

Χρηματοοικονομική Διοίκηση

13^η Διάλεξη – Πολιτική Μερισμάτων

Δρ. Αγγελική Ζαχαράκη (agzachar@pme.duth.gr)

Μηχανικός Παραγωγής και Διοίκησης

Εισαγωγικές Έννοιες

- **Δομή / διάρθρωση κεφαλαίων:** Η ποσοστιαία **συμμετοχή των διαφόρων μορφών κεφαλαίων** (ίδια κεφάλαια, βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) **στο συνολικό κεφάλαιο της επιχείρησης.**
- **Βασικός σκοπός:** Η εκτίμηση της ικανότητας μακροχρόνιας επιβίωσης μιας επιχείρησης.
- Η σπουδαιότητα της ανάλυσης της δομής των κεφαλαίων έγκειται στην **ουσιαστική διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στα ίδια και στα δανειακά κεφάλαια** της επιχείρησης.
- **Δεν έχουν** εξασφαλισμένη ή υποχρεωτική απόδοση.
- Αποτελούν «μόνιμα κεφάλαια» και μπορεί, συνεπώς, η διοίκηση **να υπολογίζει σε αυτά σε περίοδο αντίξων συνθηκών**, ενώ από την άλλη **δεν μπορούν να απαιτήσουν τη λήψη μερίσματος.**
- **Δεν υπάρχει** ορισμένο χρονοδιάγραμμα για την επιστροφή τους στους μετόχους.
- Λόγω των παραπάνω χαρακτηριστικών τους, τα ίδια κεφάλαια δικαιούνται και απαιτούν μια αποδοτικότητα μεγαλύτερη από την αμοιβή των ξένων κεφαλαίων
- Αυτή η αναμενόμενη ή επιδιωκόμενη απόδοση από τους μετόχους από την επένδυσή τους , αποτελεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων , δηλαδή το κόστος του κεφαλαίου των μετόχων.

Βασικά Χαρακτηριστικά ξένων (δανειακών) κεφαλαίων

- Κεφάλαια που **πρέπει να εξοφληθούν και να καταβληθούν τόκοι** για την εξυπηρέτηση τους, σε **τακτά χρονικά διαστήματα**, ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης (κεφάλαια υψηλού κινδύνου).
- Κατά κανόνα εξασφαλίζονται με την **εγγραφή εμπράγματων δικαιωμάτων** (υποθηκών, προσημειώσεων, ενεχύρων) σε πάγια στοιχεία της επιχείρησης.
- Οι δανειστές της επιχείρησης θα υποστούν ζημίες, μόνο στην περίπτωση που η επιχείρηση **υποστεί ζημίες μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαια της**.
- **Συνεπώς**, τα ξένα κεφάλαια **διατρέχουν πολύ μικρότερο κίνδυνο από τα ίδια κεφάλαια**, και για αυτό το λόγο **απαιτούν μικρότερη αμοιβή από ότι απαιτούν τα ίδια κεφάλαια**.

➔ Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι μικρότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Λόγοι χρησιμοποίησης ξένων (δανειακών) κεφαλαίων

- **Αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων:** χρηματοοικονομική μόχλευση.
- **Μείωση της φορολογίας της επιχείρησης:** Οι τόκοι του ξένου κεφαλαίου αποτελούν οργανικό έξοδο και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα της επιχείρησης, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο τη φορολογία της.
- **Διατήρηση του ελέγχου της επιχείρησης:** Δεν μεταβάλλεται η αναλογία των μετοχών που κατέχουν οι μέτοχοι στο συνολικό αριθμό των μετοχών της εταιρίας.
- **Εξασφάλιση κατά του πληθωρισμού:** Από την μια πλευρά, η αγοραστική δύναμη του νομίσματος μειώνεται διαχρονικά και τα λογιστικά κέρδη των επιχειρήσεων τείνουν να αυξάνονται με το πέρασμα του χρόνου, ενώ από την άλλη πλευρά οι οικονομικές υποχρεώσεις για την εξυπηρέτηση των δανείων (τοκοχρεωλύσια) παραμένουν σταθερές.

Βασικές Έννοιες

Βασικό ερώτημα: Τι κερδίζουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης; Για να κατέχεις μετοχές μιας επιχείρησης;

(α) Μερισματική απόδοση (dividend yield).

(β) Κέρδη κεφαλαίου (capital gains).

(γ) Τι άλλο «κερδίζουν»;

Π.χ. εξυπηρετούν στρατηγικούς τους στόχους, ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα, αποσκοπούν στην ισορροπία του χαρτοφυλακίου τους, κτλ.

Αν η επιχείρηση επενδύσει σωστά τα παρακρατηθέντα κέρδη, θα ανέβει η τιμή της μετοχής της με αποτέλεσμα οι μέτοχοι της να πραγματοποιήσουν κέρδη κεφαλαίου.

- Οι περισσότεροι επενδυτές, σήμερα, προτιμούν μια σταθερά αυξανόμενη μερισματική απόδοση.
- Το ποσοστό, όμως, αυτό της σταθερής αύξησης των μερισμάτων, οφείλεται στην **αναμενόμενη αύξηση των κερδών** της επιχείρησης και στον **αναμενόμενο πληθωρισμό**.

Ορισμός: Η μερισματική πολιτική αναφέρεται στην απόφαση της **επιλογής της σχέσης ανάμεσα στα (καθαρά) κέρδη που αποθεματοποιούνται και σε αυτά που διανέμονται**.

- **Βασικό ερώτημα:** επηρεάζει η μερισματική πολιτική την αξία της επιχείρησης;

Βασικές Έννοιες

- **Ποσοστό διανεμομένων κερδών:** % των κερδών που διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων.
 - **Ποσοστό παρακρατούμενων κερδών:** % των ετήσιων καθαρών κερδών που παρακρατείται για τη χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων (**συμπλήρωμα του ποσοστού των διανεμομένων κερδών**).
 - **Μερισματική απόδοση:** το ετήσιο μέρισμα που εισπράττει ο μέτοχος μιας εταιρείας, εκφρασμένο συνήθως ως ποσοστό επί της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της.
-
- Οι επιχειρηματικές μονάδες αντιμετωπίζουν τη **μερισματική πολιτική (dividend policy)** ως ένα σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής τους πολιτικής.
 - Η **μερισματική πολιτική** αναφέρεται στις αποφάσεις που παίρνει μια επιχείρηση σχετικά με τη **διαχείριση των κερδών της** και αφορούν στον **τύπο**, στο **μέγεθος** και στο **χρόνο** των διανομών μερισμάτων που πραγματοποιεί στους κοινούς μετόχους.
-
- Η **μερισματική πολιτική** εστιάζει στην απόφαση που καλείται να πάρει μια επιχείρηση ανάμεσα στη **διανομή των κερδών ως μέρισμα (dividend) στους μετόχους** της, στην **παρακράτηση των κερδών για χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων** ή σε ένα συνδυασμό των δυο παραπάνω στρατηγικών.

Βασικές Έννοιες

- Πρακτικά, οι αποφάσεις αυτές καθορίζουν το βαθμό της **εσωτερικής χρηματοδότησης** μιας επιχείρησης.
- Επιπλέον, η μερισματική πολιτική **παρέχει σημαντική πληροφόρηση στους μετόχους** σχετικά με τις επιδόσεις και την πορεία της επιχείρησης.
- Οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική **λαμβάνονται παράλληλα** με τις αποφάσεις που αφορούν (α) στην **κεφαλαιακή διάρθρωση** της επιχείρησης και (β) στον **προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου**.
- Η απόφαση για την πολιτική που θα υιοθετήσει τελικά μια επιχείρηση **περιορίζεται από την αντίστοιχη απόφαση που είχε πάρει στο παρελθόν**, καθώς οι επιχειρήσεις στην πλειοψηφία τους αποφεύγουν να μεταβάλλουν συχνά τη μερισματική τους πολιτική.
- Συνήθως, **οι εταιρίες που διανέμουν μέρισμα έχουν ξεπεράσει το στάδιο της (ραγδαίας) ανάπτυξης** και δεν έχουν ανάγκη να επανεπενδύουν συνέχεια τα κέρδη τους, οπότε επιλέγουν την εναλλακτική επιλογή της **πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους τους**.
- Αντιθέτως, οι **εταιρίες υψηλής ανάπτυξης** προβαίνουν σε **επανεπένδυση των κερδών τους**, με σκοπό τη διατήρηση της ανάπτυξης αυτής.

Ιδανική μερισματική πολιτική θεωρείται εκείνη που μεγιστοποιεί την αξία της μετοχής

Το υπόδειγμα του Lintner

Lintner → Πως αποφασίζουν οι επιχειρήσεις για την πληρωμή μερίσματος

- Οι επιχειρήσεις **έχουν ένα μακροχρόνιο στόχο για την πληρωμή μερίσματος**.
- Ωριμες επιχειρήσεις με σταθερά κέρδη, γενικά, πληρώνουν ένα μεγάλο τμήμα των κερδών τους. Οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις προχωρούν σε μικρότερες πληρωμές.
- Οι διευθυντές **δίνουν μεγαλύτερη σημασία στις μεταβολές των μερισμάτων** παρά στα απόλυτα επίπεδα.
- Αν το μέρισμα του τελευταίου έτους ήταν 1 Ευρώ, η πληρωμή μερίσματος 2 Ευρώ είναι μία σημαντική χρηματοοικονομική απόφαση.
- Από την άλλη, αν το μέρισμα παραμείνει στα 2 Ευρώ, ο οικονομικός διευθυντής νιώθει άνετα.
- Οι μερισματικές μεταβολές ακολουθούν τις μεταβολές στα μακροχρόνια συνεχιζόμενα κέρδη. Οι **παροδικές αλλαγές κερδών είναι πολύ δύσκολο να επηρεάσουν** τη μερισματική πολιτική της εταιρείας.
- Οι διευθυντές **είναι απρόθυμοι να πραγματοποιήσουν μερισματικές μεταβολές οι οποίες μπορεί να μη διατηρηθούν**.

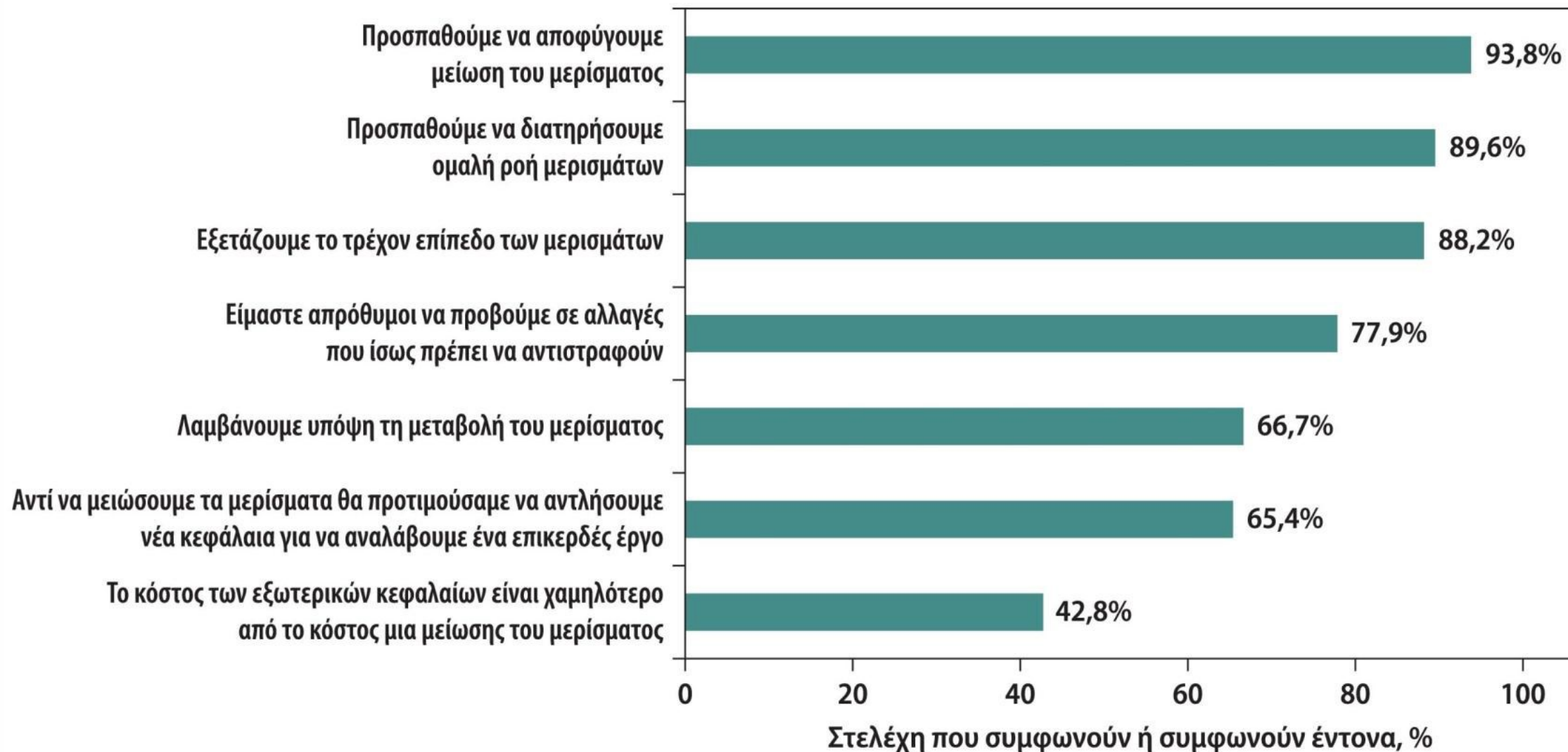
Η εμπειρία έχει δείξει...

- Τα μερίσματα έχουν μικρότερη μεταβλητότητα από τα κέρδη (είναι πιο σταθερά). Τα μερίσματα δεν μεταβάλλονται εύκολα.
- Οι εταιρίες θέτουν μερίσματα-στόχους.
- Αυξάνουν τα μερίσματα μόνο αν ξέρουν ότι μπορούν να τα διατηρήσουν σε αυτό το επίπεδο.
- Οι εταιρίες με τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης πληρώνουν τα λιγότερα μερίσματα.
- Εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν ότι οι τιμές των μετοχών αυξάνονται κατά 3% με μια αναγγελία πληρωμής μερίσματος και πέφτουν κατά 7% με αναγγελία μη πληρωμής μερίσματος.

Άτυποι κανόνες μερισματικής πολιτικής

- Δεν μειώνουμε ή κόβουμε μερίσματα εύκολα.
- Ακολουθούμε μερισματική πολιτική όμοια αυτής των ανταγωνιστών μας.
- Διατηρούμε την πιστοληπτική μας ικανότητα υψηλά.

Μερισματικές αποφάσεις στην πράξη



Καταβολές μερισμάτων στην πράξη

15 Απριλίου 2009

Η Exxon Mobil
ανακοινώνει τακτικό
τριμηνιαίο μέρισμα
0,42 \$ ανά μετοχή.

**Ημερομηνία
ανακοίνωσης**

11 Μαΐου 2009

Αρχίζει η
διαπραγμάτευση
των μετοχών άνευ
μερίσματος.

**Ημερομηνία
αποκοπής
δικαιώματος
μερίσματος**

13 Μαΐου 2009

Το μέρισμα θα
καταβληθεί
στους μετόχους που
έχουν καταγραφεί σε
αυτή την ημερομηνία.

**Ημερομηνία
Καταγραφής**

10 Ιουνίου 2009

Οι επιταγές των
μερισμάτων
ταχυδρομούνται
στους μετόχους.

**Ημερομηνία
Καταβολής**

Τύποι μερισμάτων

Μέρισμα σε μετρητά (cashdividends)

Είναι η πιο συνηθισμένη και δημοφιλής μορφή διανομής των κερδών μιας εταιρίας. Ένα μέρος των κερδών καταβάλλεται στους μετόχους σε χρηματικές μονάδες ανά μετοχή (π.χ. €/μετοχή).

Μέρισμα σε μετοχές (stockdividends)

Τα μερίσματα παίρνουν τη μορφή επιπλέον μετοχών της ίδιας εταιρίας ή κάποιας θυγατρικής της.

Μέρισμα σε ομόλογα (bonddividend)

Σε περιπτώσεις που η εταιρία δεν έχει επαρκές κεφάλαιο για να πληρώσει μερίσματα σε μετρητά, μπορεί να προχωρήσει στην έκδοση ομολόγων για να καλύψει τις απαιτήσεις προς τους μετόχους.

Ο βασικός στόχος των μερισμάτων σε ομόλογα είναι ουσιαστικά μια αναβολή της άμεσης πληρωμής σε μετρητά. Οι κάτοχοι των ομολόγων **πέραν της πληρωμής στην ημερομηνία λήξης**, λαμβάνουν επίσης τακτικά **τόκους επί των ομολόγων** τους.

Μέρισμα σε είδος (propertydividends)

Τα μερίσματα αυτά έχουν τη μορφή προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται από την εταιρία.

Ιδιαίτερα ή έκτακτα μερίσματα (specialdividends)

Διανέμονται σε ειδικές περιπτώσεις (π.χ. η εταιρία κερδίζει μια δικαστική διαμάχη, πουλάει μια θυγατρική). Κάποιες εταιρίες καταβάλλουν τέτοια μερίσματα όταν έχουν πλεόνασμα μετρητών, με σκοπό να ενισχυθεί η τιμή των μετοχών τους.

Μερικές φορές τα μερίσματα αυτά θεωρούνται ως επιστροφή κεφαλαίου, με την έννοια ότι η εταιρία επιστρέφει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύονται από τους μετόχους. Έτσι ονομάζονται επίσης «Μερίσματα Κεφαλαίου» και είναι αφορολόγητα.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Τύπος Επιχειρηματικής Δραστηριότητας

- Μια εταιρία με σχετικά **σταθερή επιχειρηματική δραστηριότητα** (σταθερή ζήτηση και κέρδη), μπορεί να υιοθετήσει μια **σταθερή μερισματική πολιτική**.
- Μια εταιρία σε κλάδο **υψηλού κινδύνου**, διαθέτει ακανόνιστη ροή εισροών και **δεν μπορεί να ακολουθήσει σταθερή μερισματική πολιτική**.
- Γενικά, εταιρίες σε κλάδους με **αγαθά πρώτης ανάγκης (ανελαστική ζήτηση)** έχουν σταθερό εισόδημα και μπορούν να ασκούν **σταθερή μερισματική πολιτική**

Ηλικία Εταιρίας

- Μια νεοσύστατη εταιρία δεν έχει την πολυτέλεια να διανείμει υψηλό ποσοστό μερίσματος από την αρχή, δεδομένου ότι **πρέπει να καταφύγει στα παρακρατημένα κέρδη για να καλύψει τις ανάγκες της προς επέκταση**.
- Αντιθέτως, μια καθιερωμένη επιχείρηση που έχει ήδη **δημιουργήσει αποθεματικά**, μπορεί να είναι πιο **ελεύθερη στη διανομή μερίσματος**.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Παλαιότερα Μερίσματα

- Οι μέτοχοι **αναμένουν** ότι τα μερίσματα που θα καταβάλει η εταιρία **δε θα είναι μικρότερα** από αυτά που κατέβαλε στο παρελθόν.
- Γενικά, οι διευθυντές διστάζουν να μειώσουν το ποσοστό του μερίσματος του προηγούμενου έτους.
- Αν παρουσιαστεί ανάγκη, **προσπαθούν να διατηρήσουν το ποσοστό του μερίσματος, με ανάληψη από προηγούμενο συσσωρευμένο κέρδος**

Προτιμήσεις των μετόχων

- Αν οι μέτοχοι επιβαρύνονται με υψηλούς φόρους, ίσως **προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη**, έναντι της πληρωμής μερίσματος.
- Άλλες επενδυτικές ευκαιρίες (που υπάρχουν).
- Σε **ατομικές επιχειρήσεις** ή σε επιχειρήσεις που ελέγχονται από λίγους μετόχους, ο έλεγχος γίνεται πιο εύκολα αν οι μέτοχοι επιμένουν σε μια πολιτική που ελαχιστοποιεί την ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης και άρα **χαμηλής διανομής μερίσματος**.

Πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου

- **Μικρές και με περιορισμένη πρόσβαση επιχειρήσεις** προτιμούν συχνά τη **μη διανομή μερίσματος** και τη **διατήρηση των κερδών ως μια πηγή μετοχικού κεφαλαίου**

Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Σταθερότητα και κίνδυνος

- Μια **σταθερή και ομαλή αύξηση** στα μερίσματα εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως **δείκτης χαμηλού κινδύνου**.
- Έτσι, από την πλευρά των επιχειρήσεων, είναι επιθυμητή μια σταθερή αύξηση των μερισμάτων τους, ώστε να δημιουργείται η εικόνα σχετικά χαμηλού κινδύνου, και άρα **μείωση στο κόστος του κεφαλαίου**.

Οικονομικοί κύκλοι

- Κατά τη διάρκεια της περιόδου άνθησης, θα πρέπει η επιχείρηση να **δημιουργεί ένα ικανοποιητικό ύψος αποθεματικών**, ώστε **να μπορεί να αντέχει την περίοδο της ύφεσης** και να διατηρεί μια σταθερή μερισματική πολιτική.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Κυβερνητική πολιτική / φορολογία

- Υψηλή φορολογία → Μικρότερα μερίσματα.
- Όταν τα κεφαλαιακά κέρδη τυγχάνουν ευνοϊκότερης φορολογικής αντιμετώπισης σε σχέση με τα μερίσματα, οι επενδυτές προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη αφού τα τελευταία φορολογούνται **μόνο αφότου έχουν πραγματοποιηθεί** και επομένως είναι δυνατή η **αναβολή της φορολογίας**.
- Οι μέτοχοι που ανήκουν στις υψηλές φορολογικές κλίμακες επιθυμούν να λαμβάνουν μικρότερα μερίσματα και επιλέγουν τα κεφαλαιακά κέρδη.

Η στάση της διοίκησης

- Το αν η στάση της διοίκησης χαρακτηρίζεται από **διορατικότητα**, **συντηρητισμό** ή ένα πιο **φιλελεύθερο πνεύμα** έχει σαφή επιρροή στη μερισματική πολιτική που ακολουθεί.

Θεωρητικές προσεγγίσεις

Υπάρχουν τρεις βασικές προσεγγίσεις:

- Η θεωρία της «**μη σχετικότητας του μερίσματος**».
- Η θεωρία του «**καλύτερα πέντε και στο χέρι**».
- Η θεωρία της «**φορολογικής διαφοροποίησης**».

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Μη σχετικότητα του μερίσματος

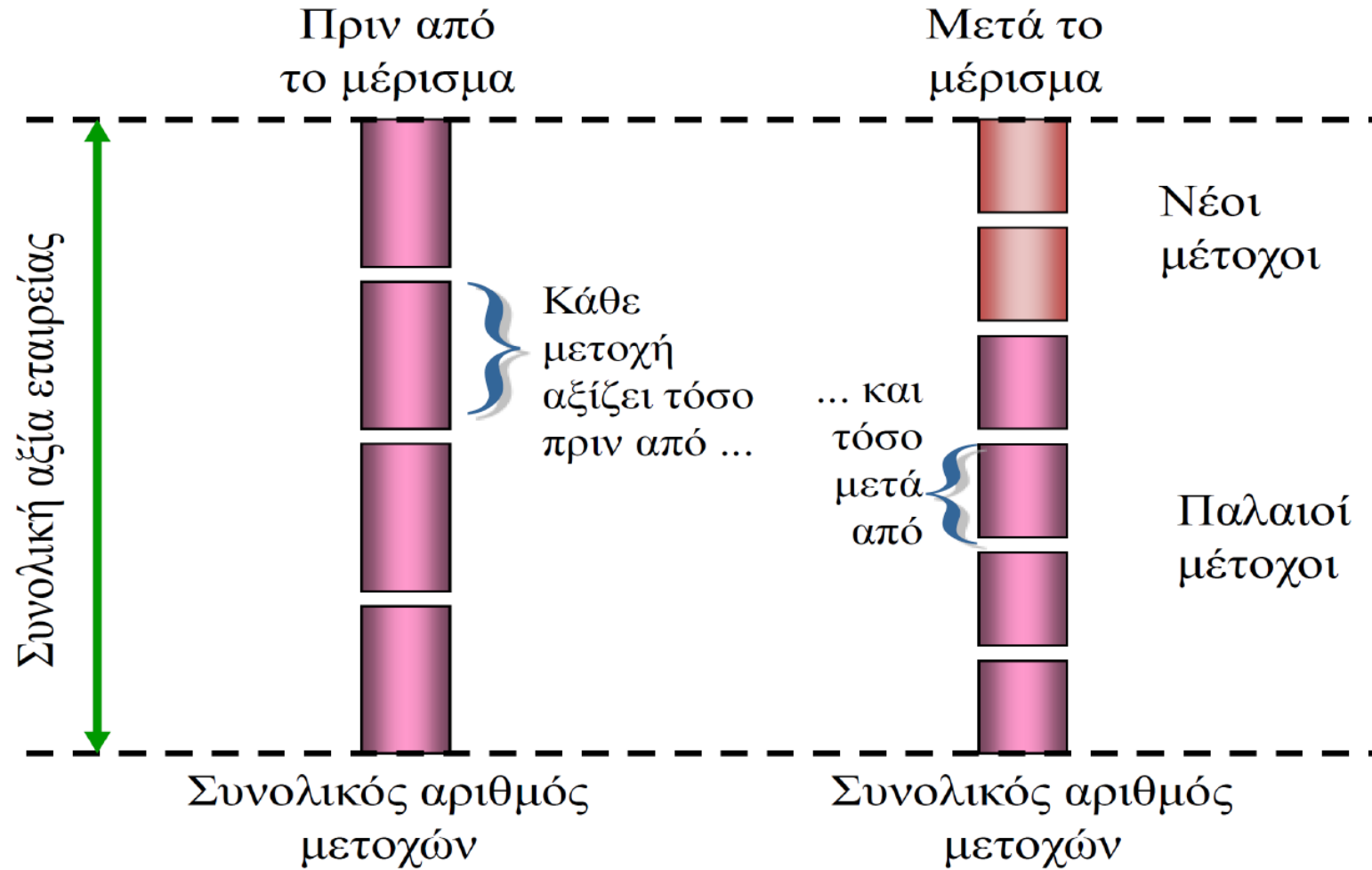
Miller & Modigliani(1961):

- Η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.
- Οι επενδυτές **ενδιαφέρονται μόνο για τις συνολικές αποδόσεις**, και όχι για τη μορφή της απόδοσης (μερισματική απόδοση ή κεφαλαιακά κέρδη / κέρδη κεφαλαίου). **Άλλωστε η πώληση μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε μετρητά, όταν αυτό κριθεί επιθυμητό.**

Σημείωση: πολύ περιοριστικές οι υποθέσεις του υποδείγματος.

- Εάν μια επιχείρηση διανείμει υψηλά μερίσματα, τότε θα πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της σχέδια.
- Οι νέες μετοχές που θα εκδώσει θα πρέπει να είναι ίσης αξίας με τα μερίσματα που διένειμε.
- Η επίδραση των μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων αντισταθμίζεται πλήρως από την επίδραση της έκδοσης νέων μετοχών.

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Μη σχετικότητα του μερίσματος



Παράδειγμα όπου το 1/3 της αξίας καταβάλλεται ως μέρισμα και συγκεντρώνονται χρήματα μέσω νέων μετοχών

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Μη σχετικότητα του μερίσματος

Miller & Modigliani(1961):

- Επομένως, αφού οι επενδυτές δεν χρειάζονται μερίσματα ώστε να έχουν πρόσβαση στα μετρητά, δεν θα πληρώσουν υψηλότερες τιμές για την απόκτηση μετοχών με υψηλές πληρωμές μερισμάτων.
- Επομένως, η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία.
- Τα μερίσματα αποτελούν ένα προϊόν της επένδυσης των μετόχων. Είναι σημαντικά, αλλά η μερισματική πολιτική δεν επιδρά στην αξία της επιχείρησης.

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Καλύτερα πέντε και στο χέρι (*Bird in the Hand Theory*)

Lintner (1962) και Gordon (1963):

- Εστιάζει στον παράγοντα της αβεβαιότητας που αισθάνονται οι μέτοχοι και υποστηρίζει πως οι παρούσες αποδόσεις των μερισμάτων έχουν μικρότερο βαθμό αβεβαιότητας, συγκριτικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των κεφαλαιακών κερδών που εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.
- Άρα, με δεδομένο το χαμηλότερο κίνδυνο που έχουν τα μερίσματα σε σχέση με αυτό των κερδών κεφαλαίου, **όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμομένων κερδών το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται και η τιμή της μετοχής αυξάνεται.**
- Συμπερασματικά, για να επιτευχθεί ο στόχος κάθε επιχείρησης, που είναι η μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της, **το ποσοστό των διανεμομένων κερδών της θα πρέπει να είναι μεγάλο.**

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Καλύτερα πέντε και στο χέρι (*Bird in the Hand Theory*)

Bird in hand Fallacy(M&M):

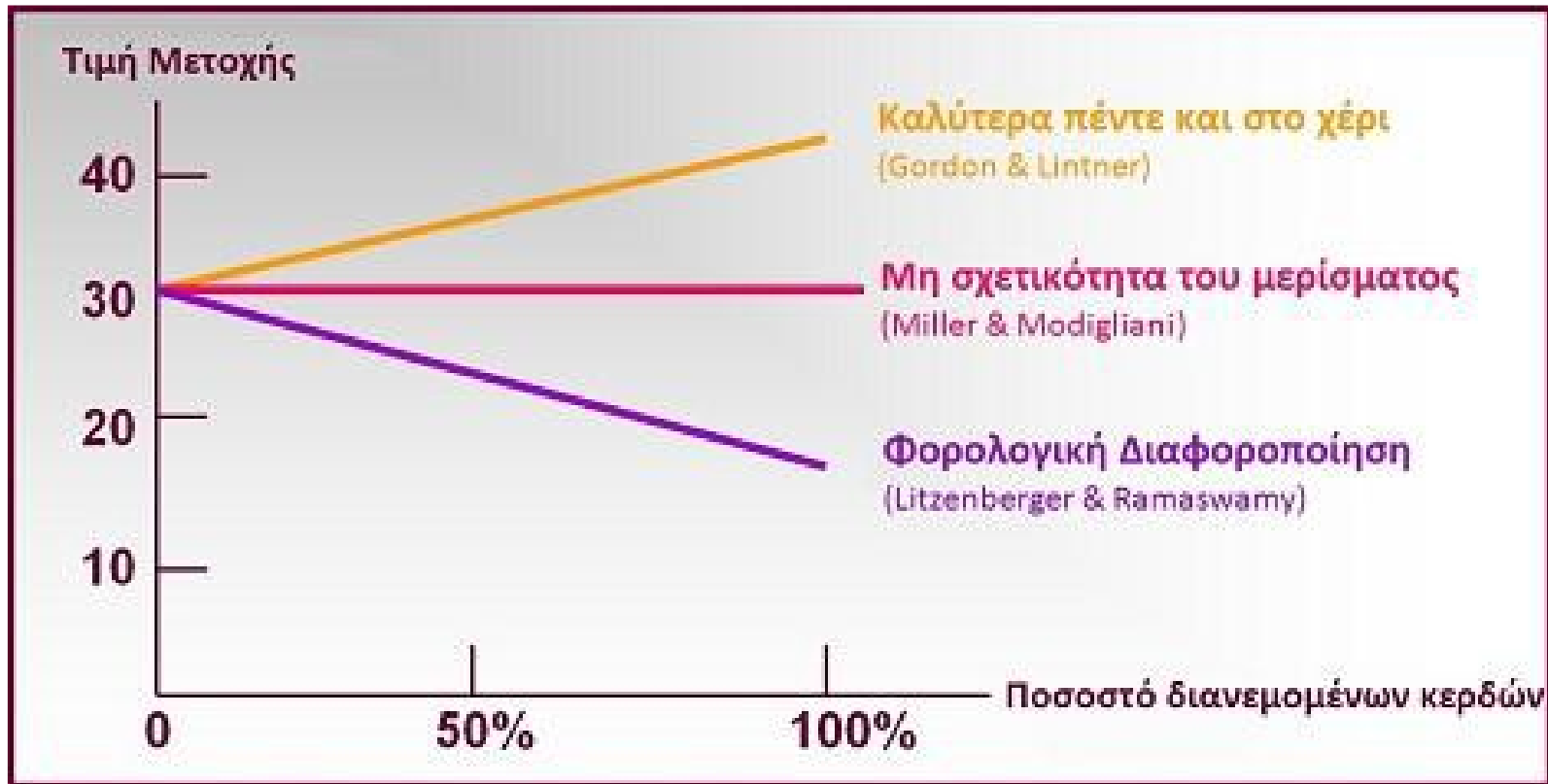
- Οι MM απορρίπτουν αυτή τη θεωρία, υποστηρίζοντας ότι, οι περισσότεροι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματα τους σε μετοχές της ίδιας επιχείρησης (ή στις μετοχές άλλων επιχειρήσεων με παρόμοιο κίνδυνο) και επομένως ο κίνδυνος των αποδόσεων τους δεν έχει σχέση με τη μορφή των ταμειακών τους ροών, αλλά καθορίζεται από τον **κίνδυνο της επιχείρησης από την οποία προέρχονται αυτές οι ταμειακές ροές**.
- Επομένως, η επιλογή της μερισματικής πολιτικής αφήνει και πάλι αδιάφορους τους επενδυτές.

Θεωρητικές προσεγγίσεις - Φορολογική διαφοροποίηση

Litzenberger and Ramaswamy (1979):

- Εξετάζει τη **διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση** μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.
- Σε αρκετές χώρες, το εισόδημα των επενδυτών από κεφαλαιακά κέρδη **φορολογείται με χαμηλότερους συντελεστές** σε σχέση με αυτό από τα μερίσματα.
- Άρα, η εταιρεία θα πρέπει να ακολουθεί μια **πολιτική χαμηλών μερισμάτων**.

Διαγραμματική απεικόνιση βασικότερων θεωριών



Διαγραμματική απεικόνιση βασικότερων θεωριών

Θεωρία	Αποτέλεσμα
Miller & Modigliani (1961)	Δεν ξεχωρίζει καμία μερισματική πολιτική ως άριστη (ουδετερότητα)
Lintner(1962) Gordon(1963)	Η υψηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη
Litzenberger and Ramaswamy(1979)	Η χαμηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη

Εμπειρική διερεύνηση βασικών θεωριών

- **Δεν έχει αποδειχθεί** εμπειρικά ποια από τις τρεις θεωρίες είναι η σωστή.
- Επομένως, ο καθορισμός μιας άριστης μερισματικής πολιτικής **είναι δύσκολος**.
- Σε γενικές γραμμές, **αυξήσεις στα μερίσματα επιφέρουν αυξήσεις στην τιμή της μετοχής**
- Κατά γενική ομολογία, ο οικονομικός διευθυντής προτιμάει να χρηματοδοτεί τα επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης από **εσωτερικά κεφάλαια**.
- **Γιατί, λοιπόν, οι επιχειρήσεις τείνουν να υιοθετούν μία γενναιόδωρη μερισματική πολιτική;;;**

Εμπειρική διερεύνηση βασικών θεωριών

Signaling theory (θεωρία του σήματος)

- Μία αύξηση στο μέρισμα ακολουθείται, συνήθως, από άνοδο της τιμής της μετοχής, ενώ μία μείωση στο μέρισμα συνοδεύεται από πτώση.
- Αυτό μπορεί να είναι απόδειξη ότι οι επενδυτές **προτιμούν το τρέχον εισόδημα των μερισμάτων**, παρά το μελλοντικό εισόδημα των παρακρατηθέντων κερδών.
- Ορισμένοι ερευνητές, όμως, θεωρούν ότι το μη αναμενόμενο ύψος του μερίσματος **παρέχει μία ένδειξη στους επενδυτές για τις προοπτικές της επιχείρησης**.
- Μια μεγαλύτερη του αναμενόμενου αύξηση του μερίσματός εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως ένα **σήμα της διοίκησης ότι προβλέπει υψηλά μελλοντικά κέρδη**. Το αντίθετο συμβαίνει όταν ανακοινώνεται μία μη αναμενόμενη μείωση του μερίσματος.
- Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η μεταβολή της τιμής της μετοχής οφείλεται στο **πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων του μερίσματος** και όχι στις προτιμήσεις των επενδυτών.
- Η αύξηση των μερισμάτων είναι ένα **αξιόπιστο μήνυμα** σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης.
- Ακόμα και αν η διοίκηση επιχειρήσει να δώσει **ψευδή σημάδια αυξάνοντας τα μερίσματα σήμερα**, θα αναγκαστεί να τα μειώσει στο μέλλον, μια κίνηση στην οποία **ελάχιστοι οικονομικοί διευθυντές θα ήταν πρόθυμοι να προβούν**.

Εμπειρική διερεύνηση βασικών θεωριών

Clientele effect (η επίδραση της πελατείας)

- Έχει υποστηριχθεί από ορισμένους οικονομολόγους, ότι υπάρχουν **διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών**, οι οποίες προτιμούν **διαφορετικές πολιτικές μερίσματος**.
- Για παράδειγμα, οι επενδυτές με **μεγάλα εισοδήματα** προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση των κερδών, διότι δεν έχουν ανάγκη τρέχοντος εισοδήματος.
- Άλλωστε τα μερίσματα που θα εισπράξουν, σχεδιάζουν να τα επανεπενδύσουν.
- Αντιθέτως, οι **επενδυτές με μικρά εισοδήματα** έχουν ανάγκη το τρέχον εισόδημα και επομένως προτιμούν την καταβολή του μεγαλύτερου μέρους των κερδών με τη μορφή του μερίσματος.
- Έτσι, γίνεται φανερό ότι η μερισματική πολιτική αντανακλά και ένα αποτέλεσμα πελατείας.
- Πρακτικά, οι επιχειρήσεις φαίνεται ότι **προσελκύουν εκείνους τους επενδυτές που προτιμούν** τη μερισματική τους πολιτική.
- Μία μεταβολή στη μερισματική πολιτική θα έχει ως αποτέλεσμα τη **μεταβολή της σύνθεσης των μετοχών της επιχείρησης**, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή μείωση της τιμής της μετοχής.

Εμπειρική διερεύνηση βασικών θεωριών

Agency Costs (κόστη αντιπροσώπευσης)

- Όσο περισσότερα κέρδη διανέμει μια επιχείρηση, τόσο συχνότερα αναγκάζεται να αντλεί κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά (π.χ. έκδοση νέων μετοχών και ομολογιών). Οι κινήσεις αυτές **ελέγχονται ενδελεχώς από διάφορους φορείς**(επενδυτές, αναλυτές, κτλ.), κάτι που μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης.
- Επίσης, η πληρωμή μερισμάτων **μειώνει το ύψος των ελεύθερων ταμειακών ροών** που είναι διαθέσιμα στους διοικούντες και έτσι μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης.

Εμπειρική διερεύνηση βασικών θεωριών

- Οι περισσότεροι οικονομολόγοι συμφωνούν ότι οι επενδυτές **προτιμούν να εισπράττουν τα μερίσματα που αναμένουν** και **αντιπαθούν τις δυσάρεστες εκπλήξεις** (π.χ. μείωση μερισμάτων).
- Εάν αυτή η άποψη είναι σωστή, τότε οι επενδυτές προτιμούν επιχειρήσεις που καταβάλλουν **προβλέψιμα ετήσια μερίσματα**. Και αποφεύγουν επιχειρήσεις των οποίων το ετήσιο μέρισμα είναι κυμαινόμενο.
- Οπότε, ο οικονομικός διευθυντής γνωρίζει ότι η μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής προέρχεται από την **υιοθέτηση μιας σταθερής μερισματικής πολιτικής**.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις ακολουθούν μια **πολιτική σταθερά αυξανόμενων μερισμάτων**, για τους εξής λόγους:

- Παρέχεται πληροφόρηση στους επενδυτές σχετικά με την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και τις καλές προοπτικές της (**ασύμμετρη πληροφόρηση**).
- Ένα σταθερό εισόδημα εξυπηρετεί καλύτερα τον χρηματοοικονομικό σχεδιασμό των επενδυτών.

Σχετικοί αριθμοδείκτες

Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per share E.P.S.)

$$= \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρησεως}}{\text{Μεσος αιρθος μετοχων σε κυκλοφορια}}$$

- Απεικονίζει το ύψος των καθαρών κερδών **που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης.**
- Αντανακλά την **κερδοφόρα δυναμικότητα** μιας επιχείρησης.
- Χρησιμοποιείται ευρύτατα.

Σχετικοί αριθμοδείκτες

Μέρισμα ανά Μετοχή (Dividends per share)

$$= \frac{\text{Συνολο Μερισματων}}{\text{Αριθμος μετοχων σε κυκλοφορια}}$$

- Παρέχει ένδειξη του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους και αυτού που παρακρατείται από την επιχείρηση με την μορφή διαφόρων αποθεματικών.

Σχετικοί αριθμοδείκτες

Μερισματική Απόδοση

$$= \frac{\text{Μερίσμα ανα μετοχη}}{\text{Τιμη Μετοχης στο Χρηματιστηριο}}$$

- Δείχνει πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχείρησης, όταν κάποιος τις αγοράσει σε μια δεδομένη στιγμή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία.
- Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής, τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή για τους επενδυτές.

Σχετικοί αριθμοδείκτες

Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία Μετοχής (Price to Book value ratio)

$$= \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία μετοχής}}$$

- Εκφράζει πόσο συγκρίσιμη είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής σε σχέση με την πραγματική αξία της όπως προκύπτει από τα ίδια κεφάλαια, δηλαδή την περιουσιακή κατάσταση της επιχείρησης.
- Όσο μικρότερη είναι η σχέση, η μετοχή **θεωρείται υποτιμημένη** και ενδεχομένως **καλή επιλογή για το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή**.
- Όταν η τιμή του δείκτη **ισούται με τη μονάδα**, τότε ο αγοραστής θεωρείται ότι πληρώνει μόνο για την απόκτηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, και καθόλου υπεραξία.
- Όταν κάποιος επενδυτής αγοράζει μετοχές μιας εταιρίας, στην τιμή περιλαμβάνεται τόσο η **πραγματική λογιστική αξία του Ενεργητικού** της εταιρείας, **όσο και κάποια υπεραξία**, καθώς τα υλικά περιουσιακά στοιχεία σε συνδυασμό με τα άυλα είναι διαρθρωμένα κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε συνδυαστικά να παράγουν κέρδη.
- Αυτή την υπεραξία επιχειρεί να αποτυπώσει ο δείκτης.

Σχετικοί αριθμοδείκτες

Τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio, P/E)

$$= \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

- Δείχνει το **κέρδος που αποκομίζει η επιχείρηση ανά μετοχή**.
- Εναλλακτικά, δείχνει **πόσα χρήματα είναι διατεθειμένος να καταβάλλει ένας επενδυτής** για κάθε Ευρώ κέρδους της επιχείρησης.
- Ο αριθμοδείκτης είναι **πάντοτε θετικός**, μιας και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημίες.
- Θεωρητικά, **μια υψηλή τιμή του δείκτη δείχνει ότι οι επενδυτές αγοράζουν τη μετοχή**, διότι έχουν εμπιστοσύνη στη μελλοντική ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Παράδειγμα: (Μετοχή Α -> 24 Ευρώ, Κέρδη ανά μετοχή 3 Ευρώ)

$P/E = 24 / 3 = 8$ Ευρώ.

Με άλλα λόγια, ο αγοραστής της μετοχής πληρώνει 8 Ευρώ για κάθε Ευρώ εισοδήματος.)

Ευχαριστώ για την προσοχή σας

Ερωτήσεις - Συζήτηση

Δρ. Αγγελική Ζαχαράκη (agzachar@pme.duth.gr)

Μηχανικός Παραγωγής και Διοίκησης