

Μερισματική Πολιτική

Φωτεινή Ψιμάρνη-Βούλγαρη

Είδη μερισμάτων

- Ανάλογα με το είδος των μετόχων τα μερίσματα μπορεί να είναι **μετρητοίς ή σε μετοχές** και μέσω **εξαγοράς μετοχών** από την επιχείρηση.
- Θα εξετάσουμε:
- Τις μερισματικές πολιτικές
- Πόσο πρέπει να πληρώνει μια εταιρία σε μερίσματα
- Πότε πρέπει να πληρώνει μέρισμα

Συστήματα μερισματικής πολιτικής

- **1. Πολιτική σταθερού μερίσματος ανά μετοχή**

Η πολιτική αυτή σημαίνει επιχείρηση χαμηλού κινδύνου. Τα σταθερά μερίσματα θα συνεχιστούν και όταν η επιχείρηση έχει ζημίες. Αυτό μπορεί να είναι πρόβλημα για την επιχείρηση. Το θετικό του είναι ότι οι επενδυτές θα θεωρήσουν τις ζημίες σαν προσωρινό φαινόμενο. Η πολιτική αυτή προσδίδει αξία στη μετοχή.

- **2. Πολιτική σταθερού ποσοστού διανεμομένων κερδών**

Λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν την πολιτική αυτή διότι όταν τα κέρδη μειώνονται τα μερίσματα μεταβάλλονται απότομα ή δεν θα υπάρχουν μερίσματα. Δεν μεγιστοποιεί την αξία της μετοχής. Δύο παραλλαγές της πολιτικής αυτής είναι η **κυκλική και η αντικυκλική μεταβαλλόμενη καταβολή**. Η πρώτη απαιτεί την αύξηση του ποσοστού καταβολής μερισμάτων αναλογικά με την αύξηση των κερδών. Η δεύτερη απαιτεί την αύξηση του ποσοστού όταν μειώνονται τα κέρδη. Τα πλεονεκτήματα των παραλλαγών αυτών συνίστανται στη μείωση του κινδύνου από τη διακύμανση και τη μεταβλητότητα τόσο των κερδών όσο και των καταβαλλόμενων μερισμάτων.

Έχει παρόμοιους κινδύνους και πλεονεκτήματα με την ανωτέρω πολιτική

- **3. Πολιτική συμβιβασμού**

Συνίσταται στον συνδυασμό των δύο παραπάνω, δηλ. στην πληρωμή χαμηλού σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή συν την ποσοστιαία αύξηση, όταν υπάρχει αύξηση κερδών. Η πολιτική αυτή δημιουργεί αβεβαιότητα στους επενδυτές. Μπορεί να είναι η πιο κατάλληλη, όταν τα κέρδη μεταβάλλονται σημαντικά από χρόνο σε χρόνο. Τα επιπλέον μερίσματα δεν πρέπει να μεταβάλλονται τακτικά διότι έτσι χάνουν τη σπουδαιότητά τους.

- **4. Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**

Όταν οι επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης δεν είναι σταθερές, η διοίκηση πρέπει να εξετάσει μια μεταβαλλόμενη πολιτική μερισμάτων. Δηλαδή, το ποσό των κερδών που παρακρατείται και δεν διανέμεται στους μετόχους εξαρτάται από την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών. Τα μερίσματα που δίδονται είναι τα κέρδη που περισσεύουν αφού ικανοποιηθούν οι επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης. Θεωρητικά μια επιχείρηση θα πρέπει να παρακρατεί τα κέρδη αντί να τα μοιράζει σε μερίσματα όταν η απόδοση των κεφαλαίων της είναι μεγαλύτερη από την απόδοση που θα μπορούσε να έχει ο επενδυτής κάπου αλλού. Αν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της (ή το κόστος δανεισμού) τότε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της θα έχει μεγιστοποιηθεί.

5. Άλλες μορφές μερισματικής πολιτικής

- Εκτός από τις μορφές που αναφέρθηκαν πιο πάνω, υπάρχουν και οι εξής:
- Η καταβολή μετοχικών μερισμάτων.
- Διανομή στους μετόχους νέων μετοχών (αύξηση κεφαλαίου) αντί είσπραξης χρηματικών μερισμάτων.
- Εξαγορά μέρους των μετοχών (μετοχές θησαυροφυλακίου) αντί καταβολής χρηματικών μερισμάτων. Σαν αποτέλεσμα τα ίδια κέρδη κατανέμονται πλέον σε μικρότερο αριθμό μετοχών. Παράλληλα η μείωση αυτή του αριθμού των μετοχών (μείωση κεφαλαίου) οδηγεί σε αύξηση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και αποτελεί εναλλακτική λύση προς την εξαγγελία χρηματικού μερίσματος.
- Η αύξηση επομένως και η μείωση κεφαλαίου αποτελούν εναλλακτικές μορφές μερισματικής πολιτικής.

Παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική

- **Νομικοί περιορισμοί.**
 - Δεν καταβάλλεται μέρισμα από το κεφάλαιο, μόνο από κέρδη. Δεν δίδονται μερίσματα όταν η εταιρία βρίσκεται υπό πτώχευση ή εκκαθάριση. Δεν δίδονται μερίσματα όταν υπάρχουν ζημίες προηγούμενων χρήσεων.
 - Οι τράπεζες και οι πιστωτές μπορούν να περιορίσουν την καταβολή μερισμάτων για να προστατέψουν τα συμφέροντά τους.
 - Μια επιχείρηση δεν μπορεί να πληρώσει μερίσματα τα οποία θα προκαλέσουν την πτώχευσή της.

- **Ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης.**

Μια ταχέως αναπτυσσόμενη επιχείρηση έχει ανάγκη από κεφάλαια. Έτσι ακόμα και αν έχει υψηλά κέρδη μπορεί να περιορίσει τη διανομή μερισμάτων, (Κύκλος ζωής της επιχείρησης).

- **Ρευστότητα.**

Πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική ρευστότητα για να δοθούν μερίσματα. Γι' αυτό βλέπουμε σε ισολογισμούς επιχειρήσεων να έχουν σημαντικά ποσά στο λογαριασμό κέρδη εις νέον και να μη μπορούν να διανείμουν μερίσματα λόγω μικρών ποσών σε μετρητά.

- **Αποδοτικότητα.**

Η απόδοση των υπενδεδυμένων κεφαλαίων καθορίζει αν συμφέρει τους μετόχους η διανομή κερδών ως μερίσματα.

- **Σταθερότητα κερδών.**
- Μια επιχείρηση με σταθερά κέρδη έχει δυνατότητα να διανείμει υψηλότερα κέρδη από μια με κυμαινόμενα κέρδη, κυρίως λόγω της προβλεψιμότητας των κερδών της.
- **Έλεγχος.**
- Αν η διοίκηση δεν θέλει να χάσει τον έλεγχο της επιχείρησης δεν θα εκδώσει νέες μετοχές. Η διανομή μερισμάτων θα είναι πολύ μικρή καθόσον η αυτοχρηματοδότηση βοηθάει τη διοίκηση να διατηρήσει τον έλεγχο της επιχείρησης.
- **Δανειακή Επιβάρυνση.**
- Μια επιχείρηση με υψηλό δανειακό δείκτη θα παρακρατήσει μεγαλύτερο μέρος των κερδών της για την αποπληρωμή των τόκων και δόσεων του δανείου.
- **Πιστωτική επιφάνεια.**
- Μια επιχείρηση με υψηλή δανειοληπτική ικανότητα θα μπορέσει να δώσει υψηλότερο μέρισμα.
- **Ηλικία και μέγεθος επιχείρησης.**
- Μια μικρή και νέα επιχείρηση έχει δυσκολία πρόσβασης στις τράπεζες και τις κεφαλαιαγορές. Έτσι βασίζεται περισσότερο στην παρακράτηση κερδών και χαμηλή διανομή μερισμάτων.
- **Φορολογική κατάσταση των μετόχων.**
- Αν οι μέτοχοι βρίσκονται σε υψηλή φορολογική κλίμακα, τότε προτιμούν μικρό μέρισμα.

Μερισματικοί δείκτες

- Ποσοστό κερδών που δίδονται ως μέρισμα (dividend payout)= **Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή**
- Μερισματική απόδοση (MAM) = **Μέρισμα / τρέχουσα αξία μετοχής**

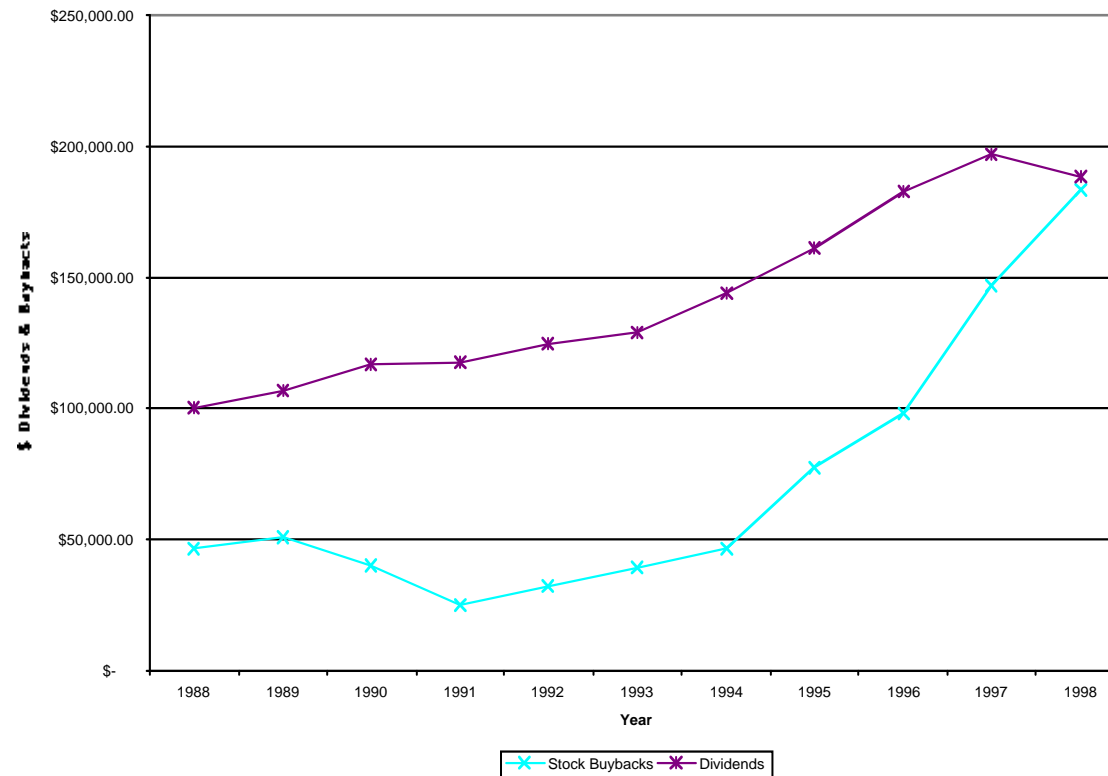
Στην Αμερική το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών ανήρχετο το 2005 σε 32% και η εξαγορά μετοχών ανήρχετο σε 39,4% των κερδών, ήτοι συνολικά 79%

Εμπειρικά δεδομένα:

- Τα μερίσματα ακολουθούν τα κέρδη
- 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

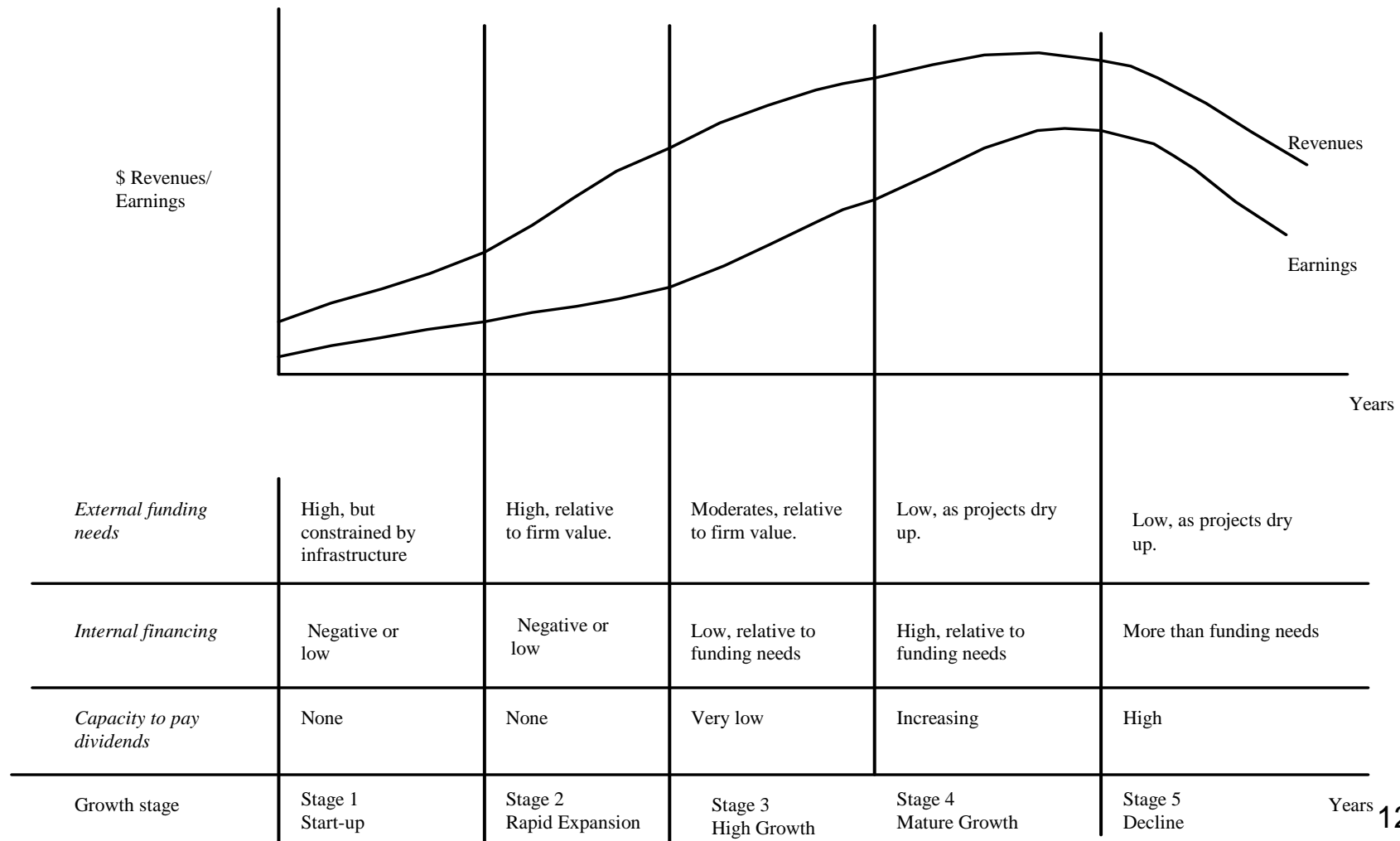
Περισσότερες επιχειρήσεις κάνουν εξαγορά μετοχών τους

Figure 22.1: Stock Buybacks and Dividends: Aggregate for US Firms - 1989-98



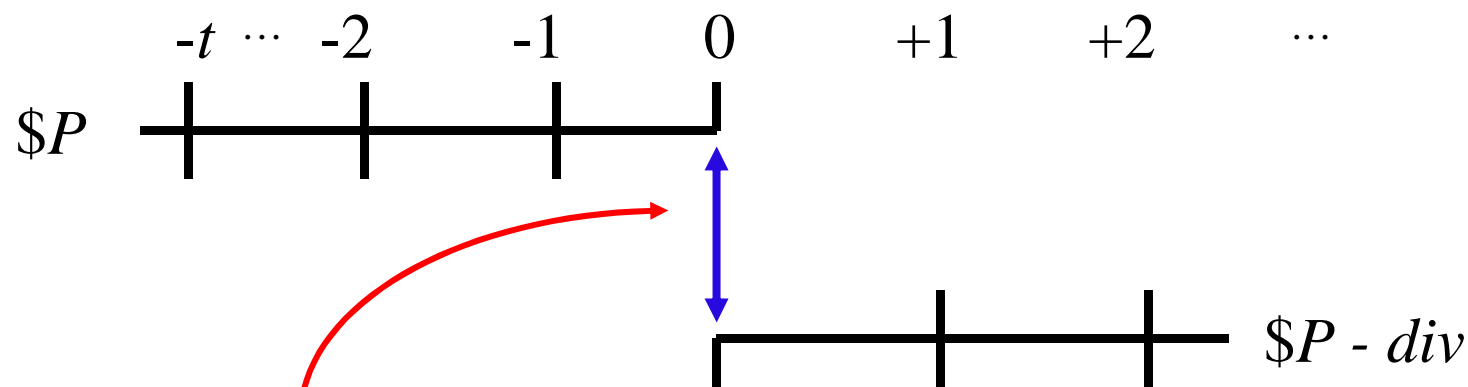
Τα μερίσματα ακολουθούν τον κύκλο ζωής

Figure 21.7: Life Cycle Analysis of Dividend Policy



Συμπεριφορά μετοχής γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

- Θεωρητικά η τιμή της μετοχής θα πέσει όσο και το μέρισμα την ημέρα απονομής μερίσματος



Η τιμή πέφτει
κατά το ύψος
του μερίσματος

Αποκοπή
μερίσμα
τος

Λόγω των φόρων η πτώση της τιμής είναι λίγο μικρότερη από το μέρισμα

Ειδικά για τους μετόχους με υψηλά εισοδήματα, η διπλή φορολόγηση των μερισμάτων αποτελεί αντικίνητρο για την διανομή ή αύξηση μερισμάτων.

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.

Τα μερίσματα αυξάνουν την τιμή της μετοχής όταν:

- Βοηθούν στην βελτίωση της κεφαλαιακής της δομής
- Οι μέτοχοι προτιμούν μετρητά από κεφαλαιακή αύξηση της μετοχής
- Είναι σίγουρες ότι τα κέρδη τους θα είναι σταθερά και υψηλά
- Έχουν προσωρινά πλεόνασμα μετρητών
- Σταθερές εταιρίες με σίνιορ και φτωχούς μετόχους πληρώνουν περισσότερα μερίσματα μετρητοίς (clientele effect)

Κανόνες μερισματικής πολιτικής

1. Δεν μειώνουμε ή κόβομε μερίσματα εύκολα
2. Ακολουθούμε μερισματική πολιτική όμοια αυτής των ανταγωνιστών μας
3. Διατηρούμε την πιστοληπτική μας ικανότητα
4. Διατηρούμε ευελιξία
5. Δεν κάνουμε ενέργειες που μειώνουν τα κέρδη/μετοχή

Εξαγορά μετοχών έναντι μερισμάτων τοις μετρητοίς (αυξάνει την τιμή της μετοχής)

Εταιρία θέλει να δώσει \$100,000 μερίσματα.

Ενεργητικό

Παθητικό

Μετρητά	\$150,000	Δάνειο	0
Λοιπά στοιχεία	850,000	Ίδια Κεφάλαια	1,000,000
Αξία Επιχείρ.	1,000,000	Αξία επιχείρ.	1,000,000

Μετοχές = 100,000

Τιμή μετοχής = \$1,000,000 / 100,000 = \$10

Διανομή μερισμάτων

Αν δώσουν μερίσματα μετρητοίς \$100,000 ο ισολογισμός θα είναι:

Assets

Liabilities & Equity

B. After \$1 per share cash dividend

Cash	\$50,000	Debt	0
Other assets	850,000	Equity	900,000
Value of Firm	900,000	Value of Firm	900,000

Shares outstanding = 100,000

Price per share = $\$900,000 / 100,000 = \9

Εξαγορά μετοχών

Αν κάνουν εξαγορά μετοχών \$100,000 ο ισολογισμός θα είναι:

Assets

Liabilities & Equity

C. After stock repurchase

Cash	\$50,000	Debt	0
Other assets	850,000	Equity	900,000
Value of Firm	900,000	Value of Firm	900,000

Shares outstanding = 90,000

Price pershare = \$900,000 / 90,000 = \$10

Εξαγορά μετοχών

- Ενδείκνυται σε επιχειρήσεις με προσωρινά υψηλή ρευστότητα και αβεβαιότητα για μελλοντικά κέρδη
- Προσδίδει μεγαλύτερη ευελιξία
- Έχει φορολογικό πλεονέκτημα
- Δίνει σε αυτούς που το χρειάζονται
- Αυξάνει τον εσωτερικό έλεγχο της επιχείρησης
- Υποστηρίζει την τιμή της μετοχής όταν πέφτει

Στο εξωτερικό μετά το 1997 η εξαγορά μετοχών χρησιμοποιείται περισσότερο από τα μερίσματα μετρητοίς.

Cash Flow Ανάλυση μερισματικής πολιτικής

Βήματα

1. Μέτρηση του cash Flow
2. Σύγκριση μερισμάτων με διαθέσιμο cash flow
3. Υπολογίζουμε την ποιότητα των επενδύσεων
4. **Βλέπουμε την πολιτική μερισμάτων και δανειακής μόχλευσης**

Μέτρηση Cash Flow

- $FCFE = \text{Καθαρά Κέρδη} - (\text{Επενδυτικές δαπάνες} - \text{Απόσβεση}) - (\Delta \text{ στο ΚΚ}) + (\text{Νέο Δάνειο} - \text{Πληρωμή δανείου})$

$\text{Επενδυτικές δαπάνες} - \text{Απόσβεση} = \text{Καθαρές ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ δαπάνες}$

- Οι επενδυτικές δαπάνες και η μεταβολή στο ΚΚ μπορούν να χρηματοδοτηθούν με δάνειο και ίδια κεφάλαια $=\delta =$ επιθυμητός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης $=\delta$
- $\delta =$ το μέρος των επενδύσεων και της μεταβολής του ΚΚ που χρηματοδοτείται με δανεισμό

FCFE

- Μπορεί να γραφεί και ως

$$\text{FCFE} = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Επενδυτικές δαπάνες} - \text{Απόσβεση}) (1 - \delta) - (\Delta \text{ σε ΚΚ}) (1 - \delta)$$

An Example: FCFE Calculation

- Δίδονται τα παρακάτω για τη Microsoft in 1996. Το 1996, το FCFE της Microsoft ήταν :
 - Net Income = \$2,176 Million
 - Capital Expenditures = \$494 Million
 - Depreciation = \$ 480 Million
 - Change in Non-Cash Working Capital = \$ 35 Million
 - Debt Ratio = 0%
- $FCFE = Κ. Κέρδη - (Επενδ. δαπάνες - Απόσβεση) (1-δ) - Δ \text{ στο } ΚΚ(1-δ)$
 - = \$ 2,176 - (494 - 480)*(1-0) - \$ 35*(1-0)
 - = \$ 2,123 Million

Μέτρηση του ποσοστού κερδών σε μερίσματα

(Μερίσματα + εξαγορά μετοχών) / FCFE

- **αν είναι >100%** of the FCFE, η εταιρία τραβά μετρητά ή εκδίδει νέες μετοχές
- Στις ΗΠΑ είναι γύρω στο 60%

Πρακτική Εφαρμογή

- Συγκρίνεις τα μερίσματα που πλήρωσε η εταιρία τα τελευταία 5 έτη προς το FCFE
- Σε σχέση με την απαιτούμενη απόδοση στα κεφάλαια των μετόχων με βάσει το υπόδειγμα CAPM και την πραγματοποιηθείσα απόδοση ROE, μπορείς να εκτιμήσεις αν η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της ήταν ικανοποιητική
- Αν θεωρήσετε ότι πρέπει να δώσει περισσότερα μερίσματα, τι μορφή μερισμάτων θα συνιστούσατε;

Σύνοψη- Πως προσεγγίζουμε ένα πρόβλημα μερισματικής πολιτικής

- Από τον τύπο του FCFE

$$\text{FCFE} = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Επενδυτικές δαπάνες} - \text{Απόσβεση}) (1-\delta) - (\Delta \text{ σε ΚΚ}) (1-\delta)$$

- Εκτιμούμε αν θα υπάρξει αρκετό κέρδος για να δοθούν μερίσματα υπολογίζοντας το FCFE
- Υπολογίζουμε το απαιτούμενο κόστος ιδίων κεφαλαίων και το ROE

If ROE > απαιτούμενο κόστος ιδίων κεφαλαίων εκτιμούμε αν τα μερίσματα είναι υψηλά ή χαμηλά

If ROE < απαιτούμενο κόστος ιδίων κεφαλαίων η εταιρία δεν κάνει καλές επενδύσεις και θα πρέπει να δώσει υψηλά μερίσματα

Νέο υπόλοιπο ταμείου

- Εκτίμηση:
- Αρχικό ταμείο+ FCFE – μετρητά μερίσματα = νέο υπόλοιπο ταμείου στην αρχή του επόμενου έτους

Άσκηση

- Η Google, ανέφερε πωλήσεις £6 δις το 2005 με καθαρά κέρδη 24% των πωλήσεων. Είχε δαπάνες σε επενδύσεις παγίων £800 εκατ. και απόσβεση 40 εκατ. το 2005 και το ΚΚ ήταν £300 εκατ.
- Η εταιρία έχει δείκτη δανειακής επιβάρυνσης 5% και σχεδιάζει να διατηρήσει αυτή την αναλογία.
- (α) Να εκτιμήσετε πόσα χρήματα θα έχει διαθέσιμα η Google για να πληρώσει μερίσματα το επόμενο έτος, αν όλα τα ανωτέρω στοιχεία θα αυξάνονται κατά 10%.
- (β) Το τρέχον ταμείο είναι £8 δις. Αν η Google αναμένεται να δώσει £900 εκατ. σε μερίσματα το επόμενο έτος, να εκτιμήσετε το νέο υπόλοιπο ταμείου στο τέλος του επόμενου έτους.
- (γ) Αν πληρώσει £900 εκατ. σε μερίσματα, πως θα εκτιμήσετε ότι αυτή ήταν μια σωστή απόφαση του μανάτζμεντ;

Επίλυση

	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Net Income= $(6 \times 0,24\%)$	1.440	1.584
Cap. Ex.	800	880
Deprec.	40	44
W.C	300	330
DWC		30

Επίλυση

- $FCFE = 1.584 - (880 - 44)(1 - 0,05) - 30(1 - 0,05) = 761,5$
- b) ταμείο =
$$8.000 + 761,5 - 900 = 7.861,3\text{mill}$$
- c) Google έχει μόνο FCFE of £761,5 mill αλλά πληρώνει 900 mill, i.e 138,7 mill, περισσότερο απ' ότι μπορεί. Αυτή ίσως να μην είναι μια καλή απόφαση
- Όμως μπορεί να είναι αναγκαίο αν η Google χρειάζεται να πληρώσει 900 mill σε μερίσματα για να διατηρήσει το επίπεδο μερισμάτων της ώστε να μη δώσει άσχημο μήνυμα στους μετόχους της. Αυτό ισχύει περισσότερο αν η Google δεν έχει καλά επενδυτικά σχέδια για να αναλάβει ή αν , ROE είναι < το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων της

Βήματα για την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής επιχείρησης

- Υπολογισμός των FCFE και πόσο σταθερά είναι .
- Κάνουμε προβλέψεις για τουλάχιστον τα επόμενα 5 έτη
- Μπορούμε να κρατήσουμε το δείκτη μέρισμα /Κέρδη σταθερό και να τον αυξήσουμε;
-
- Τι κάνουν οι άλλες εταιρίες του κλάδου;
- Ποιο είναι το ROE και το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας;.
- Σε ποιο στάδιο του κύκλου ζωής της επιχείρησης είμαστε
- Υπάρχουν καλές ευκαιρίες επενδύσεων και ποιος είναι ο EBA (IRR). ΤΟΥΣ;

Συνέχεια

- Εξετάζουμε αν φθάσαμε τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Αν όχι και πρέπει να δανειστούμε, εξετάζουμε πόσα μετρητά έχουμε για να πληρώσουμε μερίσματα και να κάνουμε και επενδύσεις. Εταιρίες με καλές επενδύσεις έχουν ικανοποιημένους μετόχους και με λιγότερα μερίσματα
- Εξετάζουμε το είδος των μετόχων clientele, συντ. φορολογίας, ηλικία κλπ,.
- Εξετάζουμε μετόχους και μάνατζμεντ (management discipline).
- Εξετάζουμε την αύξηση της τιμής της μετοχής λόγω επαναγοράς μετοχών.
- Χρειάζεται να δώσουμε θετικό μήνυμα για την εταιρία;