



Open your mind. LUT.

Lappeenranta University of Technology

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

Osingonmaksun lakkauttamisen vaikutus yrityksen markkina-arvoon lyhyellä aikavälillä

How dividend omissions affect companies market cap in the short term

12.5.2018

Tekijä: Ville Lättilä

Ohjaaja: Timo Leivo

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat	3
2.1 Tutkimuksen rajaukset.....	4
2.2 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	5
3. Aiemmat tutkimukset.....	6
4. Osingon maksamisen teoria	7
4.1 Bird-in-the-hand.....	7
4.2 Signaaliteoria.....	7
4.3 Catering-teoria.....	9
4.4 Clientele-teoria	10
4.5 Agenttiteoria	12
4.6 Käyttäytymistieteellinen-teoria	14
4.7 Modiglianin ja Millerin osingonmaksun irrelevanttusteoreema	16
4.8 Osinkohinnoittelumallit.....	18
5. Empiiriset tulokset.....	20
5.1 Edeltäneet 12 kuukautta	20
5.2 Ilmoitusajankohta ja kuukausitasojen tuotot	22
6. Yhteenveto.....	25
Lähdeluettelo	27

Tiivistelmä

Tekijä: Ville Lättilä

Tutkielman nimi: Osingonmaksun lakkauttamisen vaikutus yrityksen markkina-arvoon lyhyellä aikavälillä

Akateeminen yksikkö: LUT School of Business and Management

Koulutusohjelma: Talousjohtaminen

Ohjaaja: Timo Leivo

Hakusanat: Osingonmaksut, osingonmaksun lakkauttaminen, osingonmaksuun liittyvät teoriat, markkinareaktiot osinkoihin

Osingonmaksut ovat oleellinen osa yritysten toimintaa pörssissä. Osingonmaksujen merkitys on vähentynyt vuosien saatossa. Tilalle on osittain tullut omien osakkaiden ostaminen, joka on verotuksellisesti halvempaa kuin osinkojen maksaminen. Toisaalta osinkoja maksetaan kokonaisuudessaan enemmän kuin ikinä aiemmin, mutta osinkoja maksavia yrityksiä on aiempaa harvemmassa. Tavallisimpia osinkojen maksajia ovat vanhat yritykset, joilla on pitkät perinteet osinkojen maksamisesta. Osa yrityksistä on säännöllisiä osinkojen maksajia, joiden osinkoja omistajat odottavat vuosittain. Jos tähän tulee merkittävä odottamaton muutos, kuten osingon maksun lakkauttaminen, niin miten osakkeenomistajat reagoivat tähän tapahtumaan?

Tätä selvitettiin perehtymällä aiempiin tutkimuksiin aiheesta sekä tekemällä uutta tutkimusta käyttäen Nasdaqin HEX-indeksin osakkeita vuosilta 2006-2014. Tutkielma jaettiin useampaan osaan. Siinä selvitettiin osingonmaksuun liittyviä teorioita, aiempien tutkimusten tuloksia sekä tutkittiin osingonmaksun lakkauttaneiden osakkeiden tuottoa verrattuna markkinoiden tuottoon.

Tulokset olivat samankaltaiset kuin aiemmissä tutkimuksissa. Osingonmaksun lakkauttaminen laskee yrityksen markkina-arvoa lyhyellä aikavälillä merkittävästi. Tuotot ovat koko tutkimusaikavälillä (3 kuukautta) markkinoita heikommat. Yritysten osakkeet ovat myös tuottaneet edeltäneenä 12 kuukautena markkinoita heikommin.

Osingonmaksulla on edelleen nykypäivänä merkitystä osakkeenomistajille. Omistajat voivat nähdä osingot säännöllisenä vuosittaisena tulona. Osingonmaksun lakkauttaminen voi myös viitata merkittäviin ongelmiin mitä yritys on kohdannut tai mahdollisesti kohtaa lähitulevaisuudessaan.

Abstract

Author: Ville Lättilä

Name of the thesis: How dividend omissions affect company's market price in the short term

Faculty: LUT School of Business and Management

Bachelor's Program: Financial Management

Examiner: Timo Leivo

Keywords: Dividends, Dividend omission, Dividend theories, market reaction to dividends

Dividends are a part of the stock market companies' yearly actions. Companies pay dividends more rarely these days. There are other alternatives that companies can use, like buying its own shares, which are cheaper than paying dividends when considering taxes. On the other hand, the absolute monetary amount of paid dividends is larger than ever before, but there are fewer companies that pay dividends. The most common dividend payers are old companies which have long traditions of paying out dividends. Some of the stock market companies are regular dividend payers, whose dividends are regularly awaited by its stock owners. But if there happens an unexpected change like a dividend omission, how will the stock owners react to such an event?

The research was done by a literature review and by doing new research using stocks in the Nasdaq HEX-index from the 2006-2014 time period. The thesis was divided into three pieces. Different dividend theories were examined, literature review was done, and also new research was done by comparing returns from companies which omitted dividends and the benchmark index.

The results were similar to earlier studies. Dividend omissions lead to lower market values for the companies omitting dividends. The returns were lower compared to the benchmark index during the whole study period. Also, the companies performed poorly compared to the market during the previous 12-month period before omitting dividends

Dividends still matter to the shareholders. The shareholders can view the dividends as a steady yearly income. If the dividends are omitted, it might be a result of the company encountering some major difficulties or that it might be more aware of troubles looming ahead.

1. Johdanto

Kandidaatintutkielmassa tutkitaan osingonmaksun lakkauttamisen vaikutuksia yrityksen markkina-arvoon lyhyellä aikavälillä. Lyhyellä ajanjaksolla tarkoitetaan tässä tutkielmassa ilmoitusajankohtaa sekä yhden, kahden ja kolmen kuukauden ajanjaksoa ilmoituksen saamisen jälkeen.

Aihe on mielenkiintoinen, koska siinä tutkitaan osinkojen säännöllisen maksamisen merkitystä nykypäivänä osakkeenomistajille. Yhä harvempi yritys maksaa omistajilleen osinkoa. Yleisimmät osingonmaksajat ovat vanhempia yrityksiä, jotka tekevät paljon voittoa. Näillä yrityksillä on usein pitkä historia osingonmaksamisen suhteen. Yritysten johto ei mielellään muuta osinkojensa suuruutta merkittävästi. Kaikista epämiellyttävien vaihtoehtojen joukosta osingonmaksun lakkauttaminen (DeAngelo et al. 2004). Osingonmaksamiseen tehtävät suuret muutokset ovat voimakkaita tapahtumia osakemarkkinoilla. Osingonmaksun aloittaminen tai osingonmaksun lakkauttaminen johtavat markkinoista merkittävästi poikkeaviin tuottoihin (Michaely et al., 1995, Lie, 2004).

Yritykset voivat myös osinkojen maksamisen sijaan ostaa omia osakkeitaan tai voivat sijoittaa mahdollisia voittojaan erilaisiin investointikohteisiin. Yrityksiä jotka maksavat osinkoja ja ostavat omia osakkeitaan, mutta leikkaavat osingonmaksuaan ei rankaista markkinoilla yhtä suuresti kuin yrityksiä, jotka eivät osta omia osakkeitaan. Grullon & Michaely (2002) havaitsivat, että omia osakkeitaan ostavien ja osinkoa leikkaavien yritysten markkina-arvon lasku ei ole tilastollisesti merkittävä. Pelkkää osinkoa leikkaavien yritysten markkina-arvon lasku havaittiin toisaalta tilastollisesti merkittäväksi. Omien osakkeiden ostaminen on korvannut yritysten osingonmaksua. Vuonna 1980 Yhdysvalloissa yritykset ostivat omia osakkeitaan 13,1 %:a suhteessa mitä yritykset kokonaisuudessa maksoivat osinkoja. Vuosina 1999 ja 2000 yritykset käyttivät jo rahaa enemmän omien osakkeiden ostamiseensa kuin osinkojen maksamiseen.

Yrityksen lakkauttaessa osingon, se voi myös viitata mahdollisiin tuleviin vaikeuksiin lyhyellä aikavälillä (Lie, 2005). Osingonmaksun lakkauttamisen edeltäneen vuoden osakekohtainen tuotto on ollut usein hyvin negatiivinen (Michaely et al 1995). Osingonmaksujen merkitys on myös muuttunut paljon ajan kuluessa (Fama & French 2001). Nykypäivänä yhä harvempi yritys maksaa osinkoja. Osinkoja kuitenkin maksetaan kokonaisuudessaan nykypäivänä enemmän kuin aiemmin, niin nimellisesti kuin reaalisesti. Tämä johtuu siitä, että vanhat osingonmaksajat maksavat niitä aiempaa enemmän. Vuonna 2000 25 suurinta osinkojen

maksajaa vastasi 54,9 %:a kaikista maksetuista osingoista Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla. Tähän ryhmään ei laskettu rahoitusalan yrityksiä eikä sähkö- tai muita vastaavia yrityksiä.

Merkittävin seikka osinkojen vähenemiseen on ollut Yhdysvalloissa vuonna 1982 tapahtunut lakimuutos, joka vähensi yrityksen riskiä joutua oikeuteen osakekurssimanipulaatiosta, jos yritys ostaa omia osakkeitaan. Vuonna 1983 pörssiyritysten omien osakkeiden osto kolminkertaistui edelliseen vuoteen nähden. (Grullon & Michaely, 2002). Yritykset joiden voisi olettaa kasvattavan osinkoansa kuin mitä ne sillä hetkellä maksavat saattavat käyttää mahdolliset osingonmaksuun vapaana olevat rahat omien osakkeiden ostamiseen. Osinkoa maksavat yritykset pyrkivät säilyttämään osinkonsa samansuuruisena ja ostamaan investointien jälkeen ylijääneillä varoilla omia osakkeita (Brav et. al, 2003).

Syitä sille miksi yritykset käyttävät rahojaan omien osakkeiden ostamiseen osinkojen maksamisen sijaan löytyy useita. Maasta riippuen verotuskäytännöt vaihtelevat. Osinkojen verotus saattaa olla kalliimpaa omistajille kuin omien osakkeiden ostaminen. Pääomatulojen verotus voi olla alhaisempi kuin tuloverojen. Suurin osa merkittävimmistä tutkimuksista käsittelee Yhdysvaltoja (Grullon & Michaely, 2002). Yhdysvallat poikkeaa verotuksellisesti muihin maihin verrattuna. Suuressa osaa maita pääomatulojen ja ansiotulojen verotus on lähempänä toisiaan (La Porta et al, 2000). Yrityksen johdon on käytännön syistä helpompi ostaa yrityksen osakkeita kuin maksaa osinkoja. Yrityksen johto voi pyrkiä ajoittamaan osakeostoja ajankohtiin jolloin osakkeen suhteellinen hinta on liian alhainen. Tätä voidaan pitää nettonykyarvomenetelmän (NPV) mukaisena toimenpiteenä, joka lisää yrityksen markkina-arvoa (Lie, 2005). Yritysjohdon näkökulmasta liian alhainen osakkeen hinta on ollut tärkein syy sille miksi yritys käyttää varojaan omien osakkeiden ostamiseen (Brav et. al, 2003).

Käytännön syitä sille miksi yritykset lakkauttavat osingonmaksun on useita. Yritys voi käyttää varojaan uusiin ja tuottaviin investointeihin, jotka parantavat yrityksen kannattavuutta. Yritysten jotka lakkauttavat osingonmaksun, mutta investoivat merkittävästi uusiin kohteisiin, markkina-arvot eivät laske yhtä paljon kuin yritysten, jotka lakkauttavat osingonmaksamisen (Liang et al, 2011). Likviditeettiongelmat ja lyhyen ajan heikko kannattavuus voivat myös ajaa yrityksen lakkauttamaan osingonmaksamisen. Osingonmaksun lakkauttamisella yritykset voivat pyrkiä parantamaan taseitaan. Yritykset, jotka leikkaavat tai lakkauttavat osingonmaksamisen kassavarat ovat yleensä alhaiset ja velan määrä on suurempi kuin keskimääräisellä osinkoa maksavalla yrityksellä. Yrityksillä,

jotka lakkauttavat osingonmaksamisen, velkaisuus on vielä merkittävämpää kuin osingonmaksua leikkaavilla yrityksillä (Lie, 2004).

Miksi sijoittajat haluavat yrityksiltä osinkoja? Chiang et al (2006) tekemän kyselytutkimuksen tulokset eivät varsinaisesti ole yllättäviä. Näkökulma oli aiempiin aiheeseen liittyviin tutkimuksiin verrattuna erilainen. Siinä lähestyttiin asiaa siitä näkökulmasta, ettei sijoittaja ole täysin rationaalinen päätöksentekijä ja osinkojen saamiseen on mahdollisesti erilaisia motiiveja. Tutkimuksessa havaittiin, että:

- Sijoittajat pitävät osingoista.
- Sijoittajat haluavat, että osingonmaksu säilyy saman suuruisena tai kasvaa.
- Sijoittajat eivät halua, että osinkoa leikataan.
- Markkinat sekä yrityksen johto ovat hyvin tietoisia näistä seikoista.
- Kaikki sijoittajat eivät pidä osinkoja yhtä tärkeinä.

Yrityksiä jotka maksavat osinkoja voidaan pitää joissain tilanteissa turvallisempina kuin yrityksiä, jotka eivät maksa osinkoja. Osakemarkkinoilla laskukausien aikana osinkoja maksavat yritykset tuottavat paremmin kuin osinkoa maksamattomat yritykset. Samalla osinkoihin tehtävät muutokset vaikuttavat eri tavalla kuin nousukausina. Esimerkiksi laskukautena yrityksen nostaessa osinkoa, se tulkitaan hyvin positiivisesti. Ero osinkoa maksamattoman ja maksavan yrityksen kuukausituotoissa laskukautena oli 1-2 %:a kuukaudessa (Fuller & Goldstein, 2011).

2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelmat

Pääongelmana on selvittää, miten osingonmaksun lakkauttaneiden yritysten markkina-arvo muuttuu lyhyellä aikavälillä. Tällä pyritään selvittämään, miten osakemarkkinat reagoivat osinkomaksujen lakkauttamiseen. Ilmoituspäivänä pidetään ajankohtaa, jolloin yrityksen hallitus on ehdottanut, ettei osinkoa makseta edeltäneeltä tilikaudelta. Tämän lisäksi seurataan yrityksen markkina-arvon kehitystä kuukausitasolla kolmen kuukauden ajanjaksolla. Tutkielmassa keskitytään ainoastaan osingonmaksun keskeyttämiseen, joten on mahdollista, että osingonmaksun keskeyttänyt yritys on ostanut omia osakkeitaan osingonmaksun tilalla. Tutkielmassa kuitenkin huomioidaan erilaiset käteisvarojen siirrot omistajille. Jos yritys on maksanut ylimääräisiä osinkoja tai tehnyt pääomanpalautuksia osakkeenomistajille niin ne tulkitaan osinkoina ja kyseessä oleva yritys ei täytä kriteerejä

osingonmaksun lakkauttamisen suhteen. Ilmoitus osingonmaksun lakkauttamisesta on selvitetty lukemalla yritysten antamia tiedotteita.

Alaongelmana on selvittää kasvaako yrityskohtainen riski, jos osingonmaksamisen lakkauttaa. Tutkielmassa tähän käytetään CAP-mallia. Tämän lisäksi selvitetään, miten tutkittavat yritykset olivat kannattaneet edeltäneellä tilikaudella. Tutkielmassa myös selvitetään miten yritysten osakkeet ovat tuottaneet edellisten kahdentoista (12) kuukauden aikana. Edellisinä kahtenatoista kuukautena käytetään työpäiviä -2 – 252.

2.1 Tutkimuksen rajaukset

Tutkimuskohteeksi rajataan NASDAQ OMX Helsinki-indeksin osakkeet. Tutkittava aika on 6 vuotta (vuodet 2009 - 2014), mutta myös aiemmat kolme vuotta otetaan huomioon, jotta voidaan selvittää mitkä yritykset ovat maksaneet osinkoja säännöllisesti. Tutkielman kohteena ovat yritykset, jotka ovat kolmena aiempina vuonna maksaneet osinkoja, mutta ovat tämän jälkeen jostain syystä lakkauttaneet osinkojen maksamisen. Kolme vuotta on hyvä siitä syystä, että osakkeenomistajat sekä markkinat voivat olettaa yrityksen olevan säännöllinen osingonmaksaja. Suomessa osinkoa maksetaan yleensä vain kerran vuodessa. Yhdysvalloissa yrityksillä on tapana maksaa osinkoja joka kvartaalilla, joten kriteerit poikkeavat tästä syystä Suomen ja Yhdysvaltojen välillä. Aiemmissa tutkimuksissa on yleensä käytetty säännöllisen osingonmaksun kriteerinä kahta vuotta, mutta tässä täytyy ottaa huomioon se seikka, että yhdysvaltalaisilla yrityksillä on tapana maksaa joka kvartaalin jälkeen osinkoa (Benartzi et al, 1997, Lie, 2004).

Osa yrityksistä maksaa harvoin osinkoja ja osa yrityksistä ei ole maksanut niitä koskaan. Tällä tavalla voidaan eliminoida kyseessä olevat yritykset pois tutkimuksen kohteena olevasta ryhmästä. Vasta listautuneita yrityksiä ei oteta mukaan aineistoon. Yrityksen täytyy olla ollut listautuneena vähintään kolme vuotta. Aiemmista tutkimuksista poiketen tässä tutkielmassa ei poisteta rahoitusalan yrityksiä tai "utilities"-yrityksiä.

Rajatessa alueeksi vain NASDAQ OMX Helsinki-indeksin osakkeet on mahdollista verrata toteutuneita tuottoja muihin samassa pörssissä toimiviin yhtiöihin. Tämän avulla tutkielma voi keskittyä tutkimaan Suomeen listattuja yrityksiä. Tuottojen vertaamiseen käytetään kuitenkin Total Return-Indeksiä jolloin se huomioi myös maksetut osingot.

On olemassa riski, että jää huomaamatta hallituksen tekemiä ehdotuksia, ettei osinkoa makseta, mutta on kuitenkin päädytty maksamaan osinkoa. On myös mahdollista, että

yrittäjien hallitus ei ole sulkenut pois osingonmaksamisen mahdollisuutta, jolloin tilanne on niin sanotusti ”jäänyt auki”. Tällaiset yritykset korjataan pois aineistosta, koska ei ole mahdollista määrittää ajankohtaa jolloin osingonmaksua ei ehdoteta.

2.2 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkimuksen laatu on kvantitatiivinen. Tutkimusmenetelmä on niin sanottu ”event study”. Tutkimuksessa verrataan osakekohtaisia tuottoja Total Return-osakeindeksiin, joka sisältää myös maksetut osingot. Aineisto kerätään Thomson One Datastreamin avulla. Aineisto on helposti saatavilla Thomsonin tietokannasta ja aineiston lähdettä voidaan pitää luotettavana.

Tutkittaessa aineistoa lähemmin siitä löytyi yksittäisiä virheitä ja epäselviä tapauksia. Epäselvät tapaukset suljetaan tutkimuksen ulkopuolelle.

Taulukko 1. Vuosittaiset osingonmaksun lakkauttajat

2009	2010	2011	2012	2013	2014
11	8	4	2	5	10
27,5 %	20,0 %	10,0 %	5,0 %	12,5 %	25,0 %

Aineistosta löytyy 40 erillistä tapausta, jossa osingonmaksu on lakkautettu. Aineisto painottuu kahdelle ensimmäiselle tutkimusvuodelle (47,5 %:a tapauksista) ja viimeiselle tutkimusvuodelle (25,0 %:a).

Kaava ylisuurien tuottojen laskemiseen:

$$ER_{i(a\ to\ b)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{it}) - \prod_{t=a}^b (1 + MR_t)$$

ER = Excess return eli ylisuuri tuotto yritykselle i, ajankohtana a:sta b:hen.

R_{it} = Raakatuotto yritykselle i ajankohtana t, joka on päivä tai kuukausi

MR_t = vertailuindeksin tuotto

Yllä olevalla kaavalla selvitetään tuottoeroa. Kaikkien osingonmaksun lakkauttavien yritysten tuotot lasketaan yhteen ja niistä vähennetään vastaavan ajankohdan

vertailuindeksin tuotot. Kuukausien ajoittamisessa käytetään tiettyä määrää työpäiviä. Kuukausi on määritetty 22:ksi pörssipäiväksi, jolta löytyy dataa. Tutkimusajankohdat ovat tapahtumapäivä, joka arvioidaan sisällyttämällä siihen edeltänyt päivä ennen ilmoitusajankohtaa sekä päivä ilmoittamisen jälkeen, 22 päivää ilmoituspäivästä, ja samaten 44 ja 66 päivää ilmoittamisesta.

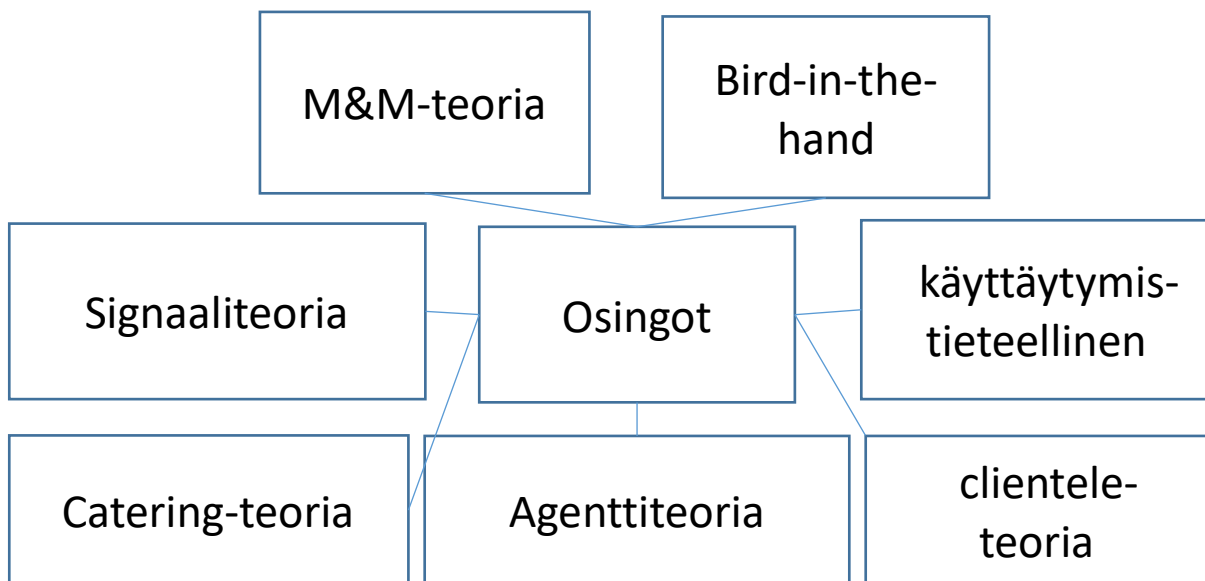
3. Aiemmat tutkimukset

Aiemmista tutkimuksista on havaittu, että yrityksen aloittaessa osingonmaksamisen, osakekohtainen tuotto on 3,4 prosenttiyksikköä seuraavan kolmen vuorokauden aikana markkinoita suurempi. Lakkauttaminen taas johtaa -7,0 prosenttiyksikön tuottoon seuraavan kolmen vuorokauden aikana. Tämä ilmiö jatkuu myös pidemmällä aikavälillä. Seuraavan kolmen vuoden aikana osingonmaksun aloittaneet tuottavat 15,6 %:a markkinoita paremmin. Osingonmaksun lakkauttaneet taas tuottavat -15,3 %:a markkinoita heikommin. (Michaely et. al, 1995). Kyseisessä tutkimuksessa tutkittiin osinkomaksujen aloittamista ja lakkauttamista ja niiden seurauksia. Lien (2004) tutkimuksessa osinkojen lakkauttaminen johti ilmoitusajankohtana keskimäärin -5,7 %:n laskuun. Christien (1994) tutkimuksessa tuotto oli -6,8 %. Aiemmista tuloksista päätellen voi arvioida, että lakkauttamisella on merkittäviä vaikutuksia osakkeiden lyhyen aikavälin tuottoon, mikäli osingonmaksamisen keskeyttää.

Aiempiä tutkimuksia osingonmaksun pienentämisestä on tehty useita. Niistä saadut tulokset ovat samansuuntaisia kuin mitä osingonmaksun lakkauttamisesta. Jensen et al:n (2010) tutkimuksessa havaittiin, että säännöllinen osingonmaksaja joka oli viisi vuotta peräkkäin joko pitänyt osinkonsa samana tai nostanut sitä, laskeessaan osinkoa 20 %:a tai enemmän (mahdollisesti jopa lakkauttaen) johti osakekohtaisesti merkittävään laskuun ilmoitusajankohtana (-5.9 %:a).

4. Osingon maksamisen teoria

Taulukko 2. Osinkoteoriat



4.1 Bird-in-the-hand

Ensimmäiset teoriat liittyen osingonmaksamiseen on tehty jo 50- ja 60-luvun vaihteessa. Lintnerin (1956) esittämän teorian (Bird-in-the-Hand) mukaan sijoittajat suosivat yrityksiä, jotka maksavat osinkoja. Osingot nähdään varmana tulona, koska tulevaisuuden odotukset eivät välttämättä realisoidu. Lintner esitti myös väitteen, että yritykset pyrkivät pitämään osinkonsa samalla tasolla kuin mitä aiempina vuosina osinkoja on maksettu. Tutkimuksessa myös havaittiin, että tärkein tekijä joka määrittää yrityksen osingon suuruuden, on tilikaudella tehty voitto. Lintner painotti myös sitä seikkaa, että yritykset eivät nosta osinkojensa suuruutta, ellei usko voittojensa nousevan pysyvästi korkeammalle tasolle. Osinkojen suuruus havaittiin jäykäksi siinä mielessä, että ne pyrittiin pitämään suunnilleen samansuuruisina, vaikka yrityksen voitto olisi laskenut. Tämä seikka on myös vahvistettu myöhemmissä tutkimuksissa todeksi (Brav et al, 2003).

4.2 Signaaliteoria

Teoria siitä, että yritykset muuttavat osinkonsa suuruutta signaloidakseen tapahtuvia muutoksia, on hyvin vanha. Lintnerin (1956) tutkimuksessa oli esitetty, että yritykset nostavat osinkojaan vain, mikäli uskovat, että heidän kannattavuutensa on parantunut

pidempää ajanväliä ajatellen. Signaaliteoriassa on myös olettamuksena, että markkinoilla on rajalliset tiedot yrityksen kannattavuudesta ja, että osingonmaksu on verotuksellisesti kalliimpaa kuin osakkeen arvonnoususta seuranneet tuotot (Bhattacharya, 1979). Signaaliteoria perustuu ajatukseen, että yritysjohdolla on paremmat tiedot yrityksen kannattavuudesta, investointimahdollisuuksista ja investointien mahdollisista tuotoista kuin ulkopuolisilla sijoittajilla. Yritysjohto tietoisesti nostaa tai laskee osinkojen suuruutta omien tietojensa ja näkemystensä seurauksena (Benartzi & al, 1997). Sijoittajat osaavat ottaa huomioon myös sen seikan, että yritysjohto voi väärinkäyttää asemaansa maksamalla ylisuuria osinkoja, tarkoituksenaan nostaa osakkeen hintaa (Miller & Rock, 1985). Markkinat pyrkivät arvioimaan osinkojen perusteella yrityksen sen hetkistä ja tulevaa kannattavuutta, koska samoihin aikoihin yritykset kertovat osavuosikertomuksissaan ja vuosikertomuksissaan menestyksestään. Viswanath & al (2002) näkevät osinkojen nostamisen erityisen hyödyllisenä yrityksille joiden osake on aliarvostettu. Tässä täytyy ottaa huomioon kansalliset erot, kuten se seikka, että Yhdysvalloissa monet osingonmaksajat maksavat neljä kertaa vuodessa osinkoa toisin kuin Suomessa, jossa yleensä maksetaan osinkoa vain kerran vuodessa. Sijoittajat vertaavat aiempaa osinkopolitiikkaa nykyiseen osinkopolitiikkaan ja pyrkivät sitä kautta saamaan lisäinformaatiota (Miller & Rock, 1985).

Teorian perusteella voidaan päätellä, että yrityksen laskiessa osinkoaan yrityksen tulevaisuuden näkymien on täytynyt heikentyä tai mahdollisesti nykyisten investointien kannattavuus on heikentynyt. Tätä on monesti pidetty viimeisenä vaihtoehtona yrityksen johdon kannalta. Jensen & al:n (2010) tutkimuksen perusteella yritykset ovat ajautuneet tilanteeseen, jossa ei ole taloudellisesti suurta liikkumavaraa. Osingon nostaminen taas viittaa kannattavuuden parantumiseen ja tulevaisuuden näkymien parantumiseen. Mikäli yritys pyrkii säilyttämään osinkonsa saman suuruisena heikon kannattavuuden aikana, tämä voi johtaa alhaisempiin investointeihin tai omaisuuden realisointiin, jotta osingonmaksu voidaan säilyttää ennallaan. Rock & Millerin (1985) mukaan osingot antavat paremmin viitteitä niin sanottujen "hyvien uutisten"-yritysten kohdalla kuin huonoja uutisia julkaisevien yritysten. Jos yrityksen tulos oli hyvä, mutta osinkoa ei makseta niin markkinat ja osakkeenomistajat voivat tulkita voiton olleen vain niin hyvä, ettei osinkoa kannata kuitenkaan maksaa, jolloin hyvä tulos ei vaikuta yhtä hyvältä kuin osingon kera.

Osingot ovat suhteellisesti kalliimpi tapa tiedottaa yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Olisi yksinkertaisempaa tiedottaa esimerkiksi vuosikertomuksilla sekä osavuosikatsauksilla siitä,

miten yrityksen taloudellinen tilanne kehittyy (John & Williams, 1985). Osinkojen korvikkeena voisi toimia muun muassa omien osakkeiden ostaminen, joka olisi verotukselliselta kannalta tehokkaampaa osakkeenomistajia ajatellen. Samaten omia osakkeita ostamalla pystyisi tiedottamaan yrityksen taloudellisesta tilanteesta osinkoja vastaavalla tavalla. On myös mahdollista, että yritys maksaa osinkoja ja samalla toteuttaa osakeannin. Tilanne jossa tämän kaltainen toiminta olisi järkevää, on tilanne, jossa yrityksen markkina-arvo on yritysjohton näkökulmasta liian suuri. Tällöin voisi olla järkevää myydä uusia osakkeita, joilla rahoitetaan tulevia investointeja (Viswanath & al, 2002).

Osingonmaksun muuttuminen voi myös johtaa markkinoiden kannalta väärinymmärrykseen. Benartzi & al (1997) havaitsivat tutkimuksessaan, että osingonmaksun muutos on useimmiten seurausta siitä, miten hyvin yritys on menestynyt edellisenä vuotena, ennen kuin osingonmaksua muutetaan. Tällöin voidaan tulkita, että osakkeenomistajat ymmärtävät väärin osingonmaksun olevan ennuste paremmasta (huonommasta) tulevaisuudesta, vaikka kyseessä onkin vain seuraus aiemmasta menestyksestä. Vaikka yrityksen johto uskoisi, että yritys tulee menestymään tulevaisuudessa paremmin, mutta yrityksellä on aiemman heikon menestyksen vuoksi alhainen likviditeetti, niin mahdollisuus maksaa suurempia osinkoja on vaikeaa.

Useissa tutkimuksissa (Benartzi & al, 1997, Grullon & al, 2002, Jensen & al, 2010) muutokset osingonmaksussa ovat liittyneet juuri lyhyen aikavälin tuloksen muutoksiin. Muutokset ovat vaikuttaneet yrityksen markkina-arvoon lyhyellä aikavälillä merkittävästi. Osingon pienentämistä edeltänyt tuloksen heikentyminen korjaantuu melko nopeasti, joten tässä mielessä osingon merkitys signaalina on heikko. Yritykset reagoivat heikkoon menestykseensä korjaamalla tilanteen tekemällä tarvittavia leikkauksia. Nämä leikkaukset koskevat usein työvoiman määrää, tuotekehitystä ja muita kustannuksia. Yritykset ovat usein kokeneet tappioita markkina-asemassaan. Sijoittajat voivat tulkita muutokset osingoissa yrityksen vaikeutena markkinoilla (Jensen & al, 2010).

4.3 Catering-teoria

Catering-teoria perustuu siihen, että yrityksen johto pyrkii toimimaan markkinasentimentin toivomalla tavalla. Jos markkinoilla on tilanne, että korkean osingonmaksun osakkeet saavat korkeamman markkina-arvon niin yrityksen johto pyrkii maksamaan suurempia osinkoja. Jos taas markkinoilla vältellään osingonmaksajia yrityksen johto saattaa lakkauttaa osingon

maksamisen tai ainakin pienentää osinkoa. Toisin sanoen yrityksen osinkopolitiikka on seurausta osakkeenomistajien preferensseistä.

Teorian mukaan osinkopreemio vaihtelee ajanjaksoittain. Tämän mukaan osingon suuruus vaikuttaa osakkeen hintaan. Jotta teoria toimisi sillä on muutama ehto. Sijoittajilla on vaihteleva preferenssi osinkoihin ajanjaksoittain ja puutteelliset tiedot. Toiseksi, arbitraasi ei pysty estämään osinkoja maksavien ja osinkoa maksamattomien yritysten hintaeroja. Kolmanneksi, yritysjohto maksaa rationaalisesti osinkoja omistajien toiveiden mukaisesti.

Juridinen ympäristö vaikuttaa osingonmaksupolitiikkaan. Ympäristöt joissa osakkeenomistajat voivat vaikuttaa enemmän yrityksen päätöksiin, asettavat yrityksen johdolle enemmän paineita maksaa ulos kertyneitä pääomia. Osakkeenomistajat voivat pakottaa yrityksen maksamaan ulos pääomia. Tämä voi näkyä oikeustapauksina. Tämä taas vaikuttaa siihen, että yritysjohton on seurattava tarkemmin osakkeenomistajien toivomuksia. Toisenlaisessa juridisessä ympäristössä tämä ilmiö ei juurikaan näy. Yrityksen johdolle ei ole samanlaista velvoitetta toimia osakkeenomistajien toiveiden mukaan (Ferris & al, 2009).

Bakerin & Wurglerin (2004) tutkimuksessa tutkittiin osingonmaksun aloittamista ja lakkauttamista ajanjaksoittain riippuen osinkopreemiosta. Tutkimuksessa löydettiin riippuvuus osingonmaksun aloittamisen ja osinkopreemion suhteen. Sama havaittiin myös osingonmaksun lakkauttamisen kohdalla. Li & Lien (2005) lisättiin aiempaan tutkimukseen nähdyn mahdollinen osingonmaksun suuruuden muutos, mitä ei huomioitu Bakerin & Wurglerin (2004) tutkimuksessa. Tässäkin tutkimuksessa havaittiin merkittäväksi tekijäksi osinkopreemio. Korkeamman osinkopreemion aikana osingonmaksut olivat suurempia ja muutokset osingonmaksussa olivat suurempia. Osakemarkkinoiden reaktiot olivat myös voimakkaampia korkean osinkopreemion ajankohtien aikana. Tämä taas johtaa yritysjohton parempaan palkitsemiseen, kun he kuuntelevat osakkeenomistajien toivomuksia.

4.4 Clientele-teoria

Osingonmaksaminen voi vaikuttaa erilaisten omistajien esiintymiseen ja erilaiset omistajat vaikuttavat yrityksen osingonmaksamiseen. Elton & Gruber (1970) tutkivat tätä ilmiötä ja esittivät teorian, että muutokset yrityksen osingonmaksussa voivat olla kalliita osakkeenomistajille. Osakkeenomistajat joille on tärkeää, että saavat tuottonsa osinkoina eivät välttämättä halua, että yritys pienentää osingonmaksuaan. Toisaalta taas sijoittajat

jotka haluavat tuottoensa pääasiassa arvonnousun kautta, sijoittavat taas osinkoa maksamattomiin tai vähemmän maksaviin yrityksiin. Yrityksen muuttaessa merkittävästi osingonmaksuaan voi tätä kautta aiheuttaa osakkeenomistajille transaktiokustannuksia, jotka pienentävät kertyvää tuottoa. Shefrin ja Statman (1984) esittivät mielenkiintoisen teorian siitä, että yrityksen nostaessa osinkoa yrityksen markkina-arvo voisi laskea, koska liian suuri osinko ei vastaa omistajien tarpeita.

Yhdysvalloissa ja muualla maailmassa on olemassa osakkeenomistajia, joita ei veroteta lainkaan. Tällaisia ovat muun muassa (ainakin Yhdysvalloissa) eläkerahastot, yliopistot, työliitot, säätiöt ja muita vastaavia. Erilaisia osakkeenomistajia verotetaan eri tavalla. Yksityisten osakkeenomistajien kannalta on usein parempi, että tuotto muodostuu osakkeen arvonnoususta eikä arvonnoususta ja osingonmaksuista. Yksityisiä osakkeenomistajia verotetaan yleensä raskaammin kuin institutionaalisia sijoittajia.

Allen & al (2000) esittämässä teoriassa osingonmaksamisella yritykset voivat houkutelaa institutionaalisia sijoittajia sijoittamaan yritykseen. Institutionaalisia sijoittajia voidaan pitää laadukkaampina omistajina kuin yksityisiä sijoittajia, koska instituutioilla on usein paremmat tiedot sijoituksistaan kuin yksityisillä osakkeenomistajilla. Instituutiolla on usein enemmän varoja käytössä tutkimaan erilaisia sijoituskohteita ja tätä kautta heillä on paremmat ja tarkemmat tiedot eri sijoituskohteista. Instituutiot ovat myös merkittäviä omistajia siinä mielessä, että heillä on paljon vaikutusvaltaa. Instituutiot sijoittavat yleensä merkittäviä summia yksittäisiin yrityksiin. Ne voivat vaikuttaa yhtiön hallituksen kokoonpanoon ja vaikuttaa yrityksen käyttäytymiseen.

Yrityksen maksaessa osinkoa instituutiot voivat olla kiinnostuneempia yrityksestä sijoituskohteena, koska osingonmaksaminen voidaan tulkita viestiksi yrityksen laadusta. Tällä tavalla yritys voi houkutelaa haluamansalaisia osakkeenomistajia. ”Hyvät” yritykset maksavat osinkoja, jotta saisivat houkuteltua ja pidettyä instituutioita sijoittajina. ”Huonot” yritykset välttävät osingonmaksamista, koska he eivät halua houkutelaa paremmilla tiedoilla ja resursseilla varustettuja sijoittajia, jotka pystyvät selvittämään yrityksen todellisen tilanteen paremmin (Allen & al, 2000).

Brav & al (2005) kyselytutkimuksessa rahoitusjohtajilta kyseltiin osinkomaksupolitiikasta. Monet kysymyksistä liittyivät clientele-teoriaan. Vastaukset olivat arvioitu asteikolla ”vahvasti samaa mieltä – vahvasti eri mieltä”. Tässä on muutama aiheeseen liittyvä kysymys.

1. Maksamalla osinkoa yrityksen osake on vähemmän riskialtis. Vastausten keskiarvo (V:): 0.0
2. Käytämme osingonmaksupolitiikkaa näyttääksemme paremmilta kuin kilpailijamme. V: -0.4
3. Maksamme osinkoja, jotta saamme houkuteltua varovaisuusperiaatteen alaisia sijoittajia. V: 0.2
4. Jotta houkuttelisimme institutionaalisia sijoittajia. V: 0.4
5. Jotta houkuttelisimme piensijoittajia. V: 0.2
6. Jotta houkuttelisimme institutionaalisia sijoittajia, jotka valvovat johdon päätöksiä. V: -0.1
7. Henkilökohtaiset verot mitä osakkeenomistajat maksavat kun saavat osingon. V: -0.5

Kyselyn yritykset olivat jaettu kahteen luokkaan: Lypsylehmä (Cash cow) ja muihin yrityksiin. Lypsylehmä yritykset ovat kannattavia, niillä on korkea luottoluokitus (A) ja niiden P/E-luku on alle vastaavien yritysten mediaani-P/E-luvun.

Yhdessä kysymyksistä vastauksissa oli tilastollisesti merkittävä ero ryhmien välillä. Kysymys oli "jotta houkuttelisimme piensijoittajia". Lypsylehmä-ryhmän yrityksistä 68 %:a oli sitä mieltä, että heidän kannattaa pyrkiä hankkimaan piensijoittajia sijoittamaan yritykseen. Vain 40 %:a muista yrityksistä oli samalla kannalla.

Brav & al:n (2005) kyselytutkimuksen perusteella voi päätellä, etteivät rahoitusjohtajat keskity merkittävästi etsimään tietynlaisia sijoittajia yritykseensä. Kaikkien aiheeseen liittyvien kysymysten vastausten keskiarvot olivat hyvin lähellä nollaa. Tutkimuksessa nousi myös esiin verotukseen liittyvät asiat yritysjohton näkökulmasta. Yritysten johtoa ei merkittävästi kiinnosta, vaikka verotukseen tapahtuisi merkittäviä muutoksia. Vain 28 %:a osinkoa maksavista yrityksistä nostaisi osingonmaksun suuruutta, mikäli osingonmaksusta aiheutuvia veroja osakkeenomistajille vähennettäisiin. 87 %:a yrityksistä mitkä eivät maksa osinkoja, eivät aloittaisi osinkojen maksamista edes siinä tapauksessa vaikka osinkoverotus poistettaisiin kokonaan.

4.5 Agenttiteoria

Agenttiteoria liittyy siihen, että yrityksen johdolla ja osakkeenomistajilla on usein eriävät intressit. Osakkeenomistajat ovat palkanneet yrityksen johdon, jotta he toimisivat heidän etujensa mukaisesti. Agenttiteoria osingonmaksun näkökulmasta koskee erityisesti

yrityksiä, joilla on suuret vapaat kassavirrat (Jensen, 1986). Yritysjohdon kannalta voi olla houkuttelevaa investoida yritykselle kertyneitä kassavaroja alhaisen tuoton kohteisiin vain siitä syystä, että saisi yrityksen kokoa suuremmaksi. Eli yrityksen johto ei välttämättä pyri saavuttamaan yritykselle optimaalista kokoa kannattavuuden suhteen. Yrityksen kasvattaminen suuremmaksi kuin mitä olisi optimaalista lisää yritysjohdon valtaa ja kasvattaa mahdollisesti heidän palkkioitaan (Jensen, 1986). Samaten yrityksen johto voi käyttää varoja osakkeenomistajien näkökulmasta turhiin investointeihin kuten esimerkiksi yksityisiin lentokoneisiin. Teoreettisesti agenttiongelmia voi lähestyä siitä näkökulmasta, että kumpikin osapuoli pyrkii maksimoimaan omat etunsa. Osakkeenomistajat voivat luoda erilaisia järjestelyjä, joiden avulla yrityksenjohtoa voidaan ohjata toimimaan lähempänä omistajien etuja. Tällaisia ovat esimerkiksi erilaiset optio- ja osakepalkkiojärjestelyt. Jos osakeoptiot ovat voitollisia niin yritysjohdo voi vältellä riskisiä projekteja ja pyrkii saamaan turvallisesti hyödyt osakeoptiopalkkioistaan (Bebchuk & Fried, 2003). Samaten osakkeenomistajat voivat järjestää erilaista valvontaa, joilla tarkkaillaan varojen käyttämistä yrityksessä. Näillä kaikilla toimilla on kuitenkin kustannuksensa. Tällä voidaan ehkäistä varojen tehotonta käyttöä erilaisiin yrityksen toiminnan kannalta merkityksettömiin kohteisiin (Jensen & Meckling, 1976). Jensenin (1986) esittämän vapaa kassavirta-teorian mukaan yritykselle kertyneet merkittävät rahoitusvarat johtavat mahdollisiin yrityskauppoihin, jotka tuottavat heikommin.

Yritysjohdon ja osakkeenomistajien riskit ovat erilaiset. Osakkeenomistajilla on mahdollisuus hajauttaa sijoituksensa useampaan eri yritykseen ja tällä tavalla pienentää yritys kohtaista riskiä. Yritysjohdolla ei ole samanlaista mahdollisuutta hajauttaa riskiään. Heidän ansionsa ovat hyvin pitkälle riippuvaisia yrityksen menestyksestä ja sidottuna yksittäiseen yritykseen. Tämä johtaa siihen, että yritysjohdo voi olla haluttomampi ottaa suuririskisempiä projekteja joiden tuotot olisivat pidemmällä aikavälillä suuremmat. Tässä on merkittävä ero osakkeenomistajien haluihin nähden. Osakkeenomistajat luonnollisesti haluaisivat yrityksen maksivoivan tuottonsa. Yrityksen konkurssi johtaisi työpaikkojen menetykseen sekä mahdollisiin menetyksiin osakesijoituksina, joita yritysjohdolla olisi sijoitettuna yritykseensä. Osakkeenomistajille koittaisi tappiot yritys kohtaisesti, mutta osakeportfoliossa olisi luonnollisesti myös muita osakkeita turvaamassa sijoituksia yritys kohtaiselta riskiltä. Myös yrityksen heikko menestys voi johtaa työpaikan menettämiseen, joten yritysjohdo voi pyrkiä sijoittamaan hankittuja varoja turvallisiin tuottaviin kohteisiin. (Easterbrook, 1984).

Omistajien kannalta on monesti parempi, että yrityksen käytössä olevia rahavaroja siirretään osakkeenomistajille joko osinkoina tai omien osakkeiden ostoina. Tämä pienentää riskiä, että yritysjohto tekisi huonolaatuisia sijoituspäätöksiä. Pienemmät käteisvarat johtavat harkitumpiin parempituottoisiin sijoituskohteisiin (La Porta & al, 2000). Toisen teorian mukaan yritykset maksavat osinkoja, jotta heille muodostuisi parempi maine osakemarkkinoilla vähemmistöosakkaiden piirissä. Tämä helpottaa myöhemmin varojen hankkimista osakeanneilla.

On olemassa erilaisia osakkeenomistajia yritysjohton näkökulmasta. On olemassa omistajia, joilla on merkittävä määrä vaikutusvaltaa yrityksen kohdalla. He omistavat merkittäviä määriä yrityksen osakkeita tai mahdollisesti merkittävän määrän osakkeita, joilla on suurempi äänimäärä. Tämän lisäksi on olemassa vähemmistöomistajia. Agenttiongelman ei ole yhtä merkittävä tapauksissa joissa on merkittäviä osakkeenomistajia. Tällaisia ovat esimerkiksi perheyhtiöt. Toisaalta, näissä tapauksissa merkittävät omistajat voivat käyttää valtaansa ajaessaan omia etujaan (La Porta & al, 2000). On myös mahdollista, että yrityksen omistus pohja on hajanainen. Näissä tilanteissa yritysjohdolla on paljon valtaa suhteessa osakkeenomistajiin. Samalla yrityksen hallitus on monesti heikko johtuen juuri hajanaisesta omistajapohjasta. Nämä johtavat tilanteisiin, jossa yrityksen johto tekee omistajien kannalta kiistanalaisia päätöksiä. Näissä tilanteissa yritysjohton valvonta on heikompaa. Tämä johtaa omistajien kannalta investointeihin, jotka yrityksen kannalta eivät ole optimaalisia, sekä yritysjohton ylisuuriin palkkioihin (Bebchuk & Fried, 2003).

4.6 Käyttäytymistieteellinen-teoria

Tämä teoria käsittelee osakkeenomistajan psykologista näkökulmaa osinkoihin. Tähän on esitetty useita erilaisia psykologisia näkemyksiä. Prospektiteoria, katumusteoria, itsekuriteoria, mentaalilaskenta, kehystysvaikutus, henkilökohtaiset erot sijoittajissa ja kulttuurilliset erot ovat esitettyjä syitä käyttäytymistieteellisessä osinkoteoria näkemyksessä. Teoriat pyrkivät selittämään sijoittajien preferenssiä osinkoihin.

Itsekuriteorian avulla voidaan tehdä ero osinkojen ja pääomatulon ominaisuuksista psykologisesta näkökulmasta. Itsekuri on kuluttavaa. Itsekuriin liittyy houkutukset, sisäiset konfliktit ja tahdonvoima (Shefrin & Thaler, 1988). Luomalla erilaisia sääntöjä, ihmiset pystyvät säätelemään käytöstään paremmin. Sääntely voi olla ulkoista tai sisäistä. Sijoittamisen kannalta ulkoisena voi pitää rahastoon sijoittamista, jolloin ulkopuolinen

hallinnoi sijoituksia, jolloin ei tule houkutus käyttää osinkoja arkipäiväisiin tuottoihin. Jos yksityiselle sijoittajalle maksetaan osinkoja, niin se vaatii itsekuria sijoittaa rahat uudelleen osakemarkkinoille. Osingot voidaan nähdä keinona pitää varat sijoitettuna osakkeisiin, ilman että varsinaiseen pääomaan koskettaisiin (Shefrin & Statman, 1984). Eli osingot saatetaan kuluttaa, mutta osakesijoituksiin ei kosketa.

Katumusteoria käsittelee asiaa siitä näkökulmasta, että ihmiset välttelevät katumista. Katumus on turhautumista, joka on seurausta siitä, että on toiminut tai ei ole toiminut tavalla, joka olisi johtanut kannattavampaan lopputulokseen. Esimerkkinä tästä voisi käyttää tilannetta, jossa on kaksi ihmistä. Ensimmäinen ihmisistä käyttää osinkonsa ostamalla uuden tietokoneen, eikä sijoita varoja uudelleen osakkeeseen. Toinen ihmisistä on myynyt samasta arvosta osakkeita, ja ostanut saman hintaisen tietokoneen. Tämän jälkeen osakkeiden hinnat nousevat merkittävästi. Mikäli osingot ja pääomatulot olisivat täydellisiä korvikkeita, kyseessä olevalla tekijällä ei pitäisi olla mitään merkitystä. Mutta tällaisessa tilanteessa suurempaa osaa ihmisiä harmittaisi se seikka, että olisi myynyt osakkeet (Kahneman & Tversky, 1982). Tämän on nähty olevan tekijänä sille seikalle, että ihmiset suosivat osinkoja enemmän kuin pääomatuloja siitä syystä, että ne voidaan käyttää helpommin, ilman että siitä aiheutuisi katumusta (Shefrin & Statman, 1984).

Prospektiteoria lähtee näkökulmasta, jonka mukaan sijoittajat käsittelevät osingot erillisinä aiheutuneista voitoista tai tappioista. Shefrin & Statman (1984) esittelivät useita tilanteita missä osingot joko yhdistettiin voittoihin ja tappioihin, tai käsiteltiin erillisinä. Esimerkkinä voisi esittää tilanteen, jossa kaksi sijoittajaa kokee saman verran tappioita, mutta toisella sijoittajalla tappio koostuu kokonaan pääomatappioista ja toinen sijoittaja on kokenut saman verran tappiota, mutta on saanut osinkoja. Osingot koetaan tällaisessa tilanteessa positiivisena, vaikka tappiota olisi tullut saman verran. Osingot voivat tuottaa myös erillistä mielihyvää. Esimerkiksi tilanne jossa osakkeen arvo on noussut ja samalla on maksettu osinkoja, niin sijoittajat voivat käsitellä nämä asiat erillisinä. Käsittelemällä nämä erillisinä mielihyvää voidaan kokea kahteen otteeseen.

Breuer & al (2014) käsitelivät kulttuurillisia eroja ja saivat tätä kautta löydettyä eroavaisuuksia sijoittajien ominaisuuksissa. Sijoittajien ominaisuudet vaikuttivat siihen, miten osinkoihin suhtauduttiin. Esimerkiksi maissa, joissa ihmiset ovat kärsivällisempiä osinkoja maksettiin vähemmän. Tappiokammo vaikutti taas positiivisesti osinkojen suuruuteen. Samaten epävarmuuden vältteleminen vaikutti positiivisesti osinkojen suuruuteen. Kaikki nämä tekijät todettiin tutkimuksessa tilastollisesti erittäin merkittäviksi.

Tutkimuksesta voidaan päätellä, että ihmisten erilaiset kulttuuriset tekijät vaikuttavat yritysten osinkojen suuruuteen, koska ihmiset sijoittavat pääasiassa varojaan kotimaisiin osakkeisiin ainakin merkittävimmissä talousmaissa, jolloin omistus on voinut keskittyä pitkälti yrityksen kotimaahan.

Shefrinin & Thalerin (1988) esittivät käyttäytymistieteellisen elinkaariteorian. Teorian mukaan ihmiset erottelevat nykyiset tulonsa tulevaisuuden tuloista ja nykyisistä varoista. Teorian mukaan varojen käyttäminen nykyisistä varoista tai tulevaisuuden varalle tehdyistä säästöistä ovat psykologisesti kuluttavia, jonka seurauksena kyseessä olevaa toimintaa pyritään välttämään. Osinkojen käyttäminen taloudellisiin tarpeisiin on tämän teorian mukaan hyväksyttävämpää kuin osakkeiden myyminen ja psykologisesti kuluttavien seurausten kärsiminen.

4.7 Modiglianin ja Millerin osingonmaksun irrelevanttiusteoreema

Modiglianin ja Millerin (1961) esittämän teorian mukaan osingonmaksulla ei ole merkitystä markkinoiden ollessa täydelliset. Modiglianin ja Millerin esittämät teoriat ovat olleet merkittävimpien rahoituksen tutkimusten joukossa. Tutkielmassa on valittu heidän teoriasa pohjaksi näkökulmalle osinkoihin.

Tutkimus perustuu ajatukseen täydellisistä markkinoista. Täydellisillä markkinoilla ei ole transaktiokustannuksia. Verotuksessa ei ole eroja pääomatulon ja ansiotulon välillä. Kukaan markkinoilla toimija ei ole niin suuri, että voisi vaikuttaa osakkeen hintaan. Kaikilla sijoittajilla on samat tiedot hinnoista ja osakkeiden ominaisuuksista. Sijoittajat käyttäytyvät myös rationaalisesti, eli he pyrkivät maksimoimaan tuottonsa ja eivät välitä siitä kasvaako heidän varallisuutensa osinkojen vai osakkeen markkina-arvon nousun perusteella. Sijoittajilla on täydellinen tietämys tulevaisuudesta, eli he tietävät tulevat investoinnit ja tulevat osingot.

Nämä tekijät huomioiden osakkeen hinnaksi muodostuu:

$d_j(t)$ = osinko per osake yrityksen j maksamana ajankohtana t

$p_j(t)$ = osakkeen hinta (vähennettynä osinko $t - 1$) yrityksessä j ajankohdan t alussa

$$\text{Osakkeen hinta } p_j t = \frac{1}{1+p(t)} [d_j(t) + p_j(t + 1)] \quad (1)$$

Tämän jälkeen todennetaan osingonmaksun vaikutus yrityksen arvoon, josta on jätetty pois yritykseen liittyvä termi j :

$n(t)$ = Osakkeiden määrä ajankohtana t

$m(t + 1)$ = uusien osakkeiden määrä myytynä ajankohtana t osingonmaksun jälkeisenä sulkemishintana $p(t + 1)$

$$n(t + 1) = n(t) + m(t + 1) \quad (2)$$

$$V(t) = n(t)p(t) = \text{yrityksen markkina-arvo} \quad (3)$$

$D(t) = n(t)p(t)$ = Kaikki yrityksen maksamat osingot ajankohtana t osakkeenomistajille, joilla on oikeus osinkoihin.

Tästä voidaan johtaa, että:

$$V(t) = \frac{1}{(1+p(t))} [D(t) + n(t)p(t + 1)] = \frac{1}{1+p(t)} [D(t) + V(t + 1) - m(t + 1)p(t + 1)] \quad (4)$$

Tämä kaava helpottaa ymmärtämään, miten osingot voivat vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon $V(t)$ kolmella mahdollisella tavalla. Ensimmäinen tapa miten osingot voivat vaikuttaa markkina-arvoon on suoraan osingonmaksun seurasta. Kaavassa tämä on ensimmäinen sulussa oleva termi $D(t)$. Toinen tapa miten osingot voivat vaikuttaa yrityksen markkina-arvoon on yrityksen markkina-arvo osingonmaksamisen jälkeen $V(t + 1)$. Osingonmaksu voi vaikuttaa myös yrityksen rahan tarpeeseen. Jos yritys tarvitsee lisää varoja osingonmaksun seurauksena mahdollisiin investointeihin, niin varoja voidaan hakea osakeannin avulla. Tämä löytyy kaavasta muodossa $-m(t + 1)p(t + 1)$.

Tämän jälkeen tutkimuksessa osoitetaan, että osingonmaksulla ei ole merkitystä yrityksen markkina-arvoon.

$I(t)$ = yrityksen investoinnit ajankohtana t

$X(t)$ = yrityksen nettovoitto ajankohtana t

Tämän avulla voidaan johtaa, että yrityksen rahantarve ajankohtana t on:

$$m(t + 1)p(t + 1) = I(t) - [X(t) - D(t)] \quad (5)$$

Tekemällä muutoksia kaavaan saadaan aikaiseksi, että:

$$V(t) = \frac{1}{1+p(t)} [X(t) - I(t) + V(t + 1)] \quad (6)$$

Koska kaavassa $D(t)$ ei sisälly argumentteihin, sekä $X(t)$, $I(t)$, $V(t + 1)$ ja $p(t)$ ovat riippumattomia osingoista, niin tästä voidaan päätellä, että yrityksen markkina-arvo on riippumaton osingonmaksun suuruudesta.

Modigliani ja Miller pyrkivät vielä käsittelemään osingonmaksun merkitystä tilanteessa, joissa markkinat toimivat epätäydellisesti. Vaikka sijoittajilla olisi henkilökohtaisia preferenssejä yrityksiä kohtaan jotka maksaisivat suurempia osinkoja, niin he eivät olisi parempia arvioimaan yritysten markkina-arvoja kuin sijoittajat, jotka haluaisivat yrityksiä, jotka maksavat vähän tai ei ollenkaan osinkoja. Modiglianin ja Millerin mukaan sijoittajat osaavat sopeutua tilanteeseen muokkaamalla portfoliot henkilökohtaisen preferenssiensä mukaisiksi. Kaikista epätäydellisyyksiin liittyvistä tilanteista suurimmiksi he kokivat verotukseen liittyvät tekijät. Verotus voi vaikuttaa yritysten markkina-arvoihin juuri osingonmaksun ja pääomatulojen verotuksen erisuuruuden vuoksi.

4.8 Osinkohinnoittelumallit

Osinkoja voidaan käyttää yritysten hinnoitteluperusteena. Tulevat osingot muutetaan niiden nykyarvoksi, jolloin saadaan määritettyä hinta yritykselle. Osinkojen diskonttaaminen on vanha idea. Williams kehitti sen vuonna 1936. Yksinkertaisin malli mitä käytetään:

$$P_0 = \frac{Div}{r} \quad (7)$$

P_0 = Hinta hetkellä 0. Div = Osinko. r = tuottovaatimus.

Tämän kaavan ongelmana on se seikka, että yrityksen ei odota kasvavan.

Gordonin (1956) kehittämä malli huomioi yrityksen osinkojen kasvun jonka oletetaan olevan vakio:

$$P_0 = \frac{Div}{r-g} \quad (8)$$

g = ikuinen vuotuinen kasvuprosentti osingoissa

On mahdollista käyttää myös kehittyneempiä malleja, kuten H-mallia, kaksiosaista ja kolmiosaista osingon diskonttausmallia:

H-malli:

$$P_0 = \frac{Div_0 \cdot (1+g_2)}{r-g_2} + \frac{Div_0 H(g_1-g_2)}{r-g_2} \quad (9)$$

g_1 = alkuperäinen osinkojen kasvuprosentti.

g_2 = lopullinen osinkojen kasvuprosentti.

H = Siirtoperiodin keskiarvo.

Kaksiosainen diskonttausmalli:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)^1} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{Div_n(1+g_2)}{\frac{(r-g_2)}{(r+1)^n}} \quad (10)$$

Kolmiosainen diskonttausmalli:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)^1} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{Div_n(1+g_2) + Div_n H(G_1 - G_2)}{\frac{(r-g_2)}{(r+1)^n}} \quad (11)$$

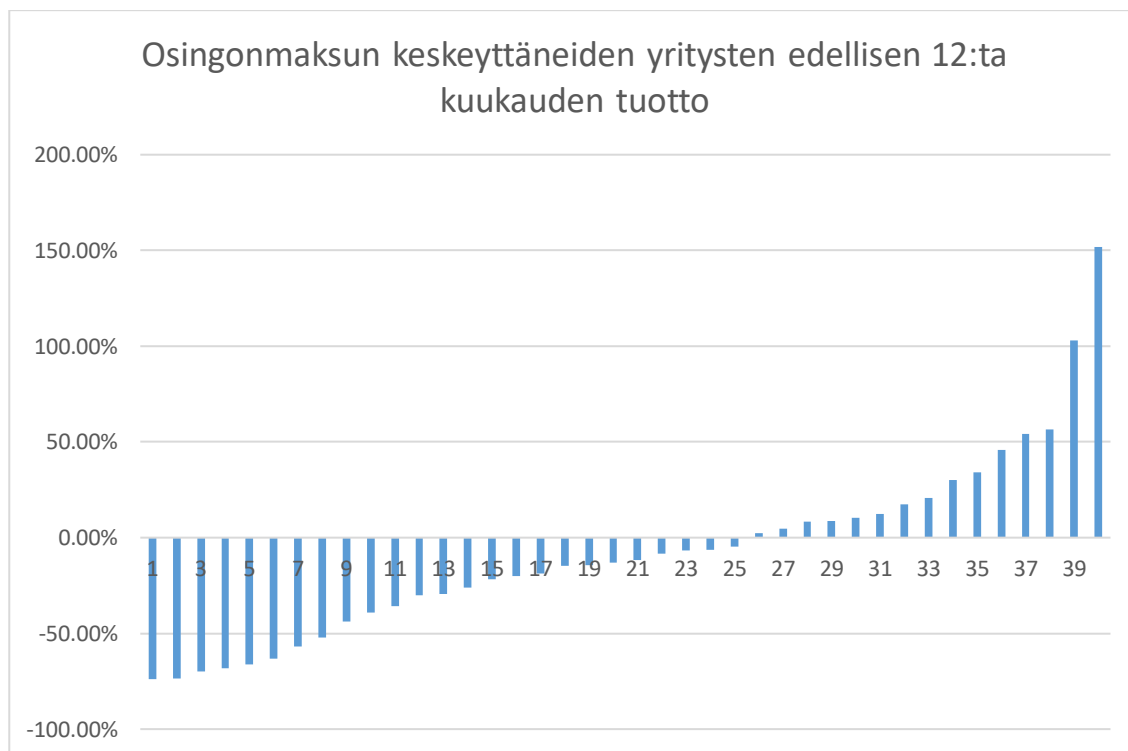
Käyttämällä monimutkaisempia malleja voidaan saada tarkempia arvioita osakkeen hinnasta. Nämä myös mahdollistavat erilaisten skenaarioiden luomisen. Eli, g_1 = alkuperäinen osinkojen kasvuprosentti on miten nopeasti osingot kasvavat lyhyemmällä aikavälillä. g_2 on lopullinen osinkojen kasvuprosentti. H on siirtoperiodin ajallinen mitta. Esimerkiksi kyseessä voi olla vaikka viisi vuotta, jonka aikana osingonmaksujen suuruus muuttuu, jolloin osinkojen kasvuprosentti mukautuu kyseisenä ajanjaksona.

5. Empiiriset tulokset

5.1 Edeltäneet 12 kuukautta

Aluksi tarkastellaan miten osakkeet ovat tuottaneet edellisen vuoden aikana. Ajanjaksoksi valittiin ilmoituspäivää edeltäneet -252 päivää. Ilmoitusajankohta jätettiin huomioimatta, jotta saadaan tarkempi kuva tuotoista ennen kuin osingonmaksun keskeyttämisestä ilmoitetaan. Osakkeiden tuottoihin on lisätty osingot sekä pääomanpalautukset. Yritysten osakekohtaiset tuotot vaihtelivat huomattavasti. Huonoimmillaan yksittäisen osakkeen tuotto oli -74.03%: a. Parhaimmillaan osakkeen tuotto oli 151,92 %: a. Kaiken kaikkiaan 40:stä osakkeesta viidentoista (15) tuotto oli ollut edeltäneenä vuonna positiivinen. Tutkimalla aiempia tuottoja nousi mielenkiintoisia seikkoja esiin. Riskimittarina käytetyn CAP-mallin mukaiset β -kertoimet olivat hyvin alhaiset. Niiden arvot vaihtelivat 1,683:sta – 0,027:än. Laskettujen Beta-kertoimien mediaani oli 0.354. Osasyynä tähän voidaan todennäköisesti pitää sitä seikkaa, ettei Hex Indeksistä löytynyt tasapainotettua versiota. Tiettyjen yritysten paino indeksissä on hyvin merkittävä.

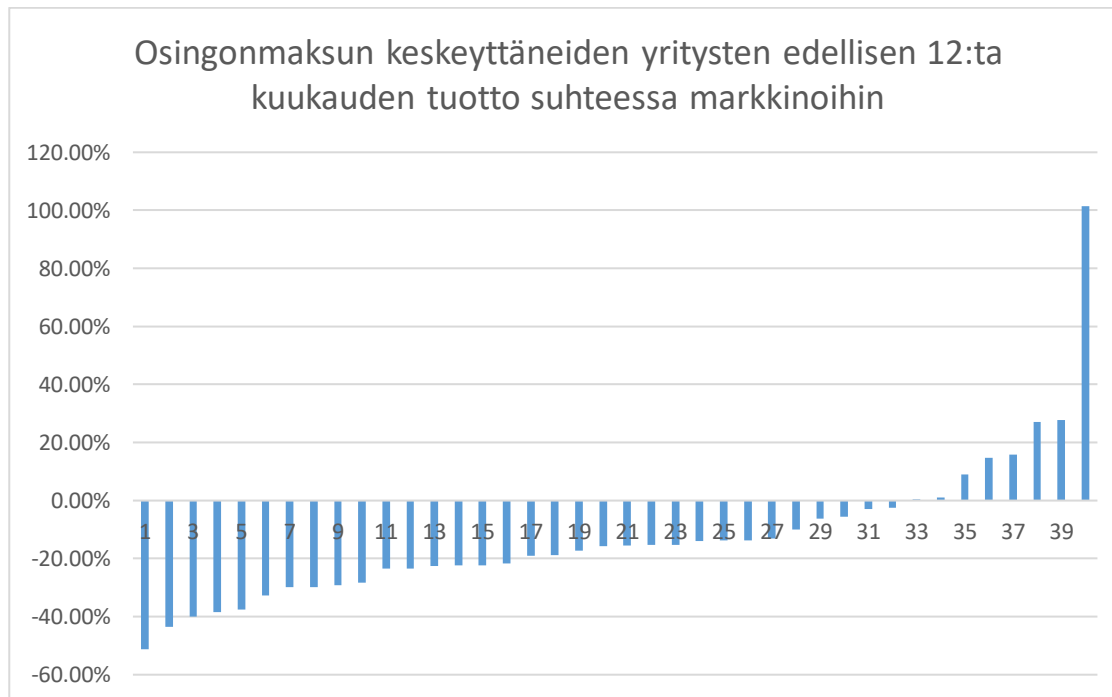
Kuvaaja 1. Osingonmaksun keskeyttäneiden edellisen 12 kuukauden tuotto



Markkinoiden tuotto myös vaihteli huomattavasti. Tätä voi osittain selittää poikkeuksellinen taloustilanne, joka on johtanut osingonmaksun keskeyttämiin. Vuositasolla vaihtelut olivat

-53.02 %:sta 55,38 %:iin. Kun osakkeiden tuotoissa huomioitiin markkinoiden tuotto, niin tilanne vielä muuttui jonkin verran. Ainoastaan kahdeksan (8) yritystä tuotti vertailuindeksiä paremmin edellisenä kahtenatoista kuukautena.

Kuvaaja 2. Osingonmaksun keskeyttäneiden edellisen 12 kuukauden tuotto suhteessa markkinoihin



Kuvaajasta voi havaita, että sieltä löytyy vain muutama markkinoita selvästi paremmin tuottanut osake. Laskemalla keskiarvon sille, miten osakkeet ovat edeltäneenä kahtenatoista kuukautena tuottaneet, saadaan lukemaksi -12.45 %. Edeltäneen kahdenoista kuukauden osakekohtainen tuotto poikkeaa tilastollisesti merkittävästi markkinoista viiden prosentin riskitasolla (t-arvo 3.07).

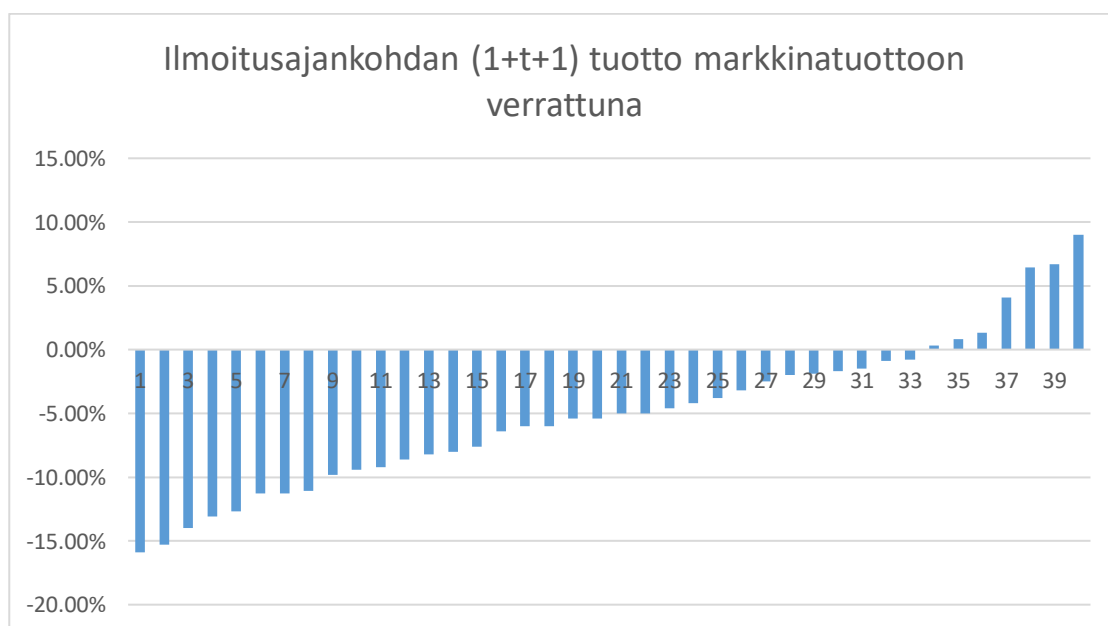
Tämä tulos on samansuuntainen kuin mitä aiemmissa vastaavissa tutkimuksissa on havaittu, joskin odotettua pienempi. Healy ja Palepun (1988) tutkimuksessa tutkittiin, miten osingonmaksun lakkauttavien yritysten osakkeet tuottivat 60 päivää ennen ilmoitusta osingonmaksun lakkauttamisesta. Päivinä ennen ilmoitusta -60-21 tuotto oli -7.0 %, -20-11 -2,7% ja -11-1 -7,0%. Arvioiden Healyn ja Palepun (1988) saamia tuottoja ne ovat suuremmat kuin mitä tämän tutkielman aineistossa. Samaten Michaelyn & al:n (1995) aineistossa edeltäneen vuoden tuotot olivat merkittävästi heikommat. Heillä edeltäneen vuoden tuotto oli jopa 31 % markkinoita heikompi.

Samalla tarkasteltiin melko pinnallisesti, miten yritykset olivat suoriutuneet taloudellisesti edellisen tilikauden aikana. Tähän käytettiin liikevoittoa, johon ei ollut mukaan luettu satunnaisia tai ylimääräisiä kuluja tai tuottoja. Oli sinänsä yllättävää havaita, että yrityksistä 15 oli voitollisia. Tämä oli oikeastaan odotuksia vastaan, että näin moni yrityksistä oli voitollisia edeltäneellä 12 kuukauden ajanjaksolla. Laskemalla osinkotuoton käyttämällä päivää (-2) ennen ilmoitusajankohtaa ja yrityksen edellistä maksamaa osinkoa saadaan keskimääräiseksi osinkotuotoksi 6,14%. Tästä voidaan päätellä, että edellisen vuoden osingot ovat olleet merkittäviä, joten osingon maksun lakkauttaminen on huomattava muutos aiemmin vallinneeseen tilanteeseen nähden. Syitä tähän voi olla useita. Yritys on mahdollisesti ajautunut tilanteeseen, jossa sillä on vähän käteisvaroja suurten investointien seurauksena tai mahdollisesti varaudutaan tekemään merkittäviä investointeja. On myös mahdollista, että yrityksellä on selkeämpi arvio siitä, miltä tulevaisuus näyttää ja ovat varautuneet osittain siihen lakkauttamalla osinkojen maksamisen.

5.2 Ilmoitusajankohta ja kuukausitasojen tuotot

Varsinaisena ilmoitusajankohtana osakkeiden tuotot ovat vahvasti tappiollisia suhteessa vertailuindeksiin. Osingonmaksun lakkauttaneista yrityksistä ainoastaan kuusi (6) tuotti markkinoita paremmin. Mikäli markkinatuottoa ei huomioida, neljän osakkeen tuotot olivat positiivisia ilmoitusajankohtana. Keskimäärin erotus markkinatuottoon nähden oli -5.09%. Tulos oli tilastollisesti merkittävä (t-arvo 5,83).

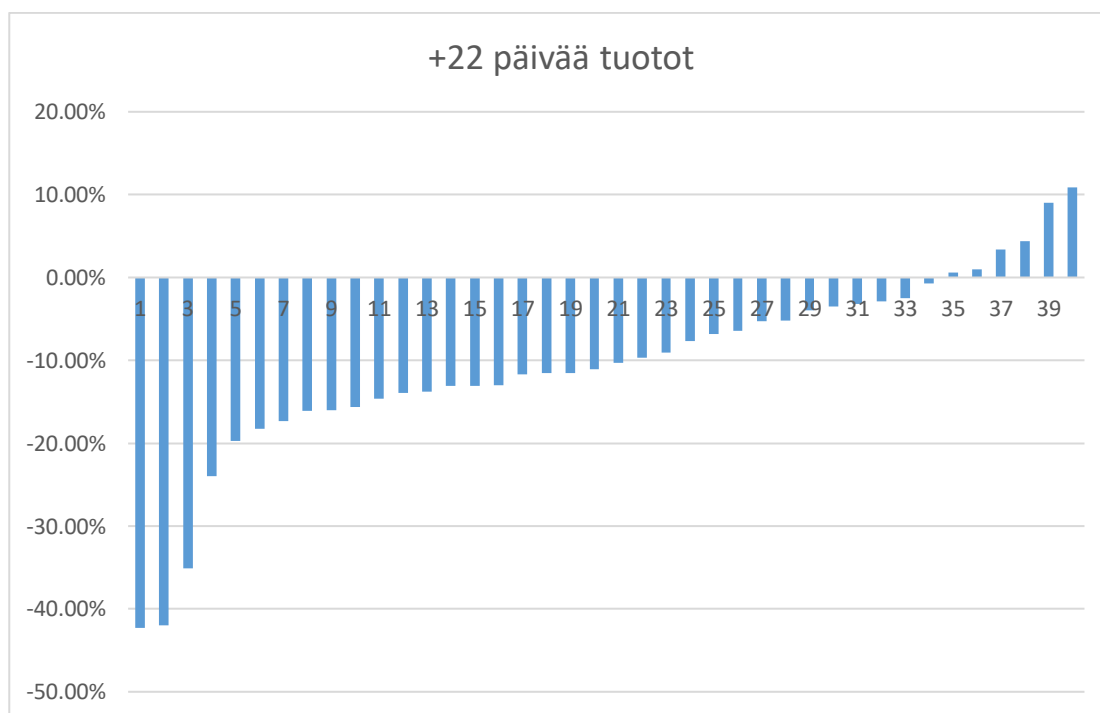
Kuvaaja 3. Ilmoitusajankohdan tuotto



Tulokset olivat hyvin odotuksenmukaiset huomioon ottaen aiemmista tutkimuksista saadut tulokset. Lien (2004) tutkimuksessa havaittu -5,7 %, Christien (1994) -6,8 %, Healy ja Palepun (1988) -9.5% ja Michaely et al:n (1995) -7.0% ovat hieman suurempia kuin tässä tutkielmassa havaittu ilmoitusajankohdan tuotot.

Kuukausi (+22) ilmoittamisen jälkeen tuotot ovat edelleen vahvasti markkinatuottoja jäljessä. Osingonmaksun lakkauttaneiden yritysten osakkeiden tuotot ovat jatkaneet edelleen samaan suuntaan kuin ilmoitusajankohtana. Tuotot ovat keskimäärin -9,62 % markkinoita heikommalla (t-arvo 5.10). Seitsemän (7) osaketta on tuottanut markkinoita paremmin. Tuotoissa on merkittäviä eroja. Huonoimmillaan osake on tuottanut vertailuindeksiä -42.3 % heikommin. Paras tuotto on 10.9 % vertailuindeksiä parempi. Alla olevasta kuvaajasta voi havaita, että positiiviset osaketuotot suhteessa markkinoihin ovat parhaimmissakin tapauksissa vain hieman voitolliset.

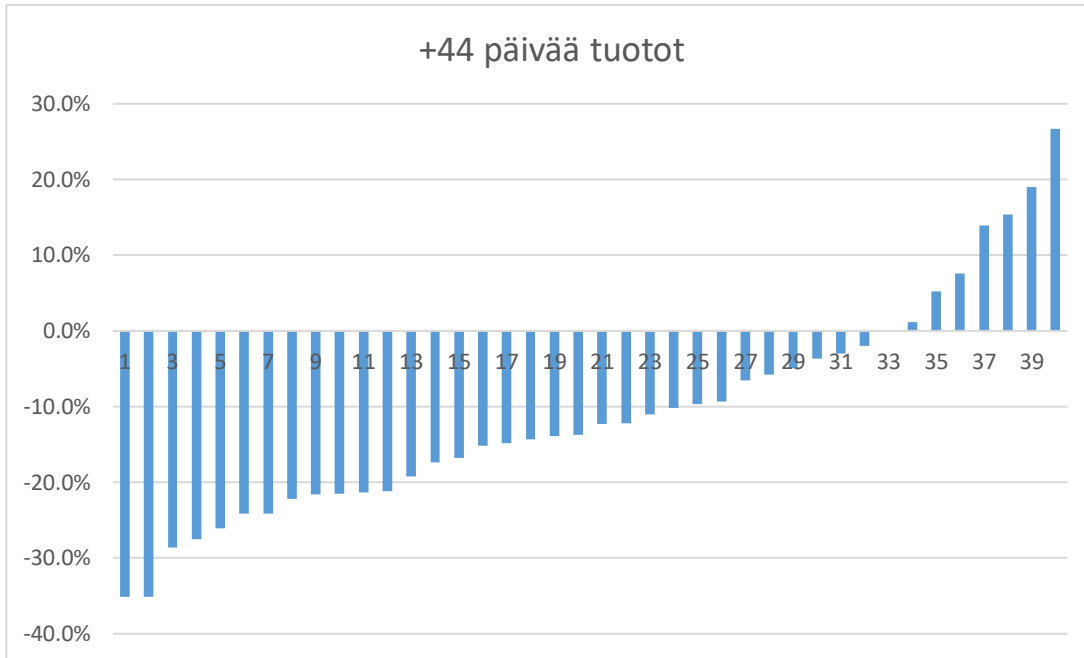
Kuvaaja 4. Kuukauden tuotto



Kaksi kuukautta (+44) ilmoitusajankohdan jälkeen kuukausitasolla tarkastellen tuottoero on edelleen kasvanut edelliseen kuukauteen nähden. Erotus on tosin ainoastaan -1,27%. Kokonaisuudessaan osakkeet ovat tuottaneet -10.89 % (t-arvo 4.84) vertailuindeksiä heikommin. 33 osaketta on tuottanut edelleen markkinoita heikommin. Alla olevasta kuvaajasta voi havaita, ettei osingonmaksamisen lakkauttaminen ole vaikuttanut kaikkiin

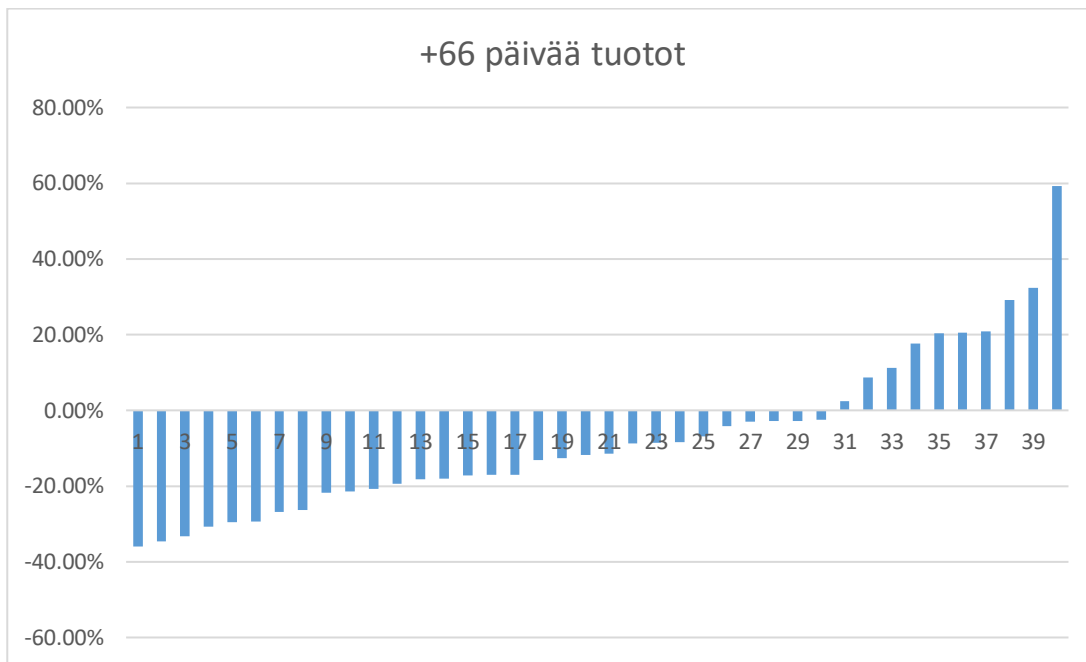
yrittäjiin yhtä negatiivisesti. Neljän osakkeen tuotot ovat yli kymmenen prosenttiyksikköä markkinoita suuremmat. Osakkeiden tuotot ovat -35.10 % ja 26.70% välillä.

Kuvaaja 5. 2 Kuukauden tuotto



Kolme kuukautta (+66) ilmoitusajankohdan jälkeen osakkeiden tuottojen vaihteluväli on kasvanut entisestään (-35.90 %, 59.20%). Yllättävin seikka on se, että osingonmaksun lakkauttaneista yrityksistä kuuden (6) tuotto on yli 20 prosenttiyksikköä markkinoita suurempi. Osakkeet ovat kokonaisuudessaan edelleen tuottaneet markkinoita -7.29 % (t-arvo 2.21) heikommin, mutta jo kymmenen osakkeen tuotot ovat markkinoita suuremmat.

Kuvaaja 6. Kolmen kuukauden tuotto



Osingonmaksun lakkauttaminen ei ole vaikuttanut kaikkiin yrityksiin samalla tavalla.

6. Yhteenveto

Tutkielman tulokset olivat hyvin samanlaiset kuin mitä aiemmissa tutkimuksissa oli havaittu. Osingonmaksun lakkauttaneiden yritysten edellisten 12 kuukauden tuotto on heikko, joten se on viitannut ongelmiin jo ennen kuin osingonmaksun lakkauttamisesta on ilmoitettu. Odotusten mukaisesti myös markkinat reagoivat voimakkaasti, kun osingonmaksun lakkauttamisesta ilmoitetaan. Tuottoerot markkinoihin olivat koko ajan melko suuret. Ilmoitusajankohdan -5 % osakkeet olivat tuottaneet heikoimmillaan -11 % ensimmäisen kuukauden kohdilla. Markkinat huomioivat merkittävät muutokset osingonmaksuun.

Osingonmaksamiseen liittyviä potentiaalisia tutkimusaiheita löytyy useita. Esimerkiksi voitaisiin tarkastella miten erilaiset muutokset osingonmaksussa vaikuttavat osakkeiden tuottoon. Mahdollista olisi myös tutkia miten erilaiset skenaariot vaikuttavat siihen, miten markkinat tulkitsevat muutokset osingonmaksuun. Samaten voitaisiin selvittää sitä, miten mahdolliset ilmoitukset osingonmaksamisesta omien osakkeiden ostamiseen siirtymisestä tulkittaisiin markkinoilla tuottojen muodossa. Olisi myös mielenkiintoista selvittää miten osinkojen rooli kehittyä ajan kuluessa.

Osingonmaksamisesta on esitetty vuosien varrella useita erilaisia teorioita. Niiden näkökulmat vaihtelevat hyvin paljon. Asiaa on tarkasteltu yritysten, johdon,

osakkeenomistajien, verotuksen, markkinoiden ja viestittämisen näkökulmasta. Kokonaisuutta ajatellen yksikään teorioista ei pysty yksinään selittämään osinkoja ja miksi niitä ylipäättänsäkin maksetaan. Osingonmaksuja täytyy tarkastella useammasta näkökulmasta, jotta niiden maksamista voi ymmärtää. Yritykset voivat siirtää varojaan omistajille osinkojen avulla, mikäli ei tarpeeksi kannattavia investointikohteita löydy. Johdolla ja osakkeenomistajilla on agenttiongelmia, jota osinkojen maksaminen helpottaa. Maksamalla osinkoja yrityksen johdon vaikutusvalta heikkenee ja yritykset käyttävät resurssejaan tehokkaammin. Johdolla voi olla myös mahdollisia osakepalkkiojärjestelyjä, ja nostamalla osinkoja yrityksen osakkeen markkina-arvo voi nousta. Samaten osinkojen leikkaaminen yrityksen johdon näkökulmasta on tapahtuma, joka voi aiheuttaa tyytymättömyyttä osakkeenomistajien kohdalla. Tämä on yksi tilanteista jota yritysten johdot pyrkivät välttämään. Pahimmillaan tilanne voi johtaa hyvin vihamielisiin osakkeiden omistajiin, joilta yrityksen johto saa paljon palautetta. Osakkeenomistajien kannalta osingot ovat yksi tapa saada sijoituksilleen tuottoa. Jos osakkeenomistaja omistaa osaketta pitkään ilman aikomustakaan myydä osakkeita, niin osingot ovat lähes ainoa tapa saada tuottoa sijoitukselle. Käyttäytymistieteellisestä näkökulmasta osingot myös helpottavat osakkeiden omistamista ja tuottavat erillistä mielihyvää osakkeesta. Osingot myös helpottavat psykologisesti tilannetta, jossa osakkeen kokonaistuotto on tappiolla. Markkinoiden kannalta ajatellen yritykset mukautuvat kulloinkin tilanteeseen, joka markkinoilla vallitsee. Osakemarkkinat arvostavat osinkoja eri tavalla eri ajankohtina. On aikoja, jolloin osingoilla ei juurikaan ole merkitystä. Ja on ajankohtia, jolloin osingonmaksut koetaan paljon positiivisempina. Eräs vanhimmista teorioista on signaaliteoria, jonka mukaan osingoilla pyritään viestittämään tulevaisuudesta. Osingot tässä tapauksessa lähinnä viestittävät edeltäneen vuoden tilanteesta. Tulevaisuudesta ne paljastavat loppujen lopuksi vähän. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteivätkö osakkeenomistajat voisi tulkita osinkojen sisältävän informaatiota, vaikka tilanne ei olisikaan niin.

Verotuksellisesta näkökulmasta osingot eivät ole tehokas tapa siirtää varallisuutta osakkeenomistajille. Tämä on mahdollisesti myös yksi syy siihen, miksi osinkojen maksajien määrä on pudonnut niin merkittävästi ajan kuluessa. Osingot olisivat melko helposti korvattavissa verotuksellisesti edullisemmilla tavoilla. Tämän voisi toteuttaa ostamalla omia osakkeita tai jopa mahdollisesti maksamalla osakeosinkoja. Mutta miksi nämä eivät ole täysin korvanneet osinkoja? Osingot ovat mahdollisesti jääne menneiltä ajoilta ja pitkään osinkoja maksaneet yritykset muuta osinkopolitiikkaansa.

Lähdeluettelo

- Allen, Franklin & Bernardo, Antonio & Welch, Ivo (2000), A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), pp. 2499-2536.
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, 2, 271-288.
- Bebchuk, Lucian & Fried, Jesse (2005). Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, 4, 8-23.
- Benartzi, Schlomo & Michaely, Roni et Thaler, Richard (1997) Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, Vol. 52, 3, 1007-1034
- Bhattacharya, Sudipto (1979) Imperfect information, dividend policy and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, 259–270.
- Brav, Alon & Graham, John R. & Harvey, Campbell R. et Michael, Roni (2005) Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, 483-527
- Breuer, W & Rieger, Oliver & Soypak, Can (2014). The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking and Finance*, vol 42, pp. 247-265.
- Chiang, Kevin & Frankfurter, George M. & Kosedag, Arman et Wood Jr, Bob G. (2006) The perception of dividends by professional investors. *Managerial Finance*, Vol. 32, 60 – 81
- Christie, William G. (1994) Are dividend Omissions truly the cruelest cut of them all? *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol. 29, No. 3, 459-48
- DeAngelo, Harry & DeAngelo, Linda et Skinner, Douglas (2004) Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, 425-456
- Easterbrook, Frank (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, Vol. 74, 4, pp. 650-659.
- Elton, Edwin & Gruber, Martin (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, 1, 68-74.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* Vol. 60, 3-43
- Ferris, Stephen & Jayaraman, Narayanan & Sabherwal, Sanjiv (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*, Vol 33, 9, 1730-1738.
- Fuller, Kathleen P. & Goldstein, Michael A. (2011) Do dividends matter more in declining markets? *Journal of Corporate Finance*, Vol 17, 457-473
- Gordon, Myron J. & Shapiro, Eli (1956) Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, Vol. 3, 1, 102–110.
- Grinstein, Yaniv & Michaely, Roni (2005) Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, Vol. 60, 3, 1389-1426

Grullon, Gustavo & Michaely, Roni & Benartzi, Schlomo et Thaler, Richard (2005) Dividend Changes do not signal Changes in Future Profitability. *The Journal of Business*, Vol. 78, 5, 1659-1682

Healy, P. M. & Palepu, Krishna (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 21,2, 149-175.

Jensen, Gerald R. & Lundstrum, Leonard L. et Miller, Robert E. (2010) What do dividend reductions signal? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, 736-747

Jensen, Michael (1986) Agency cost of Free Cash Flow, *Corporate Finance*, and Takeovers *American Economic Review*, Vol 76, No 2, 323-329

Jensen, Michael & Meckling, William (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 3, 4, 305-360.

John, Kose & Williams, Joseph (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, Vol. 40, 4, 1053-1070.

Kahneman, Daniel & Tversky, Amos The Psychology of Preferences. *Scientific American*, 246, 1, p. 160.

Kim, Yu K. & Pandit, Jayant & Viswanath, P. V. (2002), Dilution, Dividend Commitments and Liquidity: Do Dividend Changes Reflect Information Signaling? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol 18, 359-379

La Porta, Rafael & Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei et Vishny Robert W. (2000) Agency problems and Dividend policies around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 55, 1, 1-33

Lie, Erik (2005) Operating performance following dividend decreases and omissions. *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, 27-53

Michaely, Roni & Thaler, Richard R. et Womack, Kent L. (1995) Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? *The Journal of Finance*, Vol. 50, 2, 573-608

Miller, Merton H. & Modigliani, Franco (1961) Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, 4, 411–433.

Miller, Merton & Rock, Kevin (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, Vol. 40, 4, 1031-1051.

Skinner, Douglas J. (2008) The evolving relationship between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87, 582-609

Shefrin, Hersh & Statman, Meir (1984) Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, Vol 13, 2, 253-282.

Shefrin, Hersh & Thaler, Richard (1988) The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. *Economic Inquiry*, Vol. 26,4, pp. 609-643.

Williams, John Burr (1938) *The Theory of Investment Value*. Amsterdam, North-Holland Publishing Company.