αλλαγή της ζήτησης ή και της προσφοράς. Ωστόσο, από μακροοικονομικής άποψης, ενδιαφέρεται κανείς για τις συνολικές ή μέσες επιπτώσεις τέτοιων αλλαγών στη ναυτιλιακή βιομηχανία στο σύνολό της. Υπό αυτή την βάση επιλέχθηκαν οι παγκόσμιοι μακροοικονομικοί παράγοντες που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση αυτή. Επιπλέον, το προφίλ κινδύνου / απόδοσης της ναυτιλιακής βιομηχανίας σε σχέση με τη μακροοικονομία μπορεί να είναι επωφελές για εκείνους τους επενδυτές που σκέφτονται να επενδύσουν σε ναυτιλιακές μετοχές, με την έννοια ότι μπορούν να τις συμπεριλάβουν στα χαρτοφυλάκια τους είτε για διαφοροποίηση είτε ακόμη και για σκοπούς κερδοσκοπίας, συγχρονίζοντας κατάλληλα την επένδυσή τους.

Στην μελέτη Γραμμένου και Αρκούλη (2002) το σύνολο των προκαθορισμένων παγκόσμιων μεταβλητών κινδύνου περιλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιο της τις αποδόσεις της παγκόσμιας αγοράς μετοχών, τις παγκόσμιες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών που μετρήθηκαν έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, των τιμών του πετρελαίου, του πληθωρισμού και της αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής. Εξετάστηκαν επίσης οι μηνιαίες μεταβολές της χωρητικότητας των πλοίων ως σημαντικός παράγοντας της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι σχέσεις των μακροοικονομικών παραγόντων με τις αποδόσεις της βιομηχανίας προσφέρουν μικρές ομοιότητες. Οι Berry et al. (1988) και Kavussanos και Marcoulis (2000), για παράδειγμα, βρίσκουν ότι η μακροοικονομία έχει διαφορετικά αποτελέσματα σε διάφορες βιομηχανίες στις ΗΠΑ. Αυτό καθιστά τις προσδοκίες δύσκολο να προσδιοριστούν. Η επίδραση ενός παγκόσμιου παράγοντα κινδύνου μπορεί να είναι θετική σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία και αρνητική ή ασήμαντη σε μια άλλη, ανάλογα με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της βιομηχανίας.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες ανά πάσα στιγμή. Έτσι, όπως έχει προταθεί από τους Chan et al. (1985), Bernard (1986), Wasserfallen (1989), Poon και Taylor (1991), οι καινοτομίες σε μακροοικονομικούς παράγοντες είναι οι σχετικές επεξηγηματικές μεταβλητές των αμοιβών κινδύνου (risk premia) που απονέμονται στο χρηματιστήριο. Επομένως, τα μοντέλα Auto-Regressive Moving Average (ARMA) χρησιμοποιούνται για το φιλτράρισμα του αναμενόμενου στοιχείου κάθε

μακροοικονομικής μεταβλητής και τα μη αναμενόμενα στοιχεία χρησιμοποιούνται ως επεξηγηματικές μεταβλητές. Στα χρηματοοικονομικά, αμοιβή κινδύνου (risk premia) ονομάζεται η ελάχιστη χρηματική αμοιβή η οποία αναμένεται ότι θα αποδοθεί από μια επένδυση με ρίσκο. Στόχος είναι να πεισθεί οποιοσδήποτε επενδυτής να προτιμήσει την επένδυση αυτή από μία άλλη επένδυση χωρίς ρίσκο.

Τα πιο σημαντικά ευρήματα αυτής της μελέτης Γραμμένου και Αρκούλη (2002), είναι οι διάφορες σημαντικές σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ των αποδόσεων των διεθνών ναυτιλιακών μετοχών και των παγκόσμιων παραγόντων κινδύνου. Οι τιμές του πετρελαίου και η χωρητικότητα έχουν συσχετιστεί αρνητικά με τις ναυτιλιακές μετοχές, ενώ η μεταβλητή της συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει θετική σχέση. Επιπλέον, δεν εντοπίστηκαν σημαντικές σχέσεις σχετικά με τα παγκόσμια μέτρα πληθωρισμού και της βιομηχανικής παραγωγής. Επιπλέον, οι σχέσεις των παγκόσμιων παραγόντων με τις αποδόσεις των ναυτιλιακών εταιρειών δοκιμάστηκαν σε έξι διαφορετικές χώρες. Βρέθηκε ότι σε γενικές γραμμές, οι μακροοικονομικοί παράγοντες δείχνουν ένα σταθερό μοτίβο στον τρόπο με τον οποίο συνδέονται με τη ναυτιλιακή βιομηχανία, σε διαφορετικές χώρες.

Παρόλο που οι εμπειρικές μελέτες για τη μοντελοποίηση των μακροοικονομικών καθοριστικών παραγόντων απόδοσης των μετοχών έχουν επικεντρωθεί σε ένα παρόμοιο σύνολο μεταβλητών (π.χ. Chen et al., (1986), Hamao, (1988), Martinez και Rubio, (1989), Wasserfallen, (1989) Poon και Taylor, (1991) Chen και Jordan, (1993)), οι σχέσεις μεταξύ της τιμής που εντοπίστηκε σε κάθε περίπτωση διαφέρουν. Ωστόσο στις ναυτιλιακές αγορές, οι δυνάμεις που δημιουργούν ισορροπία στην προσφορά και τη ζήτηση, στην χωρητικότητα πλοίων στην ναυτιλία (shipping tonnage) και οι τιμές ναύλων, η πιο σημαντική πηγή εισοδήματος για τις ναυτιλιακές εταιρείες μας παρέχουν μια εικόνα των εκ των προτέρων προσδοκιών. Ο Stopford (1997) εντοπίζει πέντε παράγοντες που πιστεύεται ότι επηρεάζουν τη ζήτηση και πέντε παράγοντες που πιστεύεται ότι επηρεάζουν την προσφορά των ναυτιλιακών μεταφορών. Οι παράγοντες της ζήτησης είναι: η παγκόσμια οικονομία, το θαλάσσιο εμπόριο, ο μέσος όρος ρυμούλκησης, τα πολιτικά γεγονότα και τα έξοδα μεταφοράς. Οι παράγοντες προσφοράς είναι: ο παγκόσμιος στόλος, η παραγωγικότητα του στόλου, οι παραδόσεις ναυπηγήσεων, οι διαλύσεις και οι τιμές ναύλων.

Αυτό το σύνολο των αναμενόμενων επιδράσεων στην προσφορά και τη ζήτηση παρέχει μια βάση για την μελέτη των Γραμμένου Αρκούλη (2002) που επιχειρεί να αποκαλύψει τις σχέσεις τιμολόγησης μεταξύ των διεθνών ναυτιλιακών μετοχών, των απρόβλεπτων αλλαγών στις αποδόσεις της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίου και το ακόλουθο προκαθορισμένο σύνολο παγκόσμιων μακροοικονομικών παραγόντων: (α) συναλλαγματικές ισοτιμίες β) παγκόσμιος πληθωρισμός (γ) μεταβολές στις τιμές του πετρελαίου (δ) ανάπτυξη της βιομηχανικής



παραγωγής · και (ε) καθορισμένη χωρητικότητα πλοίων, (ένας πολύ συγκεκριμένος παράγοντας για τη ναυτιλιακή βιομηχανία).

## Συμπερασματικά

Αρκετές σημαντικές σχέσεις δημιουργούνται μεταξύ των αποδόσεων των διεθνών ναυτιλιακών μετοχών και των παγκόσμιων παραγόντων κινδύνου. Οι τιμές του πετρελαίου και η χωρητικότητα πλοίων βρέθηκαν να σχετίζονται αρνητικά με τις αποδόσεις ναυτιλιακών μετοχών, ενώ η μεταβλητή της συναλλαγματικής ισοτιμίας παρουσιάζει θετική σχέση. Δεν εντοπίστηκαν σημαντικές σχέσεις σχετικά με τα παγκόσμια μέτρα πληθωρισμού και βιομηχανικής παραγωγής.

Επιπλέον, εξετάστηκαν οι παγκόσμιοι παράγοντες σε σχέση με τις αποδόσεις των ναυτιλιακών εταιρειών σε έξι διαφορετικές χώρες. Γενικά, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι μακροοικονομικοί παράγοντες εμφανίζουν ένα σταθερό μοτίβο στον τρόπο με το οποίο σχετίζονται με τη ναυτιλιακή βιομηχανία.

Εν κατακλείδι, τα ευρήματα σε αυτή τη μελέτη ήταν ενθαρρυντικά. Για πρώτη φορά, ένα προκαθορισμένο σύνολο παγκόσμιων μακροοικονομικών μεταβλητών κινδύνου χρησιμοποιείται και δοκιμάζεται για τις επιπτώσεις τους στις αποδόσεις μετοχών της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Το πιο σημαντικό είναι ότι έχουν προκύψει αρκετές σημαντικές σχέσεις, οι οποίες, με τη σειρά τους, έχουν πολλές επιπτώσεις για τον δυνητικό επενδυτή σε ναυτιλιακές μετοχές, οι οποίοι μπορούν να αυξήσουν τη διαφοροποίησή της ικανότητας του ή ακόμη και της κερδοσκοπίας κατά το χρονοδιάγραμμα της επένδυσής του.

## 4. Μερισματική πολιτική στην ναυτιλία

### 4.1 Η διαφορετική αποτύπωση στην σχέση της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης της μετοχής ναυτιλιακών επιχειρήσεων

Κατά τη διάρκεια των ετών έχει αναφερθεί μια πληθώρα ερευνών που αποσκοπούν στην ανακάλυψη μιας σταθερής και ουσιαστικής δομής παραγόντων στην απόδοση της τιμής των μετοχών. Ο Sharpe (1983) ξεκίνησε με την υπόθεση ότι οι αποδόσεις θα πρέπει να επηρεαστούν από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: τον συντελεστή βήτα μιας μετοχής (beta) με τον γενικό δείκτη μετοχών της εταιρείας πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ του χρηματιστηρίου (S&P), την απόδοση μερισμάτων (dividend yield), το μέγεθος της εταιρείας (market value of equity-αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων), τον συντελεστή βήτα με μακροπρόθεσμα ομόλογα, την προηγούμενη αξία του συντελεστή άλφα (alpha coefficient)[3] και οκτώ μεταβλητές συναφούς

τομέα. Τα αποτελέσματα της εφαρμογής αυτού του μοντέλου μελέτης που εφάρμοσε ο Sharpe για 2197 μετοχές σε μηνιαία βάση για όλους τους μήνες μεταξύ του έτους 1931 και του έτους 1979, πέρα από τον συντελεστή βήτα της μετοχής με ένα υπόδειγμα (proxy) για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, αποκάλυψαν ότι τα πρόσθετα χαρακτηριστικά, μπορεί να είναι χρήσιμα για την εξήγηση των διαστρωματικών αποδόσεων με την πάροδο του χρόνου.

Σε μεγάλο βαθμό, η δημοτικότητα του συντελεστή βήτα της αγοράς μεταξύ ακαδημαϊκών και επαγγελματιών πηγάζει από το γεγονός ότι η θεωρία πίσω από αυτήν είναι απλή. Τα προηγούμενα αποτελέσματα των Black, Jensen και Scholes (1972) και Fama και MacBeth (1973), ανέφεραν ότι υπάρχει μια θετική απλή σχέση μεταξύ μέσης απόδοσης και του συντελεστή βήτα της αγοράς. Ωστόσο, στοιχεία που ελήφθησαν από πιο πρόσφατη έρευνα δείχνουν ότι αυτό δεν θα μπορούσε να συμβεί. Οι Fama και French (1992) εξέτασαν τα αρχεία απόδοσης από όλες τις μη χρηματοοικονομικές μετοχές που διαπραγματεύονται σε NYSE, AMEX και NASDAQ μεταξύ 1963-1990. Οι παλινδρομήσεις, όταν οι συγγραφείς επέτρεψαν οι αλλαγές του συντελεστή βήτα να μην σχετίζονται με το μέγεθος της εταιρείας έδειξαν ότι οι συντελεστές βήτα δεν μπορούσαν να εξηγήσουν τις διαφορές στις διαστρωματικές αποδόσεις. Παρομοίως, όταν ο Jegadeesh (1992) έλεγξε την επίδραση του μεγέθους της εταιρείας, οι συντελεστές βήτα δεν εξήγησαν σχεδόν καμία από τις διαστρωματικές διαφορές στις αποδόσεις χαρτοφυλακίου.

[3] Συντελεστής άλφα (alpha coefficient): είναι ένας δείκτης που μετράει την απόδοση μιας επένδυσης αναλογικά με τον κίνδυνο που ανέλαβε ο επενδυτής.

Συνήθως ο δείκτης Άλφα μετράει την επίδοση μιας επένδυσης έναντι ενός δείκτη που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς και θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει την κίνηση της αγοράς στο σύνολό της.

Όπως προαναφέραμε και στο κεφάλαιο 3.4 υπάρχει πλήθος δημοσιευμένων άρθρων για την σχέση της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης μιας μετοχής και ισχυρά υποδείγματα όπως των Litzenberger και Ramaswamy και Black και Scholes που αποτυπώνουν αντιφατικά αποτελέσματα στο αν επιδρούν σημαντικά τα μερίσματα στην τιμή της μετοχής.

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι δεν είναι όλοι οι συντελεστές απόδοσης μερισμάτων που αναφέρθηκαν από τους Litzenberger και Ramaswamy σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν (π.χ. Black and Scholes (1974) και Miller and Scholes (1982)). Οι Black και Scholes, για παράδειγμα, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα ευρήματά τους είναι σημαντικά για την πολιτική μερισμάτων μιας εταιρείας, επειδή υποστηρίζουν ότι η αύξηση των μερισμάτων δεν αναμένεται να έχει καθοριστική επίδραση στην τιμή της μετοχής. Επομένως, υποστηρίζουν ότι μια εταιρεία θα πρέπει να επιλέξει την πολιτική μερισμάτων της υπό την προϋπόθεση ότι οι

αλλαγές στην πολιτική μερισμάτων δεν θα έχουν μόνιμη επίδραση στην τιμή της μετοχής της. Σε μια άλλη μελέτη, οι Elton, Gruber και Rentzler (1983) πραγματοποίησαν μια καθαρά εμπειρική εξέταση του κατά πόσον και σε ποιο βαθμό οι αποκλίσεις από το CAPM εξηγούνται από τις αποδόσεις μερισμάτων. Βρήκαν ότι η απόδοση του μερίσματος είχε σημαντική θετική σχέση με τις αποδόσεις. Συγκεκριμένα, εκτός από τις μετοχές που δεν είχαν καταβάλει μερίσματα στο παρελθόν, όσο υψηλότερη είναι η απόδοση του μερίσματος τόσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις. Αυτό το γκρουπ μετοχών που δεν είχαν καταβάλει μερίσματα πριν, βρέθηκε να εμφανίζει αποδόσεις υψηλότερες από τις αναμενόμενες από αυτήν τη σχέση.

Όσον αφορά τη μόχλευση, ο Bhandari (1988) χρησιμοποίησε μια μεθοδολογία παρόμοια των Fama και την McBeth για να δείξει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις σε κοινές μετοχές σχετίζονται θετικά με την αναλογία χρέους / ιδίων κεφαλαίων, μετά τον έλεγχο του συντελεστή βήτα και του μεγέθους της εταιρείας. Ορίζοντας τον λόγο χρέους / ιδίων κεφαλαίων ως (λογιστική αξία συνολικών περιουσιακών στοιχείων (Book Value of Total Assets) - Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (Book Value of Equity)) / (Αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (Market Value of Equity)), διαπίστωσαν ότι ο εκτιμώμενος συντελεστής του δείκτη χρέους/ ιδίων κεφαλαίων (debt/equity ratio) ήταν στατιστικά σημαντικός και ίσος με 0,13 τοις εκατό ανά μήνα. Σε μια μεταγενέστερη μελέτη, οι Fama και French (1992) χρησιμοποίησαν τη μεθοδολογία Fama και Macbeth για να προσδιορίσουν τη σχέση μεταξύ διάφορων μεταβλητών, συμπεριλαμβανομένης του δανεισμού (leverage) και των αποδόσεων μετοχών (stock returns). Χρησιμοποιούν δύο μεταβλητές μόχλευσης, τον δείκτη της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων προς την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (ratio of book assets to market equity) (ένα μέτρο αγοραίας μόχλευσης) και την αναλογία της λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book assets to book equity) (ένα μέτρο λογιστικής μόχλευσης). Στην μελέτη τους, πραγματοποιήθηκαν παλινδρομήσεις κάνοντας χρήση φυσικής καταγραφής των δεικτών μόχλευσης (leverage ratio) για να καταστήσουν ικανή την ερμηνεία του ρόλου των δύο αυτών δεικτών. Όπως ο Bhandari (1988), η υψηλότερη αγοραία μόχλευση σχετίζεται με υψηλότερη μέση απόδοση, αλλά αντίθετα η υψηλότερη λογιστική μόχλευση σχετίζεται με χαμηλότερη μέση απόδοση.

Μελετώντας καθαρά την σχέση της μερισματικής απόδοσης και της απόδοσης μετοχών ναυτιλιακών επιχειρήσεων θα επικεντρωθούμε στην έρευνα των Γραμμένου και Μαρκούλη (2006). Στην εν λόγω έρευνα, πάρθηκε ένα δείγμα 19 ναυτιλιακών εταιρειών εισηγμένων στα χρηματιστήρια του Λονδίνου, της Στοκχόλμης, του Όσλο, του AMEX, του Nasdaq και του NYSE. Η μέθοδος μελέτης που ακολουθήθηκε για το τεστ αυτό ήταν της διαστρωματικής παλινδρόμησης (cross-sectional regression) και σε αυτή χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές εκτός της μερισματικής απόδοσης (dividend yield), ο συντελεστής βήτα χρηματιστηριακής αγοράς της εταιρείας (company stock market beta), ο μέσος όρος ηλικίας του στόλου της

ναυτιλιακής επιχείρησης (average age of fleet), ο ποσοτικός δείκτης δανεισμού της εταιρείας (leverage ratio) και η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Λόγω της μελέτης μας στην μερισματική απόδοση επικεντρωθήκαμε στα αποτελέσματα της αλληλεξάρτησης της μεταβλητής αυτής με αυτή της απόδοσης της μετοχής. Το αποτέλεσμα των δύο συντελεστών αυτών μας δείχνουν ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες που είχαν την χαμηλότερη απόδοση μετοχών για μια τετραετία πλήρωναν την υψηλότερη μερισματική απόδοση. Όπως μπορούμε να διακρίνουμε και από το γράφημα της εν λόγω έρευνας.

## EIKONA 1

Μηνιαίος μέσος όρος απόδοσης μετοχής και μερίσματος

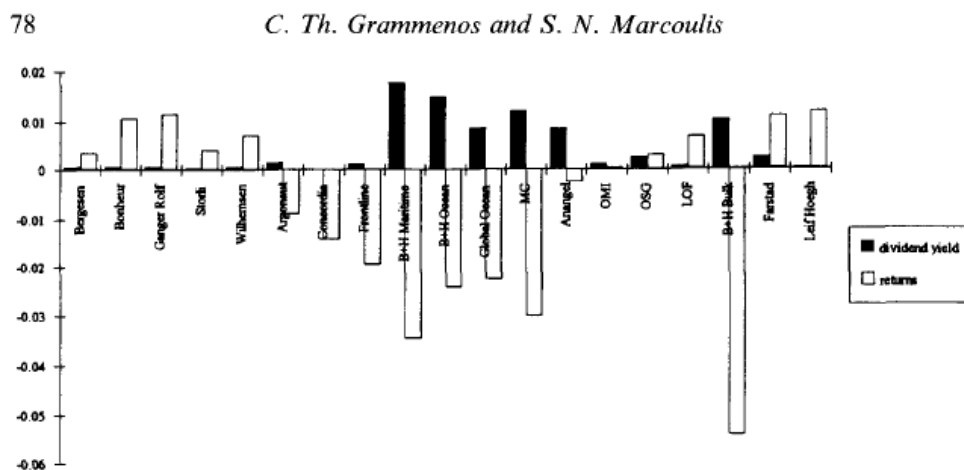


Figure 3. Average monthly returns and dividend yields.

Πηγή: (Grammenos & Marcoulis, A cross-section analysis of stock returns: The case of shipping firms, London, 2006)

### Συμπερασματικά

Αυτή η εργασία Γραμμένου και Μαρκούλη (2006) προσπάθησε να εξακριβώσει εάν η διαστρωματική απόδοση ενός δείγματος ναυτιλιακών εταιρειών σχετίζεται με τους ακόλουθους παράγοντες: τον εταιρικό συντελεστή beta της εταιρείας με το χρηματιστήριο, την οικονομική μόχλευση της εταιρείας, τη μέση ηλικία του στόλου της εταιρείας και την απόδοση μερίσματος. Δεκαεννέα εταιρείες αναλύθηκαν σε μια πενταετή περίοδο χρησιμοποιώντας την προσέγγιση της παλινδρόμησης διατομής του

Fama και MacBeth (1973). Όταν οι διαστρωματικές αποδόσεις υπέστησαν παλινδρόμηση με κάθε επεξηγηματική μεταβλητή από μόνη της, όλες οι μεταβλητές εκτός από το μέτρο

μόχλευσης του Bhandari (1988) βρέθηκαν να έχουν επεξηγηματική ισχύ. Διαπιστώσαμε ότι οι διαστρωματικές αποδόσεις (cross sectional returns) σχετίζονται θετικά με το δείκτη beta του χρηματιστηρίου και την χρηματοοικονομική μόχλευση όταν μετριέται σε όρους λογιστικής αξίας και σχετίζονται αρνητικά με τη μέση ηλικία του στόλου, είτε μετριέται ανά πλοίο είτε ανά χωρητικότητα εκτοπίσματος (deadweight) και με την απόδοση μερισμάτων (dividend yield). Ωστόσο, όταν ο συντελεστής beta της εταιρείας με το χρηματιστήριο περιλαμβάνεται στην ίδια εξίσωση με τη λογιστική αξία της μόχλευσης και τη μέση ηλικία του στόλου, καθίσταται ασήμαντη, υποδηλώνοντας έτσι ότι αυτές οι δύο μεταβλητές έχουν περισσότερη επεξηγηματική ισχύ της διαστρωματικής απόδοσης από ότι ο συντελεστής beta. Αυτό το εύρημα παραμένει αμετάβλητο όταν υπολογίστηκε η εξίσωση (η οποία περιλαμβάνει και τις τέσσερις επεξηγηματικές μεταβλητές).

Τα αποτελέσματα σχετικά με τον συντελεστή απόδοσης μερίσματος ήταν παρόμοια. Όταν οι διαστρωματικές αποδόσεις παλινδρομήθηκαν από μόνες τους με την απόδοση μερίσματος, ο συντελεστής απόδοσης μερίσματος βγήκε αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Το αρνητικό σημάδι του συντελεστή απόδοσης μερισμάτων ήταν εκπληκτικό υπό το φως των εμπειρικών στοιχείων σχετικά με αυτό το ζήτημα που υποδηλώνουν μια θετική σχέση. Ωστόσο, η στενότερη εξέταση του δείγματος μας αποκάλυψε ότι αυτός ο αρνητικός συντελεστής οφείλεται στις εταιρείες περιορισμένης διάρκειας ζωής, οι οποίες από τη μια πλευρά κατέβαλαν πολύ υψηλότερο μέρισμα από τις άλλες εταιρείες, ενώ από την άλλη πλευρά η απόδοση των τιμών των μετοχών τους ήταν χαμηλότερη από εκείνη των άλλων ναυτιλιακών εταιρειών. Ωστόσο, όταν συμπεριλήφθηκε η μερισματική απόδοση στην παλινδρόμηση συμπεριλαμβανομένης της λογιστικής αξίας της μόχλευσης και της μέσης ηλικίας του στόλου, έγινε εντελώς ασήμαντη, υποδηλώνοντας έτσι ότι κατατροπώνεται και από αυτές τις μεταβλητές. Τα ίδια συμπεράσματα συνάγονται όταν η απόδοση μερισμάτων εκτιμάται στο πλαίσιο της εξίσωσης.

Το πιο σημαντικό συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από αυτό το άρθρο είναι ότι δύο συγκεκριμένοι παράγοντες για την εταιρεία (η λογιστική αξία της μόχλευσης και η μέση ηλικία του στόλου) που περιλήφθηκαν στις διαστρωματικές παλινδρομήσεις κατέληξαν να είναι οι πιο ισχυροί στην εξήγηση της διαστρωματικής απόδοσης της μετοχής στην ναυτιλία.

#### **4.2 Η επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στις επενδυτικές αποφάσεις και τα μερίσματα στην ναυτιλιακή βιομηχανία**

Το ζήτημα των επενδύσεων είναι σημαντικό στη ναυτιλιακή βιβλιογραφία λόγω της ευμετάβλητης φύσης της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Οι ναυτιλιακές εταιρείες χρειάζονται επενδύσεις μεγάλης έντασης κεφαλαίου και λειτουργούν σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον

στο οποίο η αβεβαιότητα παίζει σημαντικό ρόλο. Η ανεπαρκής επένδυση μπορεί να οδηγήσει σε απώλειες και μείωση της αξίας της εταιρείας, καθώς και σε κίνδυνο της μακροπρόθεσμης ανταγωνιστικής θέσης μιας ναυτιλιακής εταιρείας, ενώ η υπερβολική επένδυση μπορεί να προκαλέσει αρνητική ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) εξαιτίας χρηματοοικονομικών δαπανών όταν οι ναύλοι είναι χαμηλοί. Ακατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις από μεμονωμένες ναυτιλιακές εταιρείες μπορούν να προκαλέσουν ανισορροπία στην αγορά και μεταβλητές τιμές ναύλων, οι οποίες πλήττουν την απόδοση και την ευημερία της ναυτιλιακής βιομηχανίας (Fan & Luo, 2013).

Οι εταιρείες θα μπορούσαν να ξοδεύουν ελεύθερες ταμειακές ροές ως μερίσματα, να χρησιμοποιούν μετρητά για να μειώσουν το χρέος ή για χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, να κρατήσουν τα μετρητά ως προληπτική αποταμίευση ή να ξοδέψουν την πλεονάζουσα ταμειακή ροή τους για επενδύσεις. Ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρείες χρησιμοποιούν εσωτερικά δημιουργούμενα μετρητά θα μπορούσαν να επηρεάσουν την ταχύτητα ανάκαμψης από μια ύφεση, η οποία συνοδεύεται από βελτιώσεις στην κερδοφορία (Chang et al., 2014). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) είναι η υπερβαίνουσα ταμειακή ροή από αυτή που απαιτείται για τη χρηματοδότηση όλων των επενδύσεων (projects) (Jensen, 1986) με καθαρή θετική παρούσα αξία (NPV). Σύμφωνα με την υπόθεση του FCF, οι εταιρείες με ελεύθερες ταμειακές ροές τείνουν να αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης λόγω σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ προσώπων που έχουν ενδιαφέρον ή συμφέρον με την ύπαρξη της εταιρείας (stakeholders) και των διαχειριστών της εταιρείας (mangers) (Zhang et al, 2016). Οι διαχειριστές εταιρειών έχουν κίνητρα να επενδύσουν από ότι να διανείμουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) ως μέρισμα παρά τις κακές επενδυτικές ευκαιρίες (που αντιπροσωπεύονται από αρνητικό NPV).

Οι εταιρείες με αβέβαιη ταμειακή ροή έχουν μεγαλύτερη δυσκολία πρόσβασης στην εξωτερική χρηματοδότηση και αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για ένα επενδυτικό έργο (Drobetz et al., 2016) επειδή οι πάροχοι κεφαλαίου λόγω της αβεβαιότητας αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο. Σε αυτήν την περίπτωση, οι εταιρείες είναι πιο περιορισμένες οικονομικά και πρέπει να βασίζονται σε εσωτερικές ταμειακές ροές, οι οποίες επηρεάζουν τόσο τα μερίσματα (Chaya & Suh, 2009) όσο και τις επενδύσεις (Minton & Schrand, 1999).

Αν και το ζήτημα του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF) προέκυψε από πολλές βιομηχανίες, οι εμπειρικές μελέτες στη ναυτιλιακή βιομηχανία είναι σχετικά λιγότερο ανεπτυγμένες (Drobetz et al., 2013; Drobetz et al., 2016; Fan & Luo, 2013). Η ναυτιλιακή βιομηχανία χαρακτηρίζεται από το υψηλό επίπεδο χρέους και την απτότητα των περιουσιακών της στοιχείων (πχ πλοία). Οι ναυτιλιακές εταιρείες αρχικά χρειάζονται βαριές επενδύσεις και να συνεχίζουν να επενδύουν σε εγκαταστάσεις, πλοία κ.λπ. Η έρευνα του Hee-Jung YEO (2018) με θέμα την επένδυση και το FCF φωτίζει εάν οι παραδοσιακές χρηματοοικονομικές θεωρίες

που επαλήθευσαν πολλές βιομηχανίες μπορούν να εφαρμοστούν στη ναυτιλιακή βιομηχανία. Η μελέτη αυτή διερευνά πώς οι ταμειακές ροές επηρεάζουν τα επίπεδα των επενδύσεων και τα μερίσματα στη ναυτιλιακή βιομηχανία. Χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS), η μελέτη αναφέρει πώς οι μεταβολές στο FCF των ναυτιλιακών εταιρειών, διαφορετικών μεγεθών, επηρεάζουν τις επενδύσεις και τα μερίσματα. Επιπλέον, δείχνει τον ρόλο του χρέους στη χρηματοδότηση των επενδύσεων.

Η μελέτη διαπιστώνει ότι το FCF είναι καθοριστικός παράγοντας για επενδύσεις και μερίσματα. Όσο μεγαλύτερο το FCF αυτό οδηγεί τις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις επενδύσεις και να μειώσουν τα μερίσματα. Η χρήση του χρέους επίσης μετριάζει την υπερβολική επένδυση.

### Εμπειρικά στοιχεία

Η έρευνα έχει ως βάση την βιβλιογραφική επισκόπηση παλιότερων μελετών στο θέμα όπως των Modigliani και Miller (1958) που υποθέτουν ότι οι επενδυτικές αποφάσεις βασίζονται στο FCF μιας επένδυσης και εάν λείπουν οι τρέχουσες ταμειακές ροές, οι επενδύσεις θα χρηματοδοτούνται με χρέη ή ίδια κεφάλαια. Οι φόροι (taxes), το κόστος έκδοσης (issuance costs) και οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (agency conflicts) που σχετίζονται με το χρέος και τα ίδια κεφάλαια επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου (Lewellen & Lewellen, 2016). Μια επιχείρηση μπορεί να επενδύει περισσότερο όταν η ταμειακή ροή είναι υψηλή, επειδή τα εσωτερικά κεφάλαια μπορεί να είναι λιγότερο δαπανηρά από τα εξωτερικά κεφάλαια και οι διαχειριστές ενδέχεται να ξοδέψουν φθηνότερα εσωτερικά κεφάλαια.

Το FCF μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή μείωση της αξίας της εταιρείας ανάλογα με τη χρήση του (McCabe & Yook, 1997). Η αξία της εταιρείας περιέχει διάφορα στοιχεία, όπως ακίνητα, εξοπλισμός, όνομα (brand) και μετρητά. Από αυτά τα στοιχεία, μόνο τα μετρητά μπορούν να χρησιμοποιηθούν ελεύθερα από τους διαχειριστές. Στην πραγματικότητα βέβαια, δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν «ελεύθερα» όλα τα μετρητά. Το μέρος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ελεύθερα περιγράφεται ως FCF. Η αποτελεσματική χρήση περιουσιακών στοιχείων ή επενδύσεων θα αυξήσουν την εταιρική αξία, αντίθετα η αναποτελεσματική χρήση περιουσιακών στοιχείων θα μειώσει την αξία της εταιρείας. Η ανάπτυξη της εταιρείας μπορεί να ωφελήσει τους διαχειριστές παρά τους μετόχους (Brush, Bromiley & Hendrickx, 2000). Το FCF δημιουργεί την επιθυμία μεταξύ των διαχειριστών να χρησιμοποιούν τα διαθέσιμα κεφάλαια για διάφορες δραστηριότητες που μπορεί ή όχι να συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Jensen, 1986). Το FCF μπορεί να παρακινήσει τους διαχειριστές να διατηρήσουν μετρητά στην εταιρεία και να μην το διανεμούν ως μερίσματα (Jensen, 1986). Οι διαχειριστές θα αυξήσουν την ελεγκτική τους δύναμη επί των περιουσιακών στοιχείων της

εταιρείας χρησιμοποιώντας το FCF για την αγορά περιουσιακών στοιχείων με προσωπικό όφελος σε αυτούς (Ang et al., 2000).

Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), οι διαχειριστές λαμβάνουν αποφάσεις για τα δικά τους συμφέροντα και όχι για τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders) της εταιρείας. Οι διευθυντές μεγαλύτερων εταιρειών επιδιώκουν ανάπτυξη με βάση την αύξηση των ευθυνών της διαχείρισης τέτοιων εταιρειών, διότι αυτό εγγυάται αύξηση τόσο της απασχόλησης όσο και των μισθών (Murphy, 1985). Η αύξηση των πωλήσεων επηρεάζει τους κορυφαίους διευθυντές δίνοντας τους κίνητρα προώθησης καθώς και τη διατήρηση ταλαντούχων υπαλλήλων, μέχρι να παρουσιαστούν ευκαιρίες για επενδύσεις σε νέο εξοπλισμό και πλοία (Kaplan & Norton, 1996).

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπει ότι οι ανώτεροι διευθυντές μπορούν να λαμβάνουν μη αξιοκρατικές αποφάσεις που να μεγιστοποιούν το εσωτερικό FCF επενδύοντας σε έργα αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας (NPV) για ιδιωτικό όφελος (Jensen, 1986). Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως υπερβολική επένδυση, που σχετίζεται με το πρόβλημα ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF) αντιπροσώπευσης, το οποίο αντικατοπτρίζει συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διαχειριστών (Zhang, 2009). Το χρέος μειώνει το FCF λόγω των πληρωμών τόκων. Η σχέση μεταξύ της επένδυσης και της ωριμότητας χρέους σχετίζεται με την αστάθεια στις επενδυτικές ευκαιρίες (Jeon & Nichihara, 2015).

Το επίπεδο της επένδυσης εξαρτάται από αυξητικούς κινδύνους (incremental risks). Εάν η επένδυση προκαλεί μεγαλύτερη μεταβλητότητα στον κλάδο, μπορεί να εξεταστεί από την οπτική του προβλήματος της υπερβολικής επένδυσης που σημείωσαν οι Jensen και Meckling (1976). Ο βέλτιστος δείκτης μόχλευσης (leverage ratio) είναι αντικυκλικός (countercyclical), δηλαδή είναι σχεδιασμένος να κρατήσει την οικονομία σε καθεστώς πλήρους απασχόλησης με το να εξομαλύνει τις διακυμάνσεις, αλλά το χάσμα στην αναλογία μόχλευσης σε κάθε εταιρεία είναι μεγαλύτερο όταν η αστάθεια της ευκαιρίας ανάπτυξης είναι υψηλότερη (Jeon & Nichihara, 2015).

Στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, οι υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του χρέους συμβάλλουν στην αποθάρρυνση της υπερβολικής επένδυσης του FCF από αυτοεξυπηρετούμενους διαχειριστές λόγω της προκαταβεβλημένης πληρωμής τόκων (Jensen, 1986). Ο Flannery (1986) αποδεικνύει ότι το χρέος μπορεί να σηματοδοτεί τη διαχειριστική προθυμία να ξοδέψει ταμειακές ροές ή αυτή της επόπτευσης του από τους δανειστές.

Ο Myers (1984) δηλώνει ότι οι εξαιρετικά κερδοφόρες εταιρείες με περιορισμένα επενδυτικά σχέδια έχουν χαμηλό δείκτη χρέους. Όταν η αξία των επενδυτικών έργων υπερβαίνει τα εσωτερικά κεφάλαια, οι εταιρείες πρέπει να τα συμπληρώνουν με τη χρήση κεφαλαίων εκτός επιχείρησης. Τα επενδυτικά έργα χρηματοδοτούνται κυρίως από εσωτερικά κεφάλαια



(Bhagwat & Debrune, 2009). Είναι επίσης πιθανό ότι λιγότερο κερδοφόρες εταιρείες θα έχουν δυσκολίες στη χρηματοδότηση νέων επενδυτικών σχεδίων.

Ωστόσο, το ίδιο το χρέος μπορεί να δημιουργήσει κόστος αντιπροσώπευσης. Εάν το χρέος δίνεται εξωγενώς, οι ιδιοκτήτες-διευθυντές μιας δανειζόμενης εταιρείας τείνουν να επενδύουν υπερβολικά και να επιλέγουν επενδυτικά σχέδια με επικίνδυνα και συχνά αρνητική παρούσα αξία λόγω της περιορισμένης ευθύνης τους (Zhang, 2009). Αυτό οδηγεί σε υποκατάσταση περιουσιακών στοιχείων (Jensen & Meckling, 1976), πράγμα που σημαίνει ότι η επένδυση αναμένεται να αυξήσει τον δανεισμό της εταιρείας.

Οι Greenwood και Hanson (2015) μελετούν τη σχέση μεταξύ των κύκλων άνθησης (boom), της βύθισης της αγοράς (bust) και της απόδοσης κεφαλαίου στη ναυτιλία ξηρού φορτίου. Τα υψηλά κέρδη πλοίων λίγο πριν από την πρόσφατη κρίση συσχετίστηκαν με τις υψηλές τιμές μεταχειρισμένων πλοίων και τις μεγάλες επενδύσεις σε νέα πλοία, αντίστοιχα προέβλεπαν χαμηλές μελλοντικές αποδόσεις. Έτσι οι ναυτιλιακές εταιρείες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, υπερεκτίμησαν τους κραδασμούς της ζήτησης και αγνόησαν εν μέρει την επενδυτική αντίδραση των ανταγωνιστών τους. Συμπερασματικά, οι εταιρείες πληρώνουν υπερβολικά για πλοία και επενδύουν επίσης υπερβολικά σε περιόδους boom.

Η αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι μια δαπανηρή διαδικασία για την εταιρεία. Οι περιορισμένες οικονομικά εταιρείες, ενδέχεται να εξαρτώνται από την εσωτερική χρηματοδότηση. Οι Gilchrist και Himmelberg (1995) βρίσκουν ότι οι επενδύσεις κεφαλαίου για εταιρείες με περιορισμένη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές είναι ευαίσθητες στις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών. Οι Cunha και Paisana (2004) βρήκαν ότι χρηματοοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακών επενδύσεων των εταιρειών.

Οι Chang et al. (2014) ταξινομούν τις περιορισμένες οικονομικά εταιρείες με βάση το μέγεθος της εταιρείας. Μια εταιρεία περιορίζεται οικονομικά εάν το μέγεθός της είναι μικρό. Διαπιστώνουν ότι περισσότερες περιορισμένες οικονομικά εταιρείες κατανέμουν περισσότερες ταμειακές ροές προς την κατεύθυνση του να κρατάνε μετρητά σε αντίθεση με τις λιγότερο περιορισμένες οικονομικά εταιρείες. Οι μεγάλες επιχειρήσεις κατανέμουν περισσότερες ταμειακές ροές προς επενδύσεις από ότι οι μικρότερες εταιρείες. Υποστηρίζουν επίσης ότι οι λιγότερο περιορισμένες επιχειρήσεις επενδύουν υπερβολικά. Η υψηλότερη ταμειακή ροή οδηγεί σε υψηλότερες επενδύσεις. Η εταιρική πολιτική μερισμάτων έχει σχεδιαστεί για να αποκαλύπτει προοπτικές κερδών στους επενδυτές (Brook et al., 1988). Η πολιτική μερισμάτων αξιολογείται εξετάζοντας τις μεταβολές ταμειακών ροών. Ωστόσο, σε μια ατελή κεφαλαιαγορά, στην οποία οι εταιρείες δεν μπορούν να αποκτήσουν απεριόριστο κεφάλαιο τόσο για επενδύσεις όσο και για μερίσματα, πρέπει να βασίζονται περισσότερο στις εσωτερικές ταμειακές ροές. Μόλις αυτές οι ταμειακές ροές γίνουν αβέβαιες, οι εταιρείες πρέπει να

αποφασίσουν να μειώσουν τα μερίσματα, να μειώσουν τις επενδύσεις, να προσαρμόσουν τα διαθέσιμα, ή να αποκτήσουν εξωτερική χρηματοδότηση (Deng et al., 2013).

Οι περισσότερες από τις προηγούμενες έρευνες έχουν μια σιωπηρή υπόθεση ότι τα μερίσματα είναι δευτερεύουσας σημασίας σε σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις. Ωστόσο, ορισμένα στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι οι εταιρείες λαμβάνουν πρώτα αποφάσεις για μερίσματα (Lintner, 1956), ή αντιμετωπίζουν ταυτόχρονα μερίσματα και επενδύσεις (Brav et al., 2005). Οι διευθυντές είναι απρόθυμοι να μειώσουν τα μερίσματα, και η διατήρηση των μερισμάτων είναι τουλάχιστον εξίσου σημαντική με την πραγματοποίηση επενδύσεων (Brav et al., 2005). Σε αυτήν την περίπτωση, τα μερίσματα και οι επενδυτικές αποφάσεις αλληλοεξαρτώνται και τα μερίσματα δεν είναι πλέον δεύτερης τάξης, πράγμα που έρχεται σε αντίθεση με τα εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών.

Οι Dhrymes και Kurz (1967) παρέχουν στοιχεία ότι η επένδυση και τα μερίσματα αλληλεξαρτώνται. Υποστηρίζουν ότι μια σταθερή πολιτική μερισμάτων εμποδίζει τις επενδύσεις μέσω της μείωσης του εσωτερικού κεφαλαίου, ενώ οι επιχειρήσεις με υπολειμματική πολιτική μερισμάτων μειώνουν πρώτα τα μερίσματα των εταιρικών επενδυτικών αναγκών.

Ο Deng (2013) διαπίστωσε ότι το επενδυτικό μέρισμα έχει μη γραμμική σχέση "σε σχήμα N", δεδομένου του διαφορετικού επιπέδου αβεβαιότητας των ταμειακών ροών. Αυτοί κατηγοριοποίησαν την αβεβαιότητα σε τρία επίπεδα, δηλαδή, χαμηλή, μέτρια και εξαιρετικά υψηλή. Βρήκαν μια αρνητική αλληλεξαρτώμενη σχέση μόνο σε ένα ορισμένο επίπεδο αβεβαιότητας ταμειακών ροών. Όταν η αβεβαιότητα του FCF είναι χαμηλή, υπάρχουν ισχυρά κίνητρα για τις εταιρείες να πληρώνουν μερίσματα και να πραγματοποιούν επενδύσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα μερίσματα και η επενδυτική ευαισθησία είναι θετικά και αυξανόμενα. Όταν η αβεβαιότητα του FCF είναι μέτρια, οι εταιρείες διατηρούν το επίπεδο της επένδυσής τους, μειώνοντας ελαφρά τα μερίσματα, έτσι ώστε η ευαισθησία να γίνει αρνητική και να μειώνεται. Όταν η αβεβαιότητα του FCF είναι υψηλή, οι εταιρείες μειώνουν τόσο τις επενδύσεις όσο και τα μερίσματα, γεγονός που αναγκάζει την ευαισθησία να γίνει θετική και να αυξάνεται ξανά.

Με βάση τη βιβλιογραφία, παρατηρείται πώς οι ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) επηρέασαν την επένδυση 135 ναυτιλιακών εταιρειών μετά την πρόσφατη κρίση.

## Συμπερασματικά

Με την μελέτη του Hee-Jung YEO (2018) διερευνάται, πώς η ταμειακή ροή επηρεάζει το επίπεδο επένδυσης και μερίσματος στη ναυτιλιακή βιομηχανία. Η μελέτη διαπιστώνει ότι οι μειώσεις στις ελεύθερες ταμειακές ροές δεν οδηγούν σε μείωση των επενδύσεων, αλλά σε μια ακόμη

πιο έντονη αλλαγή προς το χρέος. Αυτή η έρευνα δείχνει πώς οι ναυτιλιακές εταιρείες κατανέμουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές τους (FCF). Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι με την παρουσία αβεβαιότητας στις FCF των ναυτιλιακών εταιρειών, αυτές τείνουν να μειώνουν τα μερίσματα για να διατηρήσουν τις επενδύσεις. Χρησιμοποιούν την εξωτερική χρηματοδότηση ως το κύριο μέσο για την κάλυψη της αβεβαιότητας του FCF. Όλες οι εταιρείες που βρίσκονται σε κατάσταση νέας παραγγελίας πλοίων, επενδύουν σε μεγάλα πλοία. Η προσπάθεια υλοποίησης οικονομιών κλίμακας οδηγεί σε νέες παραγγελίες πλοίων που ταυτόχρονα αυξάνουν τον κίνδυνο της υπερπροσφοράς (UNCTAD, 2015).

Η μελέτη βρίσκει επίσης μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και επένδυσης. Αυτό συνάδει με την ερμηνεία ότι το χρέος περιορίζει την κλίμακα των επενδύσεων μειώνοντας το FCF. Η έρευνα επαληθεύει ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης μπορεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά των διαχειριστών σε σχέση με τις επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούνται. Οι διαχειριστές λαμβάνουν αποφάσεις για ίδιον συμφέρον και για έργα που δεν μεγιστοποιούν την αξία της εταιρείας με εσωτερικές ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF). Το πρόβλημα της υπερπροσφοράς πλοίων οφείλεται εν μέρει στην υπερβολική επένδυση, που σχετίζεται με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης των FCF. Κορυφαίοι διευθυντές επένδυσαν πάνω από τις ικανότητες της εταιρείας, ακόμη και αν γνώριζαν ότι η επένδυση θα προκαλούσε μεγαλύτερη αστάθεια στον κλάδο. Αυτές οι δαπάνες μπορούν να μειώσουν τις τιμές των μετοχών αυτών των εταιρειών και το ποσοστό ανάκαμψης των επενδύσεων αυτών. Αυτό δείχνει ότι πρέπει να καταβληθούν περισσότερες προσπάθειες στο ρυθμιστικό πλαίσιο των κανόνων ενός κράτους.

Ελλείπει αποτελεσματικής παρακολούθησης, οι διαχειριστές μπορούν να επιλέξουν να επενδύσουν σε έργα χαμηλής ή αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας και να αποκομίζουν οικονομικά ή άλλα οφέλη για ίδιον όφελος. Μια τέτοια ευκαιριακή συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών μπορεί να παρακολουθείται από τους μετόχους (Iskandar, Bukit & Sanusi, 2012) για να διασφαλιστεί ότι τα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά για την αύξηση της αξίας των μετόχων. Τα στοιχεία δείχνουν ότι μια δομή ιδιοκτησίας, όπως αυτή της ξένης ιδιοκτησίας δηλαδή ιδιοκτήτη που δεν είναι της ίδιας εθνικότητας με την χώρα προέλευσης της εταιρείας και της δημόσια ιδιοκτησίας δηλαδή εταιρείες με δομή παρόμοια με αυτές δημόσιου συμφέροντος μπορούν να παρέχουν παρακολούθηση της χρήσης περιουσιακών στοιχείων από τους διαχειριστές τους. Ένας άλλος τρόπος για την επίλυση του προβλήματος FCF ίσως είναι να επιτρέπεται στους διευθυντές να διατηρούν μερίδια τους στις δικές τους εταιρείες.

### **4.3 Αποτίμηση ναυτιλιακών εταιρειών βάσει μερισματικής απόδοσης**

Ο σκοπός του προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μέσω αποτίμησης είναι αφενός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας της και αφετέρου μια κατά το δυνατό ικανοποιητική πρόβλεψη της μελλοντικής της επίδοσης, λαμβάνοντας υπ' όψιν στους υπολογισμούς αυτούς τους παράγοντες της αβεβαιότητας και του κινδύνου.

Ενώ το εύρος των μετρήσεων αποτίμησης για τις δραστηριοποιούμενες στο χρηματιστήριο, με ελεύθερη διαπραγμάτευση των μετοχών τους ναυτιλιακές εταιρείες είναι αρκετά περιορισμένο, οι βασικές μετρήσεις εξαρτώνται κυρίως από τη νομική υπόσταση της εταιρείας αλλά και τον τύπο του κεφαλαιουχικού και επιχειρηματικού μοντέλου της. Ένα παράδειγμα νομικής δομής είναι οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, δηλαδή οι εταιρείες όπου τα ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία των επενδυτών και των ιδιοκτητών δεν διατρέχουν κίνδυνο εάν η εταιρεία αποτύχει και χρεοκοπήσει. Άλλο παράδειγμα είναι οι εταιρείες C-corporation όπου είναι νομικά δομημένες έτσι ώστε οι ιδιοκτήτες ή οι μέτοχοι να φορολογούνται ξεχωριστά από την οντότητα της επιχείρησης. Είναι επίσης οι πιο διαδεδομένες εταιρείες σε φορολογία εισοδήματος, δηλαδή η φορολόγηση των κερδών από την επιχείρηση είναι τόσο σε εταιρικό όσο και σε προσωπικό επίπεδο, δημιουργώντας μια κατάσταση διπλής φορολογίας. Γενικά, οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και οι εταιρείες C-corporation που δραστηριοποιούνται σε υποτομείς ναυτιλίας στους οποίους τα περιουσιακά στοιχεία που τους ανήκουν ή διαχειρίζονται απαιτούν υψηλή ρευστότητα (π.χ. dry bulk και αργό πετρέλαιο) αποτιμώνται βάσει των περιουσιακών τους στοιχείων. Ενώ οι εταιρείες C-corporation που δραστηριοποιούνται σε υποτομείς ναυτιλίας στους οποίους τα περιουσιακά στοιχεία που τους ανήκουν ή διαχειρίζονται απαιτούν χαμηλότερη ρευστότητα (π.χ. εμπορευματοκιβώτια, LNG, LPG, τρυπάνια, πλοία εφοδιασμού πλατφόρμας) συνήθως αποτιμώνται βάσει κερδών. Αντίστοιχα τα Master Limited Partnership (MLP), δηλαδή μια μορφή εταιρικής περιορισμένης συνεργασίας, επικεντρώνονται συνήθως στην ναυτιλία σε μακράς διάρκειας ναυλώσεις κάτι που είναι ορατό στον αριθμοδείκτη EBITDA και συνήθως αποφέρουν την αντίστοιχη μερισματική απόδοση στους επενδυτές τους. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης που κατέχουν ή εκμεταλλεύονται πλοία υψηλής ρευστότητας, όπως πλοία ξηρού φορτίου και αργού πετρελαίου, τείνουν να αποτιμώνται σε βάση περιουσιακών στοιχείων ή καθαρής αξίας ενεργητικού (NAV). Καθαρή αξία Ενεργητικού είναι η συνολική περιουσία των περιουσιακών στοιχείων, μείον τις αμοιβές διαχείρισης (μισθοί, bonus, κλπ), τις αμοιβές θεματοφύλακα, τις δαπάνες, τα κέρδη που διανέμονται κλπ. Ενώ ο υπολογισμός για την εξαγωγή του NAV ποικίλλει ανάλογα με τις δεδομένα που χρησιμοποιούνται, ο ορισμός παραμένει ο ίδιος: η αξία ρευστοποίησης (Liquidation Value) της εταιρείας. Ως αξία ρευστοποίησης (ή εκκαθαρίσεως) μιας επιχείρησης νοείται η αξία που η αγορά θα ήταν διατεθειμένη να πληρώσει για τα περιουσιακά της στοιχεία, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα.

Υπάρχουν δύο γενικά ισάξιες μέθοδοι για τον υπολογισμό της καθαρής αξίας ενεργητικού (NAV) μιας ναυτιλιακής εταιρείας όπως φαίνεται στην εικόνα 2. Η πρώτη μέθοδος συνίσταται στο άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας του στόλου που πλέει στην θάλασσα και των νεότευκτων πλοίων, μείον τις υπόλοιπες κεφαλαιακές δαπάνες για το νέο στόλο, καθώς και την προσαρμογή του ναύλου (η διαφορά μεταξύ της ναύλωσης και της τρέχουσας αγοραίας αξίας του ναύλου, προεξοφλούμενο με επιτόκιο που αντιστοιχεί στον προεπιλεγμένο κίνδυνο του ναυλοσυμφώνου), μείον το χρέος συν τα μετρητά. Η δεύτερη μέθοδος συνεπάγεται στο άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας του στόλου επί της θάλασσας, συν πληρωμών που πραγματοποιήθηκαν για κατασκευή πλοίων που βρίσκονται σε εξέλιξη, συν μεταβολή της αξίας συμβολαίων (η διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας νεότευκτων κατασκευών πλοίων και της τιμής αγοράς), συν της προσαρμογής ναύλωσης, μείον χρέος, συν μετρητά. Πιθανότατα, ο πιο στενά ακολουθούμενος δείκτης (ratio) στην αποτίμηση ναυτιλιακών μετοχών, τιμή (price) / NAV, δείχνει εάν η αξία των σχετικών ιδίων κεφαλαίων διαπραγματεύεται με μια επιπλέον τιμή (premium) ή με έκπτωση στην αξία ιδίων κεφαλαίων. Εάν μια ναυτιλιακή εταιρεία διαπραγματεύεται δημόσια με επιπλέον τιμή (premium) στη NAV, θα μπορούσε να έχει τη δυνατότητα να αποκτήσει πλοία ή άλλες ναυτιλιακές εταιρείες χρησιμοποιώντας τις μετοχές της ως αντάλλαγμα αντί μετρητών.

## EIKONA 2

### Μέθοδοι υπολογισμού καθαρής αξίας ενεργητικού (NAV)

Net Asset Value (Method 1)		Net Asset Value (Method 2)	
OTW Fleet Value	\$ XXX,XXX,XXX	OTW Fleet Value	\$ XXX,XXX,XXX
Newbuilding Fleet Value		Construction-In-Progress	
Less: Remaining Capex		Contract Value	
<b>Gross Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>	<b>Gross Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>
Charter Adjustment		Charter Adjustment	
<b>Adjusted Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>	<b>Adjusted Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>
Less: Debt		Less: Debt	
Less: Minority interest		Less: Minority interest	
Plus: Cash		Plus: Cash	
<b>Net Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>	<b>Net Asset Value</b>	<b>\$ XXX,XXX,XXX</b>

Πηγή: (Kavussanos & Visvikis, International handbook of shipping finance, UK, 2016)

*Προσδοκώμενα κέρδη:* ο δείκτης EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Μια άλλη μέτρηση αποτίμησης που ακολουθείται από επενδυτές σε ναυτιλιακά κεφάλαια είναι τα προσδοκώμενα κέρδη (forward earnings), πιο συγκεκριμένα ο προσδοκώμενος (forward) EBITDA δηλαδή ένας δείκτης που έχει να κάνει με την εξέλιξη της αξίας μιας μετοχής. Οι επενδυτές συνήθως θα αξιολογούν το forward EBITDA ως την αξία μιας επιχείρησης (enterprise value) / forward EBITDA (EV / EBITDA) σε μια πολλαπλασιαστική (multiples) βάση. Προκειμένου να εκτιμηθεί εάν ένα συγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο διαπραγματεύεται σε υψηλό ή χαμηλό EV / EBITDA multiple, οι επενδυτές

πρέπει να το συγκρίνουν με τις αντίστοιχες συγκρίσιμες εταιρείες. Συνήθως, τα υψηλότερα πολλαπλάσια είναι ένα σημάδι εταιρειών που περιλαμβάνουν υψηλότερη ανάπτυξη, ενώ τα χαμηλότερα πολλαπλάσια είναι ένα σημάδι μικρής ή καθόλου ανάπτυξης.

*Απόδοση μερισμάτων (dividend yield).* Η τρίτη βασική μέτρηση αποτίμησης για ναυτιλιακές εταιρείες που ενσωματώνονται ως Master Limited Partnership (MLP), δηλαδή μια μορφή εταιρικής περιορισμένης συνεργασίας, είναι η απόδοση μερίσματος. Στις σημερινές αγορές, τα MLP έχουν γίνει ελκυστικά επενδυτικά μέσα, καθώς οι μακροπρόθεσμες, σταθερές ταμειακές ροές που εξασφαλίζονται από τις εταιρείες καταβάλλονται στους επενδυτές σε τριμηνιαία βάση με ενσωματωμένα προγράμματα κινήτρων διαχείρισης, ώστε να ευθυγραμμίζονται, η διαχείριση της εταιρείας και τα συμφέροντα των μετόχων. Η απόδοση μερισμάτων αξιολογείται από τους επενδυτές σε προσδοκώμενη βάση και συνήθως υπολογίζεται ως το πιο πρόσφατο τριμηνιαίο μέρισμα του έτους. Η απόδοση μερισμάτων εκφράζεται ως ποσοστό της τρέχουσας τιμής μετοχής.

## **5. Το προφίλ των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων και το βασικά συστατικά του προτύπου μελέτης της εργασίας**

Με βάση την αποτίμηση των ναυτιλιακών εταιρειών όπως εξετάστηκε αυτή βιβλιογραφικά, σκοπεύουμε να εξετάσουμε την μερισματική απόδοση (dividend yield) και κατεπέκταση την μερισματική πολιτική (dividend policy) της ελληνικής ναυτιλίας και το πόσο αυτή επηρεάζεται με βάση το ύψος του αριθμοδείκτη (EBITDA), των περιουσιακών στοιχείων (total assets), των κερδών (net income) και της ρευστότητας της εταιρείας (cash ratio). Για τον σκοπό αυτό θα μελετήσουμε την μερισματική πολιτική 18 ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο και ομαδοποιημένες στους τρεις κλάδους απασχόλησης, δηλαδή το Χύδην ξηρού φορτίου (dry bulk sector), του Χύδην υγρού φορτίου (wet sector) και τις μεταφορές εμπορευματοκιβωτίων (containership sector).

Οι εταιρείες αυτές κατά τομέα είναι:

*Containership:* Costamare, Danaos Corporation, Global Ship Lease, Performance Shipping

*Dry bulk:* Diana Shipping, Eagle Bulk Shipping, EuroSeas Ltd, Globus Maritime Ltd, Navios Maritime Partners LP, Paragon Shipping, Safe Bulkers Inc, Star Bulk Carriers Corp

*Tanker/LNG:* Box Ships, Capital Product Partners, Dynagas LNG Partners, GasLog, StealthGas, TNP(Tsakos)

### **5.1 Μεθοδολογία**

Για την συλλογή του δείγματος μας πάρθηκαν δεδομένα από την βάση δεδομένων ycharts (<https://ycharts.com/>). Τα δεδομένα ήταν χρονολογικές σειρές τρίμηνης διάρκειας ενώ για την μελέτη του δείγματος μας ακολουθήθηκε η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (least square). Το λογισμικό που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνηση των βασικών συμπερασμάτων ήταν αυτό του Eviews, που είναι κατάλληλο για την πραγματοποίηση της ανάλυσης οικονομικών δεδομένων, την γραφική αναπαράσταση των αποτελεσμάτων και την κατασκευή οικονομετρικών υποδειγμάτων τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για χρηματοοικονομική, οικονομική στατιστική και πολιτική ανάλυση.

## **5.2 Περιορισμοί**

Το δείγμα δεδομένων δεν ήταν αρκετά μεγάλο για κάθε εταιρεία γιατί πολλές από τις ναυτιλιακές εταιρείες που μελετήσαμε απέδιδαν για μικρό διάστημα μερισματική απόδοση στους επενδυτές τους, ενώ άλλες ανέκοπταν την απόδοση και την επανέφεραν αρκετά χρόνια μετά κάνοντας το δείγμα μας να είναι χρονολογικά ασυνεχές και ουσιαστικά μη επαρκές για περαιτέρω μελέτη.

## **5.3 Αποτελέσματα**

Ενδεικτικά παραθέτουμε έναν πίνακα για κάθε κατηγορία που διακρίνεται ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές EBITDA, NET INCOME, TOTAL ASSETS και CASH RATIO, δεν περνάνε τον απαιτούμενο έλεγχο σημαντικότητας και έτσι δεν θεωρούνται αρκετά σημαντικοί να επηρεάσουν την μερισματική απόδοση (Dividend yield) των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**  
Εταιρεία Costamare

Dependent Variable: DIVIDEND\_YIELD  
Method: Least Squares  
Date: 05/15/20 Time: 10:33  
Sample: 2015Q2 2020Q1  
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.313913	0.102669	3.057529	0.0080
EBITDA	1.16E-10	6.73E-10	0.172046	0.8657
NET_INCOME	-3.94E-10	6.63E-10	-0.593793	0.5615
TOTAL_ASSETS	-5.97E-11	4.12E-11	-1.448223	0.1681
CASH_RATIO	-0.107251	0.043455	-2.468121	0.0261
R-squared	0.352094	Mean dependent var		0.090585
Adjusted R-squared	0.179319	S.D. dependent var		0.034342
S.E. of regression	0.031111	Akaike info criterion		-3.890198
Sum squared resid	0.014518	Schwarz criterion		-3.641265
Log likelihood	43.90198	Hannan-Quinn criter.		-3.841604
F-statistic	2.037877	Durbin-Watson stat		1.568065
Prob(F-statistic)	0.140451			

Πηγή: (Απεικόνιση αποτελεσμάτων οικονομετρικού προγράμματος Eviews)

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**  
Εταιρεία Navios

Dependent Variable: DIVIDEND\_YIELD  
Method: Least Squares  
Date: 05/15/20 Time: 11:10  
Sample: 2009Q3 2016Q3  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.281750	0.113450	2.483470	0.0207
EBITDA	2.70E-09	5.36E-09	0.504145	0.6190
NET_INCOME	-1.88E-08	4.99E-09	-3.774806	0.0010
TOTAL_ASSETS	1.14E-10	1.62E-10	0.701951	0.4898
CASH_RATIO	-1.73E-05	1.19E-05	-1.455464	0.1591
R-squared	0.760585	Mean dependent var		0.207961
Adjusted R-squared	0.718948	S.D. dependent var		0.278625
S.E. of regression	0.147711	Akaike info criterion		-0.826680
Sum squared resid	0.501829	Schwarz criterion		-0.588786
Log likelihood	16.57352	Hannan-Quinn criter.		-0.753953
F-statistic	18.26690	Durbin-Watson stat		1.532125
Prob(F-statistic)	0.000001			

Πηγή: (Απεικόνιση αποτελεσμάτων οικονομετρικού προγράμματος Eviews)



### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Εταιρεία TNP

Dependent Variable: DIVIDEND\_YIELD

Method: Least Squares

Date: 05/15/20 Time: 11:42

Sample: 2014Q4 2019Q4

Included observations: 21

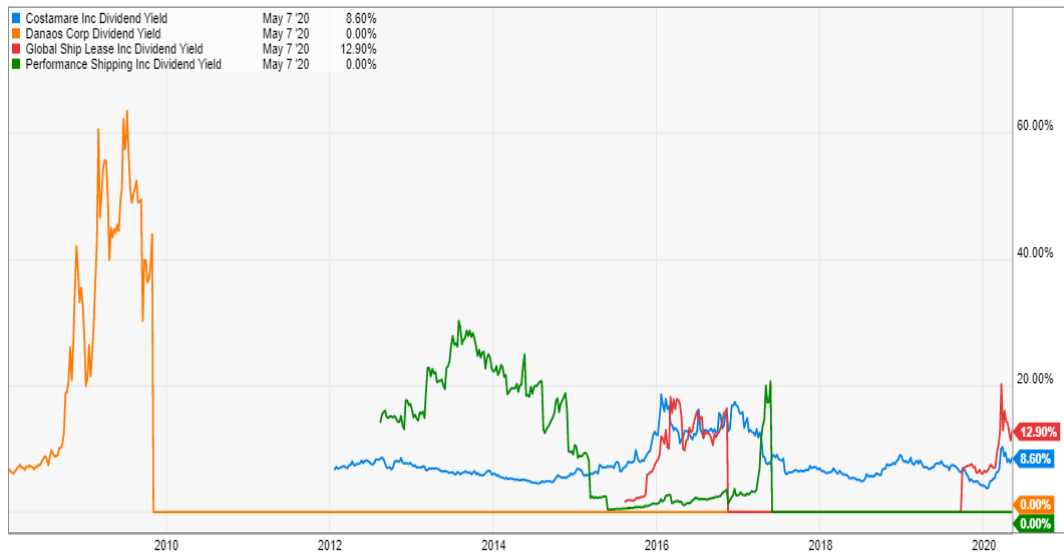
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.066033	0.037305	-1.770087	0.0958
EBITDA	-2.62E-11	6.53E-11	-0.401395	0.6934
NET_INCOME	-9.83E-11	7.90E-11	-1.243841	0.2315
TOTAL_ASSETS	3.71E-11	1.11E-11	3.343226	0.0041
CASH_RATIO	3.90E-06	3.10E-06	1.257663	0.2266
R-squared	0.685400	Mean dependent var		0.048610
Adjusted R-squared	0.606750	S.D. dependent var		0.016094
S.E. of regression	0.010093	Akaike info criterion		-6.149778
Sum squared resid	0.001630	Schwarz criterion		-5.901083
Log likelihood	69.57267	Hannan-Quinn criter.		-6.095805
F-statistic	8.714567	Durbin-Watson stat		1.302136
Prob(F-statistic)	0.000622			

Πηγή: (Απεικόνιση αποτελεσμάτων οικονομετρικού προγράμματος Eviews)

#### 5.4 Συγκριτική αξιολόγηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων

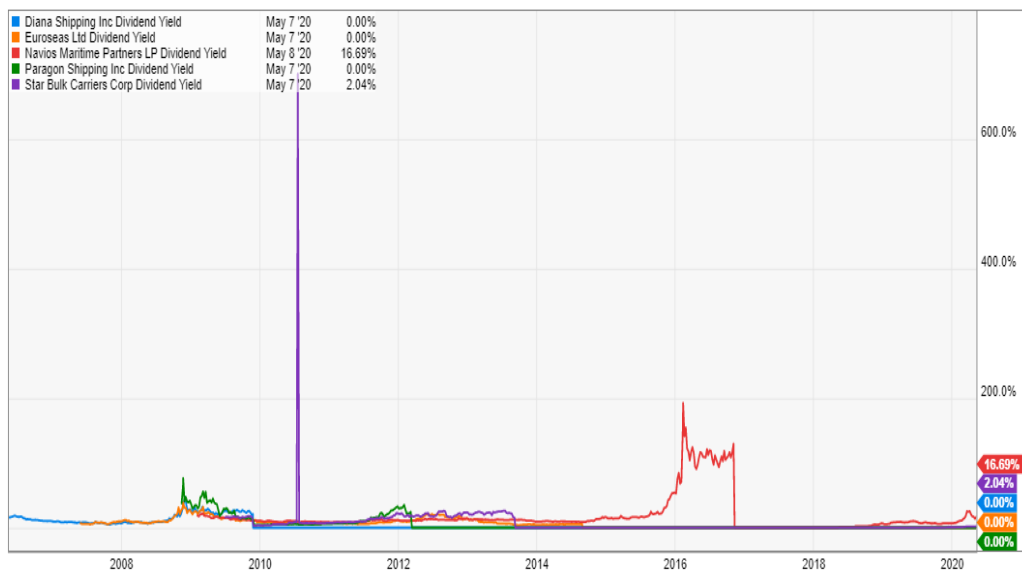
Επιπλέον διενεργήθηκε συγκριτική αξιολόγηση ανάμεσα στις 18 ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Μέσα από την συγκριτική αξιολόγηση που κάναμε παρατηρήσαμε ότι ο τομέας που είναι πιο ενεργός στην μερισματική απόδοση είναι αυτός της υγρού χύδην ναυτιλίας και των εμπορευματοκιβωτίων και όχι τόσο αυτός της χύδην ξηράς ναυτιλίας, όσον αφορά πάντα της ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές εταιρείες. Παρακάτω παραθέτουμε σε μορφή γραφήματος για κάθε κλάδο τις εταιρείες και την μερισματική απόδοση που δόθηκε πρώτη φορά χρονικά από αυτές μέχρι και την 7<sup>η</sup> Μαΐου του 2020.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 1 CONTAINERSHIPS



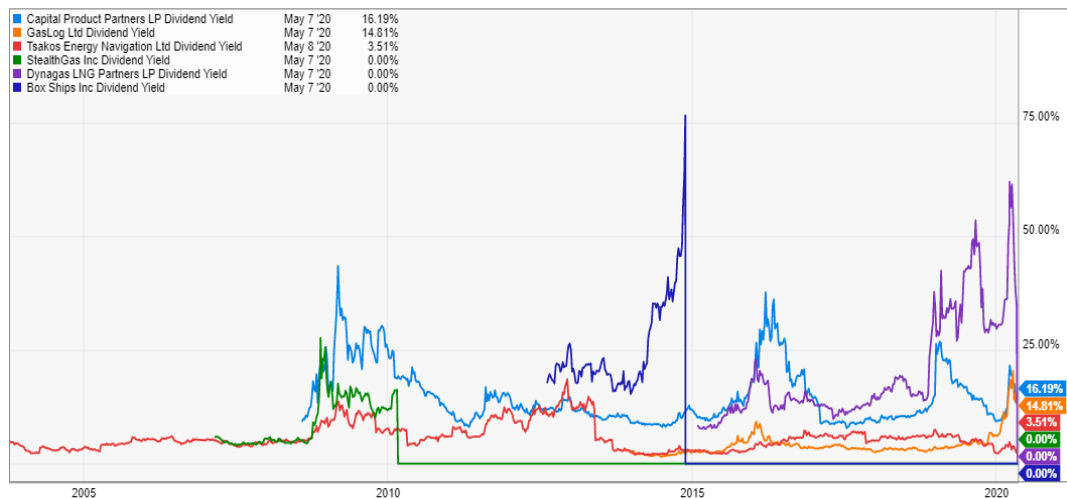
Πηγή: (<https://ycharts.com/>)

## ΓΡΑΦΗΜΑ 2 DRYBULK



Πηγή: (<https://ycharts.com/>)

### ΓΡΑΦΗΜΑ 3 WET SECTOR



Πηγή: (<https://ycharts.com/>)

Αυτό που παρατηρείται από τα γραφήματα είναι η παύση της απόδοσης μερίσματος στους επενδυτές σε αρκετές εταιρείες το έτος του 2010. Επίσης ένα από τα πιο περίεργα ευρήματα είναι αυτό της εταιρείας Star Bulk που την 19<sup>η</sup> Ιουλίου του 2010 έφτασε να αποδίδει μέρισμα 700% στους επενδυτές της και την επόμενη μέρα 20 Ιουλίου του 2010 σταμάτησε να αποδίδει μέρισμα έως και σήμερα.

Με βάση τον μέσο όρο του τελευταίου χρόνου αλλά και της τελευταίας 5ετίας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα οι εταιρείες που αποδίδουν μέρισμα στους επενδυτές τους αλλά και αυτές που έχουν σταματήσει.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 4

#### Benchmarking Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων

<i>Ναυτιλιακές εταιρείες</i>	<i>Μερισματική απόδοση (12 τελευταίων μηνών)</i>	<i>Μερισματική απόδοση (5 τελευταίων ετών)</i>
Costamare	9.5%	7.7%
Danaos Corporation	0.0%	0.0%
Global Ship Lease	0.0%	3.1%
Performance Shipping	0.0%	0.8%
Diana Shipping	0.0%	0.0%
Eagle Bulk Shipping	0.0%	0.0%
EuroSeas Ltd	0.0%	0.0%
Globus Maritime Ltd	0.0%	0.0%

Navios Maritime Partners LP	19.5%	8.8%
Paragon Shipping	0.0%	0.0%
Safe Bulkers Inc	0.0%	1.5%
Star Bulk Carriers Corp	4.5%	0.9%
Box Ships	0.0%	0.0%
Capital Product Partners	19.5%	12.1%
Dynagas LNG Partners	0.0%	15.2%
GasLog	16.5%	5.3%
StealthGas	0.0%	0.0%
TNP	8.2%	5.6%

Από τις 18 εταιρείες ελληνικών συμφερόντων μόνο οι (6) έξι αποδίδουν μέρισμα τον τελευταίο χρόνο, ενώ είναι και αυτές που αποδίδουν μέρισμα με αυξητική τάση σε σχέση με τον μέσο όρο μερίσματος την τελευταία 5ετία. Συνολικά την τελευταία 5ετία αποδίδουν μέρισμα (10) δέκα εταιρείες, ενώ οι υπόλοιπες (8) απέδιδαν μέρισμα σε ύστερη χρονική περίοδο. Η εταιρεία με την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση είναι αυτή της Navios Maritime Partners LP και της Capital Product Partners με 19,5% και από κοντά ακολουθεί η Gaslog με 16,5%.

## 6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σύμφωνα με τις μελέτες, τις θεωρίες και τα στοιχεία που έχουν παρουσιαστεί έως τώρα δεν μπορεί να βγει ασφαλές συμπέρασμα με το πότε, για ποιο λόγο και κάτω από ποιες οικονομικές συνθήκες οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις αποδίδουν μερίσματα στους επενδυτές τους. Ιδιαίτερα στις ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο τα συμπεράσματα είναι ακόμα πιο δύσκολο να εξαχθούν αν και παρατηρείται ότι εταιρείες leader του τομέα που δραστηριοποιούνται είναι πιο πιστές στην απόδοση μερισμάτων από ότι οι εταιρείες που είναι μικρότερες σε μέγεθος. Επίσης δεν εξάγεται κάποιο συμπέρασμα που να απαντά στο ερευνητικό ερώτημα μας που έχει να κάνει με την σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής και της αποτίμησης των ναυτιλιακών εταιρειών.

## 7. Βιβλιογραφικές Παραπομπές

### *Βιβλία*

- 1] Baker, K., (2009). *Dividends and dividends Policy*, New Jersey: Kolb Series
- 2] Frankfurter, G., & Wood, B. (2003). *Dividend Policy Theory and Practice*, USA: Elsevier Science
- 3] Grammenos, C., (2010). *The Handbook of Maritimes and economics and Business*, London: Lloyd's List
- 4] Kavussanos, M., & Visvikis, I. (2016). *International handbook of shipping finance*, Athens: Palgrave Macmillan

### *Επιστημονικά άρθρα*

- 1] Aldin Nizar Al-Malkawi, H., & Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). *Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence*, *EuroJournals*, 9, 171-200
- 2] Grammenos, C., & Arkoulis, A. (2002). *Macroeconomic Factors and International Shipping Stock Returns*, *International Journal of Maritime Economics*, 4, 81-99
- 3] Grammenos, C., & Marcoulis, A. (2006). *A cross-section analysis of stock returns: The case of shipping firms*, *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, 23, 67-80
- 4] Hee-Jung, Y. (2018). *Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry*, *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34, 113-118
- 5] Jagdish Raj, S. (2018). *Dividend Policy & Firm Value*, *Researchgate*, 1-17
- 6] Kavussanos, M., & Marcoulis, S. (2005). *Cross-Industry comparisons of the behavior of stock returns in shipping, transportation and other industries*, *Shipping Economics*, 12, 107-142
- 7] Michel, A. (2014). *Industry Influence on Dividend Policy*, *Financial Management*, 8, 22-26
- 8] Miller, M., & Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, *Journal of Business*, 4, 411-433