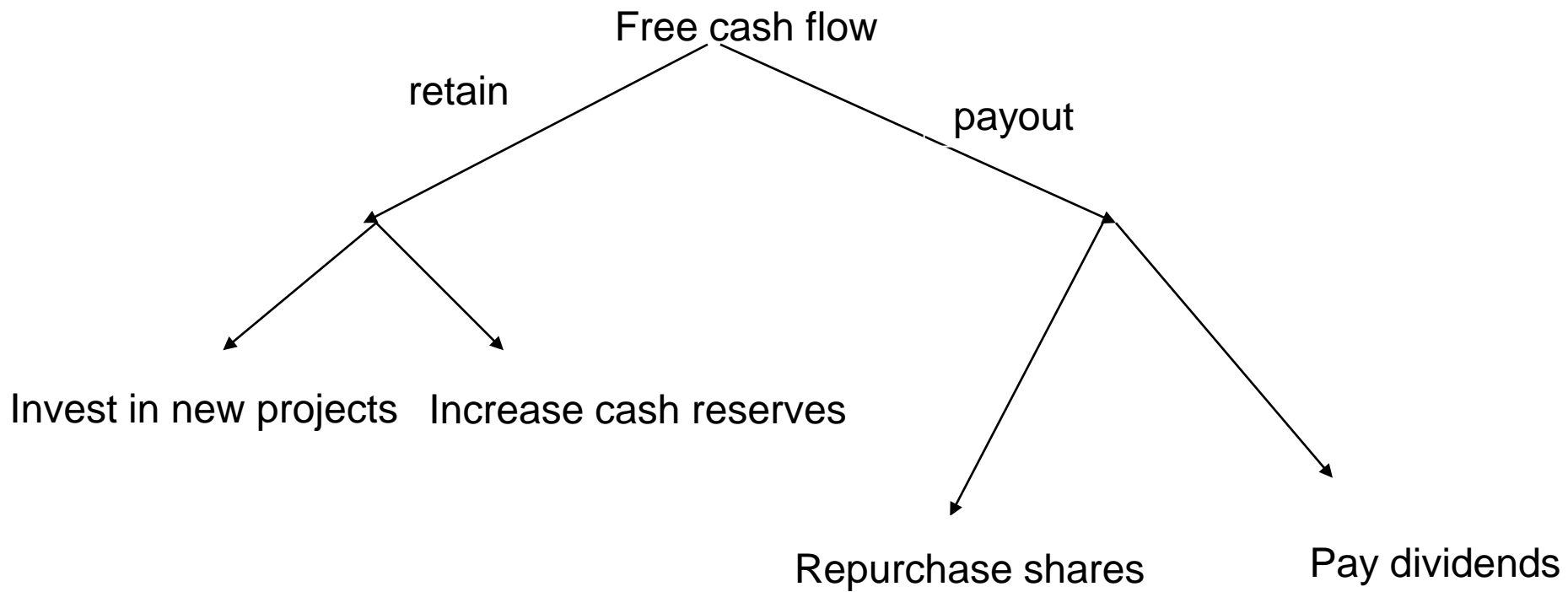


# ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

- Πανεπιστήμιο Πατρών,  
Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων
- Ευγενίδης Α., και Συριόπουλος Κ., 5/2012

# Dividend policy(Πολιτική μερισμάτων) ορισμός και βασικές έννοιες

- Η απόφαση της διοίκησης να επιλέξει ανάμεσα στο ποσοστό των κερδών που αποθεματοποιούνται (retained earnings) και σε αυτό που διανέμεται στους μετόχους (pay out policy).



- Τα παρακρατηθέντα κέρδη χρησιμοποιούνται είτε για την χρηματοδότηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων, είτε για την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων (cash reserves). Τα κέρδη διανέμονται στους μετόχους είτε ως μέρισμα (dividends) είτε ως επαναγορά μετοχών (stock repurchase).
- **Θα ασχοληθούμε με δύο διαφορετικά είδη σχέσεων που προσδιορίζουν την πολιτική μερισμάτων:**
  - 1) απόφαση διοίκησης μεταξύ διανομής μερισμάτων και επαναγοράς μετοχών.
  - 2) απόφαση διοίκησης μεταξύ διανεμομένων κερδών και παρακρατηθέντων κερδών.

### Σημαντικές ημερομηνίες:

- Η ημερομηνία πληρωμής του μερίσματος από την επιχείρηση 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.
- Η περίοδος πριν την ex-dividend date καλείται cum-dividend, όπου ο μέτοχος έχει δικαίωμα στο μέρισμα.

# Θέμα 1: Σχέση μερισματικής πολιτικής και τιμής της μετοχής.

- Από το υπόδειγμα σταθερής μεγέθυνσης των μερισμάτων, προκύπτει η σχέση που έχει η μεταβολή του  $D$  στην τιμή της μετοχής:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g \Rightarrow P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

- όπου  $K_s$  το κόστος κοινών μετοχών,  $D$  τα ετήσια μερίσματα ανά μετοχή,  $g$  σταθερό ποσοστό μεγέθυνσης μελλοντικών μερισμάτων και  $P_0$  η τιμή της μετοχής.
- Παρατηρήστε ότι η μεταβολή των μερισμάτων έχει δύο αντικρουόμενα αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής. Από τη μία, μία αύξηση του  $D$  οδηγεί σε αύξηση του  $P_0$ . Από την άλλη όμως, μία αύξηση του  $D$  σημαίνει μείωση των παρακρατηθέντων, άρα λιγότερα κέρδη θα κρατηθούν για να επενδυθούν από την επιχείρηση, συνεπώς θα έχουμε μείωση του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης  $g$ , επομένως μείωση της τιμής της μετοχής  $P_0$ .

# Υπολογισμός τιμής μετοχής με προεξόφληση των αναμενόμενων μερισμάτων (dividend discount models)

- Ο προηγούμενος τύπος, προκειμένου να ενσωματώσει τα αναμενόμενα (expected) μερίσματα θα γίνει:

$$P_0 = \frac{E(DPS)}{k_s - g} \quad \text{όπου } E(DPS) = g * DPS$$

- Παράδειγμα: Επιχείρηση έχει payout ratio= 69.97%, DPS= 2.19€, ROE (return on equity)= 11.63%, ο συντελεστής β της εταιρείας είναι 0.90, το  $r_f$ = 5,40% και η απόδοση της αγοράς  $r_m$ = 4%. Υπολογίστε την αξία της μετοχής.
- Από το CAPM βρίσκουμε το cost of equity:  $k_s = 5,4\% + 0.9 * 4\% = 9\%$ .
- Ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης g θα ισούται με  $g = \text{retention ratio} * \text{ROE} = (1 - 0.6997) * 0.1163 = 3.49\%$ .
- Επομένως  $P_0 = 2.19 * (1 + 3.49\%) / (0.09 - 3.49\%) = 41.15\text{€}$

# Θέμα 1<sup>ο</sup>:Εναλλακτικές μερισματικές πολιτικές

1. Σταθερή μερισματική πολιτική (stable dividend policy)  
Ένα σταθερό μέρισμα πληρώνεται ανά έτος , ανεξαρτήτως του επιπέδου των καθαρών κερδών.
2. **Σταθερή αναπτυξιακή μερισματική πολιτική (stable dividend growth policy)**  
Τα μερίσματα αυξάνονται με ένα σταθερό ρυθμό διαχρονικά. Και στις δύο αυτές πολιτικές, η διοίκηση προκειμένου να εξασφαλίσει τη διανομή μερισμάτων, ίσως υποχρεωθεί να ακυρώσει την ανάληψη επενδύσεων με θετική ΚΠΑ (αξιόλογες επενδύσεις).
3. Σταθερή μερισματική πολιτική συν bonus.  
Σε κανονικές συνθήκες η διοίκηση ακολουθεί μία χαμηλή πολιτική μερισμάτων. Ένα extra μέρισμα δίνεται όταν τα κέρδη της επιχείρησης είναι απροσδόκητα υψηλά. Αυτή η πολιτική χρησιμοποιείται κυρίως από εταιρείες που τα κέρδη τους παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις.

## Θέμα 2<sup>ο</sup> :

### Σύγκριση μερισμάτων και επαναγοράς μετοχών

- Πως η επιχείρηση διαλέγει ανάμεσα στις δύο αυτές εναλλακτικές? Σύμφωνα με τους MM', σε συνθήκες τέλειων κεφαλαιαγορών, οποιαδήποτε από τις δύο μεθόδους και να χρησιμοποιήσουν δεν παίζει απολύτως κανένα ρόλο, γιατί η αξία της μετοχής παραμένει η ίδια. Ας δούμε γιατί:
- Παράδειγμα 1: Έστω μία εισηγμένη στο ΧΑ, μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με 5 € εκ. διαθέσιμα μετρητά (excess cash) προς τους μετόχους, χωρίς χρέος (no debt firm), αναμενόμενες ταμειακές ροές 7€ εκ. για τα επόμενα χρόνια, κόστος κεφαλαίου (cost of capital) ίσο με 12%, μέρισμα ίσο με 0,5 € και αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία ίσο  $5 \text{ εκ.} / 0.5 = 10 \text{ εκ.}$

Βρίσκουμε πρώτα την αξία της επιχείρησης σήμερα :  $\text{firm value} = \text{PV of FCF} = 7 \text{ εκ.} / 12\% = 58 \text{ εκ.}$  Συμπεριλαμβάνοντας και τα μετρητά προς διάθεση, η συνολική αξία της επιχείρησης θα είναι 63 εκ. Οι εναλλακτικές της διοίκησης για το πώς θα πληρώσει τα 5 εκ. είναι:

- 1<sup>η</sup> εναλλακτική: Πληρωμή Μερισμάτων
- Αν η επιχείρηση χρησιμοποιήσει ολόκληρα τα ταμειακά της διαθέσιμα των 5 εκ. για πληρωμή μερισμάτων , τότε σύμφωνα με τον ισολογισμό της αξίας της επιχείρησης, η τιμή της μετοχής θα διαμορφωθεί ως εξής:

	cum dividend date	ex dividend date
Cash	5	0
other assets	58	58
firm value	63	58
shares outstanding	10	10
<b>share price</b>	<b><u>6,3</u></b>	5,8

- Παρατηρούμε ότι η τιμή της μετοχής πέφτει ,ex dividend, κατά ένα ποσό ίσο με το μέρισμα. Παρόλα αυτά οι κάτοχοι της μετοχής δεν υπόκεινται σε ζημιά γιατί πριν το μέρισμα η αξία της μετοχής τους ήταν 6.3 ενώ μετά το μέρισμα είναι  $5.8 + 0.5 = 6.3$ .



- 2<sup>η</sup> εναλλακτική: Επαναγορά μετοχών

Αν υποθέσουμε ότι η επιχείρηση του παραδείγματος, δεν πληρώνει κανένα μέρισμα αλλά χρησιμοποιεί τα 5 εκ. για επαναγορά ιδίων μετοχών. Επομένως στην τιμή 6.3, η επιχείρηση αγοράζει  $5 \text{ εκ.} / 6.3 = 0.793 \text{ εκ. μετοχές}$ , άρα ο νέος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία θα είναι :  $10 - 0.793 = 9.20 \text{ εκ μετοχές}$ . Ο ισολογισμός μας τώρα διαμορφώνεται ως εξής:

	before repurchase	after repurchase
cash	5	0
other assets	58	58
firm value	63	58
shares outstanding	10	9,2
<b>share price</b>	6,3	6,30

Η επαναγορά μετοχών δεν έχει κανένα αντίκτυπο στη τιμή της μετοχής, η οποία παραμένει ίδια με την cum dividend τιμή στην περίπτωση που η επιχείρηση πληρώνει μόνο μερίσματα.

- 3<sup>η</sup> εναλλακτική : Έκδοση νέων μετοχών(issue new stock)  
Ας υποθέσουμε ότι η επιχείρηση μας θέλει να πληρώσει ακόμα μεγαλύτερο ποσό σε μερίσματα από τα διαθέσιμα μετρητά της που είναι 5 εκ. Αν η επιχείρηση θέλει να πληρώσει 9 εκ σε μερίσματα τότε πρέπει να βρει 4 εκ επιπλέον από την έκδοση νέων μετοχών στην αρχική τιμή 6.3. Άρα θα εκδώσει επιπλέον  $4\text{εκ}/6.3 = 0.63$  εκ. μετοχών, συνεπώς ο συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία θα είναι  $10 + 0.63 = 10,63$  εκ. μετοχές.

	before issue	after issue
cash	5	9
other assets	58	58
firm value	63	67
shares outstanding	10	10,63
<i>share price</i>	6,3	6,30

- Οι 3 παραπάνω περιπτώσεις εξηγούν την θεωρία μη σχετικότητας των MM (irrelevance theory), σύμφωνα με την οποία σε συνθήκες τέλειων αγορών, η επιλογή της μερισματικής πολιτικής(dividend policy) είναι αδιάφορη και δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής.**

## Θέμα 3<sup>ο</sup>

# Μερισματική πολιτική υπό την επίδραση φόρου

- Βασικό ερώτημα: Επηρεάζουν οι φόροι τις προτιμήσεις των επενδυτών σχετικά με το επιθυμούν μερίσματα ή επαναγορά μετοχών?
- Οι μέτοχοι πληρώνουν φόρο είτε λαμβάνουν μέρισμα (dividend tax rate) είτε πουλώντας τις μετοχές τους (άρα διαμορφώνουν κεφαλαιακά κέρδη) όταν η επιχείρηση προβεί σε επαναγορά μετοχών (capital gains tax rate).
- Επομένως η επιλογή των επενδυτών εξαρτάται από το ποιος από τους δύο φορολογικούς συντελεστές είναι μεγαλύτερος. Συνήθως, ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο των κεφαλαιακών κερδών, επομένως η καλύτερη πολιτική είναι η επιχείρηση να μην πληρώσει καθόλου μερίσματα.
- Οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι παρόλο που η πολιτική μερισμάτων είναι ζημιογόνα για τις επιχειρήσεις (tax disadvantage), εντούτοις συνεχίζουν να διανέμουν μερίσματα. Το παράδοξο αυτό αποκαλείται ως dividend puzzle. Μερικές πιθανές εξηγήσεις για την προτίμηση στην καταβολή μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών αποτελούν το αποτέλεσμα πελατείας (clientele effect) και η θεωρία του σήματος βασισμένη στην ασυμμετρία της πληροφορίας (signaling theory).

# Clientele effect(η επίδραση της πελατείας)

- Υπάρχουν 3 διαφορετικές ομάδες επενδυτών (clienteles), οι οποίες ανάλογα με τις προτιμήσεις τους μεταξύ τρέχοντος εισοδήματος( από μερίσματα) και παρακράτησης κερδών, επιλέγουν την κατάλληλη πολιτική μερίσματος.
- 1) επενδυτές χωρίς φορολογική επιβάρυνση (tax-exempt), π.χ χήρες/ορφανά.  
2) επενδυτές με χαμηλό φορολογικό συντελεστή.  
Οι δύο αυτές –χαμηλά εισοδηματικές- κατηγορίες είναι αδιάφορες ως προς το επίπεδο του φόρου (αφού είναι πολύ χαμηλό έως και μηδαμινό), επομένως προτιμούν το τρέχων εισόδημα, άρα την καταβολή του μεγαλύτερου μέρους των κερδών με τη μορφή μερισμάτων, επομένως αναζητούν εταιρείες με μεγάλο υψηλού ποσοστού μερίσματος.
- 3) επενδυτές με υψηλό φορολογικό συντελεστή,  
άρα και με υψηλά εισοδήματα. Προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση των κερδών (δηλαδή κεφαλαιακά κέρδη), γιατί δεν έχουν άμεση ανάγκη μετρητών και επιπλέον γιατί ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι πολύ υψηλός, επομένως αναζητούν εταιρείες χαμηλού ποσοστού μερίσματος.

# Signaling theory(θεωρία του σήματος)

- Όταν οι managers έχουν καλύτερη πληροφορία από τους επενδυτές (ασύμμετρη πληροφόρηση) σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας, τότε οι αποφάσεις τους σχετικά με τα μερίσματα αποτελούν ένα σημάδι της πληροφορίας που έχουν.
- Dividend signaling
  - Οι επιχειρήσεις αυξάνουν τα μερίσματα όταν αναμένουν μία μελλοντική αύξηση των αναμενόμενων κερδών, συνεπώς στέλνουν ένα θετικό σήμα στους επενδυτές για την πορεία της επιχείρησης, αυξάνοντας την τιμή της μετοχής. Αντίθετα όταν περιορίζουν τα μερίσματα, είναι σημάδι απαισιοδοξίας για την πορεία των εσόδων, επομένως η διοίκηση φροντίζει κυρίως να μαζέψει μετρητά (retained earnings).
  - Η λειτουργία του dividend signaling είναι παρόμοια με την χρήση της μόχλευσης στην διάρθρωση κεφαλαίου. Μία αύξηση του χρέους συνεπάγεται ότι η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέλθει πλήρως στις μελλοντικές πληρωμές τόκων και αποτελεί το ίδιο (θετικό) σημάδι με μία αύξηση των μερισμάτων.

## □ Signaling and shares repurchases

- Αν οι managers πιστεύουν ότι η αγοραία αξία της μετοχής είναι υπερεκτιμημένη, η επαναγορά μετοχών θα ήταν αρνητική επένδυση (αφού αναμένουν μείωση της τιμής). Επομένως, η διοίκηση επαναγοράζει τις μετοχές της μόνο όταν πιστεύει ότι η αγοραία τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη (έτσι ώστε να την ανεβάσει).
- Αν οι επενδυτές πιστεύουν στην υπόθεση της ασυμμετρίας της πληροφορίας, τότε θα αντιδράσουν θετικά σε μία επαναγορά ιδίων μετοχών, με αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής της μετοχής.
- Η signaling theory επιβεβαιώνει την υπόθεση της μη σχετικότητας των MM (ότι μεταβολή στο μέρισμα δεν επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής), καθώς η μεταβολή της μετοχής μετά από την αύξηση των μερισμάτων ή την επαναγορά μετοχών που παρατηρήσαμε, δεν είναι αποτέλεσμα της προτίμησης των επενδυτών στα μερίσματα, αλλά υποδηλώνει το πληροφοριακό περιεχόμενο (signaling) μίας ανακοίνωσης των μερισμάτων σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη.

## Θέμα 4: Πολιτική διανεμομένων κερδών (payout policy) έναντι πολιτικής παρακρατηθέντων κερδών (retained earnings)

- Μέχρι τώρα έχουμε εξετάσει τη μία πλευρά της πολιτικής μερισμάτων, την επιλογή δηλαδή της διοίκησης ανάμεσα σε διανομή μερισμάτων ή επαναγορά μετοχών.
- Με ποια κριτήρια όμως η επιχείρηση αποφασίζει για τον αν θα ακολουθήσει πολιτική μερισμάτων ή αν θα παρακρατήσει τα κέρδη της?
- **Οι MM διατύπωσαν ότι κάτω από την υπόθεση των τέλει κεφαλαιαγορών:**
  1. Δεν υπάρχουν φόροι
  2. Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών (transaction costs).
  3. Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείσουν και να δανειστούν στο ίδιο επιτόκιο.
  4. Σταθερή επενδυτική πολιτική.
  5. Όλοι οι επενδυτές έχουν απεριόριστη πρόσβαση σε κάθε πληροφορία.

- η απόφαση της διοίκησης μεταξύ των δύο εναλλακτικών-ακριβώς όπως στην περίπτωση μερισμάτων vs επαναγορά μετοχών-είναι απολύτως αδιάφορη για τους επενδυτές και δεν επηρεάζει την αρχική αξία της επιχείρησης.
- Έστω επιχείρηση με 200000€ πλεόνασμα μετρητών(excess cash). Η διοίκηση έχει να επιλέξει ανάμεσα σε δύο εναλλακτικές. Είτε να κρατήσει τα κέρδη και να τα επενδύσει σε κρατικό ομόλογο με επιτόκιο 6% πληρώνοντας με τα χρήματα και τα μερίσματα του επόμενου χρόνου, είτε να πληρώσει τώρα τα μερίσματα και οι μέτοχοι να επενδύσουν τα χρήματα τους από μόνοι τους(homemade dividend).
- Αν η διοίκηση πληρώσει μερίσματα, τότε οι μέτοχοι θα λάβουν 200000€ σήμερα. Αν παρακρατήσει τα κέρδη, τότε στο τέλος του χρόνου θα πληρώσει μερίσματα αξίας  $200000€ \cdot (1,06) = 212000€$ . Το εισόδημα αυτό είναι το ίδιο σαν να έχουν πληρώσει οι μέτοχοι 200000€ σήμερα, γιατί η παρούσα αξία του μελλοντικού αυτού εισοδήματος θα είναι  $212000€ / 1,06 = 200000€$ .



# Η θεωρία του καλύτερα πέντε και στο χέρι (Bird in hand Fallacy)

- Βασίζεται στους Gordon και Lintner. Οι μέτοχοι έχουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα (επομένως και μεγαλύτερο κίνδυνο) για τις αποδόσεις στο μέλλον που προκύπτουν από την αποκόμιση κεφαλαιακών κερδών( κέρδη από τις αυξομειώσεις της μετοχής, retained earnings), παρά από την λήψη μερισμάτων σήμερα(dividend pay out).
- Σύμφωνα με αυτό, η πολιτική διανομής μερισμάτων, θα θεωρείται πιο ελκυστική από τους επενδυτές, επομένως η διοίκηση αν θέλει να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης (δηλαδή αύξηση της τιμής της μετοχής) θα πρέπει να ακολουθήσει την πολιτική αυτή.
- Οι MM απορρίπτουν αυτήν την θεωρία , υποστηρίζοντας ότι, οι μέτοχοι μπορούν να δημιουργήσουν από μόνοι τους μία πολιτική μερίσματος (**homemade dividend**), απλώς πουλώντας μέρος των μετοχών που κατέχουν (κεφαλαιακά κέρδη από την επανεπένδυση των μερισμάτων τους σε μετοχές εταιριών ίδιου κινδύνου με την επιχείρηση που πληρώνει τα μερίσματα). Επομένως, η επιλογή της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει η διοίκηση, αφήνει και πάλι αδιάφορους τους επενδυτές μας.

- Ας θεωρήσουμε τώρα ατελείς κεφαλαιαγορές, ενσωματώνοντας την έννοια του φόρου.
  
- Έστω ότι η επιχείρηση μας φορολογείται (corporate tax), με 35% στο εισόδημα που προκύπτει από την επένδυση στο ομόλογο με επιτόκιο 6%. Ποια θα είναι η βέλτιστη πολιτική για τους επενδυτές?  

Αν η διοίκηση κρατήσει τα κέρδη και τα επενδύσει στο ομόλογο, θα έχει στο τέλος του χρόνου μία απόδοση ίση με  $0.06(1 - 0.35) = 3.90\%$ . Επομένως τα συνολικά μερίσματα στους μετόχους θα είναι αξίας  $200000\text{€} * (1 + 0.039) = 207.800\text{€}$ . Το εισόδημα αυτό είναι μικρότερο από το ποσό των  $212000\text{€}$  που θα είχαν κερδίσει οι μέτοχοι αν λάμβαναν απευθείας τα μερίσματα και τα επανεπένδυσαν μόνοι τους. Επομένως υπάρχει σημαντικό μειονέκτημα εξαιτίας του φόρου αν η επιχείρηση παρακρατήσει τα κέρδη.

# 5<sup>ο</sup> θέμα: Μέρισμα με τη μορφή μετοχών και διάσπαση μετοχών

- **Stock dividend:** Είναι η καταβολή μερίσματος με τη μορφή πρόσθετων δωρεάν μετοχών που διανέμονται στους μετόχους αντί για μετρητά. Ένα 10% μέρισμα με τη μορφή μετοχών, σημαίνει ότι ο κάτοχος λαμβάνει μία μετοχή για κάθε δέκα μετοχές που ήδη κατέχει. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών χρησιμοποιείται για να διατηρήσει η επιχείρηση μετρητά ή και να μειώσει την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.
- **Stock split:** Ένα μέρισμα με τη μορφή μετοχών από 50% και άνω αναφέρεται ως διάσπαση μετοχών. Για παράδειγμα, ένα μέρισμα 50% με τη μορφή μετοχών σημαίνει ότι ο μέτοχος λαμβάνει μία καινούργια μετοχή για κάθε δύο μετοχές που κατέχει. Επειδή ο μέτοχος θα έχει στο τέλος 3 μετοχές συνολικά, η συναλλαγή αυτή καλείται και 3:2(3 for 2) stock split. Η διάσπαση μετοχών, επιφέρει αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών, επομένως και μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής.
- **Reverse split:** Η αντίστροφη διάσπαση μετοχών χρησιμοποιείται από την διοίκηση όταν θέλει να μειωθεί ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία και να αυξηθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Ένα reverse split 1:10 οδηγεί σε αντικατάσταση 10 μετοχών με μία ίσης ονομαστικής αξίας.

- Ας δούμε με ποιον τρόπο μεταβάλλεται η τιμή της μετοχής με την διαδικασία του stock split. Έστω ότι η διοίκηση της επιχείρησής μας, αποφασίζει ένα 50% μέρισμα με τη μορφή μετοχών (ή 3:2 stock split), αντί για την καταβολή μετρητών (cash dividend). Ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία είναι 10 εκ. πριν την διάσπαση. Επομένως, ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία μετά τη διάσπαση θα είναι:

$$\begin{array}{rcl}
 3 & & 2 \\
 \times & & 10 \\
 \hline
 x = & & 15 \text{ εκ.}
 \end{array}$$

- Επομένως ο ισολογισμός θα διαμορφωθεί ως εξής:

ποσά σε εκ.	before stock dividend	after stock dividend
cash	5	5
other assets	58	58
firm value	63	63
shares outstanding	10	15
<b>share price</b>	6,3	4,20

## 6ο θέμα: ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (RESIDUAL DIVIDEND THEORY)

- Υποθέτουμε ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι σχετικά με το αν προτιμούν τα κέρδη από μερίσματα από την παρακράτηση κερδών(retain).
- Σύμφωνα με την πολιτική αυτή, το ποσοστό των μερισμάτων (target payout ratio) που θα διαθέσει η επιχείρηση, καθορίζεται από τα παρακάτω:
  - 1)Τον προϋπολογισμό σχετικά με τα επενδυτικά προγράμματα που θα ακολουθήσει η επιχείρηση, 2)με δεδομένη την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση που έχει ως στόχο, η επιχείρηση προσδιορίζει το κόστος ΙΚ(cost of equity) για την χρηματοδότηση των επενδυτικών της προγραμμάτων, 3) χρησιμοποιεί τα παρακρατηθέντα κέρδη της για να καλύψει τα ΙΚ (equity) που χρειάζονται για την κάλυψη του επενδυτικού προγράμματος, 4)πληρώνει μερίσματα μόνο εάν περισσέψουν παρακρατηθέντα κέρδη μετά από την χρηματοδότηση όλων των επενδύσεων.
- Αυτή είναι και η λογική της residual theory,ότι μερίσματα διανέμονται αν και μόνο αν υπάρχουν εναπομείναντα παρακρατηθέντα κέρδη, μετά την χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών προγραμμάτων της διοίκησης.

# (RESIDUAL DIVIDEND THEORY)

## ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

- Έστω ότι η επιχείρηση μας έχει να επιλέξει ανάμεσα σε τρεις διαφορετικές επενδυτικές ευκαιρίες. 1) συντηρητική επένδυση με capital budget 40€ εκ., 2) κανονική επένδυση με cb 70€ εκ και 3) καλή επενδυτική ευκαιρία με cb 150€ εκ.
- Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας είναι 60% equity και 40% debt. Το καθαρό εισόδημα (παρακρατηθέντα κέρδη) είναι 60€ εκ. Ποια είναι η πολιτική μερισμάτων της επιχείρησης κάτω από την residual theory για κάθε μία από τις παραπάνω περιπτώσεις?
- 1<sup>η</sup> περίπτωση (poor investment) : Για να διατηρήσει την υπάρχουσα κεφαλαιακή της διάρθρωση, τα ΙΚ πρέπει να είναι  $0.6 \cdot 40 = 24\text{€}$  εκ ΙΚ με το υπόλοιπο  $40 - 24 = 16\text{€}$  εκ. να είναι τα δανειακά κεφάλαια. Επομένως, η διοίκηση θα πληρώσει μερίσματα αξίας  $60 - 24 = 36\text{€}$  εκ, άρα το ποσοστό διανεμομένων κερδών θα είναι  $36/60 = 60\%$ .
- 2<sup>η</sup> περίπτωση (average investment):  $0.6 \cdot 70 = 42\text{€}$  εκ πρέπει είναι τα ΙΚ της επιχείρησης, με  $60 - 42 = 18\text{€}$  εκ τα μερίσματα, επομένως το target payout ratio θα είναι 30%.

- 3<sup>η</sup> περίπτωση (good investment opportunity):  $0.6 \cdot 150 = 90\text{€}$  εκ ΙΚ απαιτούνται για την κάλυψη των επενδυτικών προγραμμάτων.
- Παρατηρούμε ότι χρειάζεται ένα επιπλέον ποσό της τάξεως των  $60 - 90 = -30\text{€}$  εκ. ώστε να αποπερατωθούν οι επενδύσεις, καθώς τα παρακρατηθέντα κέρδη δεν αρκούν. Αυτό σημαίνει ότι:
  - 1) η επιχείρηση δεν θα διανείμει καθόλου μερίσματα, και
  - 2) προκειμένου να καλύψει τις επενδυτικές της υποχρεώσεις, διατηρώντας την υπάρχουσα κεφαλαιακή της διάρθρωση, πρέπει να καταφύγει σε εξωτερικά ΙΚ (external equity), εκδίδοντας νέες μετοχές (new common stock), επομένως αυξάνοντας το κόστος ΙΚ και συνεπώς το συνολικό κόστος κεφαλαίου (cost of capital).
- Το κόστος ξένων ΙΚ (προερχόμενα από new common stock) είναι πιο ακριβό από ότι των εσωτερικών ΙΚ (που προέρχονται από τα retained earnings), επομένως η επιχείρηση θα καταφεύγει στην έκδοση νέων μετοχών μόνο αν αυτό κρίνεται απαραίτητο όπως στην τελευταία περίπτωση.

## DIVIDEND PAYOUT RATIO UNDER THE RESIDUAL DIVIDEND MODEL

		ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΕΙΕΣ		
(ΠΡΟΣΪ ΣΕ ΕΚ.)		<b>poor</b>	<b>average</b>	<b>good</b>
	capital budget	40 €	70 €	150 €
	net income/retained earnings	60 €	60 €	60 €
capital structure ←	required debt (*0.4)	16 €	28 €	60 €
	required equity(*0.6)	24 €	42 €	90 €
	dividends paid	36 €	18 €	-30 €
	dividend payout ratio	60%	30%	0%



- Συμπέρασμα: Κάτω από το μοντέλο της υπολειμματικής αξίας, το ποσοστό των διανεμομένων μερισμάτων θα μεταβάλλεται αναλόγως α) με την μεταβολή των επενδυτικών ευκαιριών (capital budget) που παρουσιάζονται στην επιχείρηση και β) αναλόγως με τη διακύμανση των κερδών από χρονιά σε χρονιά (net income).
- Επομένως, το μοντέλο αυτό μας δίνει μία ασταθή πολιτική διανομής μερισμάτων καθώς τη μία χρονιά η επιχείρηση μπορεί να χρειάζεται χρήματα για να χρηματοδοτήσει καλές επενδυτικές ευκαιρίες, επομένως θα δίνει μηδενικά μερίσματα, ενώ την επόμενη χρονιά που δεν θα υπάρχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες, θα πληρώσει υψηλά μερίσματα.

# Βιβλιογραφία:

- [www.siriopoulos.tk](http://www.siriopoulos.tk)
- Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. 2008.Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Θεωρία και Πρακτική,1<sup>η</sup> έκδοση, Rosili.
- Παπαδάμου Στ.,Διαχείριση Χαρτοφυλακίου.Μια σύγχρονη ,Εκδόσεις Gutenberg.
- Damodaran, A. 2002. Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset,2<sup>nd</sup> edition, John Wiley & Sons.
- Brigham, E and Houston, J.2009. Fundamentals of Financial management, 6<sup>th</sup> edition, South Western Cengage learning.
- Berk, J., DeMarzo P., 2007, Corporate Finance, Pearson International.