

Brigham, Ehrhardt & Fox

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16

Διανομές στους Μέτοχους: Μερίσματα και Επαναγορές Μετοχών



Θέματα Κεφαλαίου

- Θεωρίες περί Χρηματικών Διανομών
- Επιπτώσεις της σηματοδότησης
- Υπόδειγμα υπολειμματικής μερισματικής πολιτικής
- Επαναγορές Μετοχών
- Διάσπαση Μετοχών και Διανομή Μετοχών αντί Μερίσματος
- Προγράμματα Επανεπένδυσης Μερισμάτων

Τι είναι η «πολιτική διανομών»;

- Η πολιτική διανομών/μερισματική πολιτική ορίζει:
 - το *ύψος* των διανομών στους μετόχους
 - την *μορφή* των διανομών (μετρητά αντί επαναγοράς ιδίων μετοχών)
 - την *σταθερότητα* των διανομών

Μορφές Χρηματικών Πληρωμών

- Οι συνολικές πληρωμές χρημάτων ως ποσοστό των καθαρών κερδών έχει παραμείνει σε σχετικώς σταθερά επίπεδα μεταξύ 26% και 28%. Τα ποσοστά διαμενόμενων κερδών έχουν μειωθεί και έχουν αυξηθεί τα ποσοστά των επαναγορών.
 - Στις ΗΠΑ οι επαναγορές αντιπροσωπεύουν μεγαλύτερα χρηματικά ποσά από τα μερίσματα.
- Το ποσοστό των νέων εταιριών που διανέμουν μέρισμα μειώνεται συνεχώς. Όταν οι νέες εταιρίες αρχίζουν να πληρώνουν μέρισμα εαυτό γίνεται με τη μορφή επαναγορών.
- Οι συνολικές πληρωμές μερισμάτων έχουν επικεντρωθεί περισσότερο, με τη έννοια ότι το μεγαλύτερο μέρος των χρηματικών καταβολών για μέρισμα προέρχεται από έναν μικρό αριθμό παλαιών, καθιερωμένων και εξαιρετικά κερδοφόρων επιχειρήσεων.

Πληρωμές Μερισμάτων

Dividend Payments Due March 2018

Company	Index	Share Price	Dividend	Return	Declaration Date	Ex-Dividend Date	Payment Date
Smith (DS)	FTSE 100	476.7p	4.9p	1.03%	<u>7 Dec</u>	5 Apr	1 May
British Land	FTSE 100	642p	7.52p	1.17%	<u>30 Jan</u>	29 Mar	4 May
Smurfit Kappa Group	FTSE 100	3,036p	€0.65	1.85%	<u>7 Feb</u>	12 Apr	11 May
Smith & Nephew	FTSE 100	1310p	\$0.227	1.23%	<u>8 Feb</u>	5 Apr	9 May
RELX	FTSE 100	1,453.5p	27.7p	1.91%	<u>15 Feb</u>	26 Apr	22 May
Reckitt Benckiser	FTSE 100	5895p	97.7p	1.66%	<u>19 Feb</u>	12 Apr	24 May
Intercontinental	FTSE 100	4411p	\$0. 71	1.14%	<u>20 Feb</u>	29 Mar	11 May
Lloyds Banking	FTSE 100	66.06p	2.05p	3.10%	<u>21 Feb</u>	19 Apr	29 May
Glencore	FTSE 100	359.2p	\$0.1	1.97%	<u>21 Feb</u>	26 Apr	23 May
Glencore	FTSE 100	359.2p	\$0.1	1.97%	<u>21 Feb</u>	06 Sep	27 Sep
Barratt Developments	FTSE 100	519.8p	8.6p	1.65%	<u>21 Feb</u>	19 Apr	18 May
BAE Systems	FTSE 100	571.8p	13p	2.27%	<u>22 Feb</u>	<u>19 Apr</u>	1 Jun
Centrica	FTSE 100	131.9p	8.4p	6.37%	<u>22 Feb</u>	10 May	28 Jun
Pearson	FTSE 100	761.6p	12p	1.58%	<u>23 Feb</u>	05 Apr	11 May

Source: <https://www.dividenddata.co.uk>

Τι Προτιμούν οι Επενδυτές: Χαμηλές ή Υψηλές Πληρωμές;

- Υπάρχουν τρεις θεωρίες αναφορικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών για πληρωμή μερίσματος:
 - Η θεωρία της μη-σχετικότητας των μερισμάτων: Οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται Για το ύψος της διανομής.
 - Η θεωρία της προτίμησης των μερισμάτων («κάλιο πέντε και στο χέρι») : Οι επενδυτές προτιμούν υψηλές πληρωμές.
 - Η θεωρία των φορολογικών διαφοροποιήσεων: Οι επενδυτές προτιμούν χαμηλές πληρωμές.

Θεωρία της Μη-σχετικότητας των Μερισμάτων

- Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών εκ κεφαλαίου από παρακρατηθέντα κέρδη. Αν θέλουν χρήματα θα πουλήσουν μετοχές. Αν δεν θέλουν χρήματα θα χρησιμοποιήσουν τα μερίσματα για την αγορά μετοχών.
- Η μη-σχετικότητα υποστηρίχθηκε από τους Modigliani-Miller
- Υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική/διανομές δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής ή την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών.
- Η θεωρία βασίζεται σε μη-ρεαλιστικές υποθέσεις (απουσία φόρων και κόστους συναλλαγής).

Θεωρία του «κάλιο πάντε και στο χέρι» ή της Προτίμησης Μερισμάτων

- Οι επενδυτές ίσως σκεφτούν ότι τα μερίσματα (δηλ., κάλιο πάντε και στο χέρι) έχουν μικρότερο κίνδυνο από τα δυνητικά μελλοντικά κέρδη εκ κεφαλαίου.
- Οι υψηλές πληρωμές μειώνουν τον κίνδυνο κατασπατάλησης των χρηματικών διαθεσίμων από τα διευθυντικά στελέχη και τα εξαναγκάζουν να δέχονται μεγαλύτερο έλεγχο αντλώντας κεφάλαια από την αγορά με μεγαλύτερη συχνότητα.
- Επομένως οι επενδυτές αξιολογούν πολύ περισσότερο τις εταιρίες που διανέμουν μεγάλα μερίσματα και είναι πρόθυμοι να αποδεχθούν μια μικρότερη απόδοση προκειμένου να αγοράσουν τος μετοχές τους.

Θεωρία των Φορολογικών Διαφοροποιήσεων

- Οι χαμηλές πληρωμές σημαίνουν υψηλότερα κέρδη εκ κεφαλαίου. Η φορολογία των τελευταίων αναβάλλεται μέχρι την πραγματοποίηση τους και επομένως θα φορολογηθούν με μικρότερο πραγματικό φορολογικό συντελεστή από ότι τα μερίσματα.
- Οι επενδυτές πιθανό να απαιτήσουν μια υψηλότερη απόδοση μετά φόρων προκειμένου να παρακινηθούν για αγορά μετοχών που πληρώνουν μέρισμα, γεγονός που θα μειώσει την τιμή της μετοχής.

Ποια Θεωρία είναι η πιο Σωστή;

- Ορισμένοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι στις εταιρίες που πληρώνουν υψηλά μερίσματα η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής είναι μεγαλύτερη στηρίζοντας έτσι την θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης.
- Άλλες ερευνητικές εργασίες επιδεικνύουν με την βοήθεια ενός διεθνούς δείγματος δεδομένων ότι σε χώρες με ανεπαρκή προστασία των επενδυτών (όπου τα κόστος εκπροσώπησης παίζει μεγάλο ρόλο), οι εταιρίες με μεγάλα ποσοστά διανεμόμενων κερδών σε μερίσματα θα έχουν μεγαλύτερη αξία από εκείνες με μικρότερα ποσοστά.
- Τα αποδεικτικά στοιχεία των μελετών αυτών είναι ανάμικτα.

Τι είναι η «Επίδραση Πελατείας»;

- Οι διαφορετικές ομάδες επενδυτών (πελάτες) έχουν διαφορετικές προτιμήσεις απέναντι στις πολιτικές μερισμάτων.
- Η πολιτική μερισμάτων μίας εταιρίας κατά το παρελθόν προσδιορίζει την τρέχουσα πελατεία της (επενδυτές).
- Η επίδραση της πελατείας εμποδίζει τη αλλαγή της μερισματικής πολιτικής. Οι φόροι και το κόστος συναλλαγής πλήττουν τους επενδυτές που πρέπει να μετακινηθούν σε άλλη λόγω αλλαγής στην μερισματική πολιτική.

Η Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων ή της Σηματοδότησης

- Οι επενδυτές θεωρούν τις μεταβολές των μερισμάτων ως ένα «σήμα» ή μια «προειδοποίηση» από τη διοίκηση της εταιρίας για την μελλοντική πορεία της εταιρίας. Τα διοικητικά στελεχη δεν διάκινται ευνοϊκά στην μείωση των μερισμάτων και επομένως δεν τα αυξάνουν μέχρις ότου πειστούν ότι η αύξηση μπορεί να διατηρηθεί.
- Επομένως, μια αύξηση της τιμής της μετοχής τη στιγμή της διανομής αυξημένου μερίσματος μπορεί να κατοπτρίζει υψηλότερες προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη ανά μετοχή EPS, όχι την επιθυμία για μερίσματα.

Θεωρία Υπολειμματικής Μερισματικής Πολιτικής

- Προσδιορισμός των ιδίων κεφαλαίων που κρίνονται απαραίτητα για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων.
- Διανομή τυχόν εναπομείναντων κερδών (υπολειμματικών) είτε ως μέρισμα, είτε με τη μορφή επαναγοράς μετοχών.
- Η πολιτική αυτή ελαχιστοποιεί το κόστος έκδοσης και σηματοδότησης και επομένως ελαχιστοποιεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC).

Χρήση του Υπολειμματικού Υποδείγματος για τον Υπολογισμό των Διανεμόμενων Μερισμάτων

Διανομές = Καθαρά κέρδη – [(Ίδια/ξένα κεφάλαια) x (Συνολικές ανάγκες χρηματοδότησης)]

Διανομές = Καθαρά κέρδη – παρακράτηση κερδών για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων

Εφαρμογή του Υποδείγματος Υπολειμματικής Μερισματικής Πολιτικής : Εταιρία IWT

- Προϋπολογιζόμενες δαπάνες κεφαλαίου: \$112,5 εκατ..
- Επιθυμητή κεφαλαιακή: 60% δανεικά κεφάλαια, 80% Ίδια κεφάλαια . Θέλει να την διατηρήσει.
- Προβλεπόμενα καθαρά κέρδη: \$140 εκατ..
- Αριθμός μετοχών: 100 εκατ..

Εφαρμογή του Υποδείγματος Υπολειμματικής Μερισματικής Πολιτικής

Αριθμός μετοχών	100	100	100
Ποσοστό ιδίων κεφαλαίων (w_s)	80%	80%	80%
Δαπάνες κεφαλαίου	\$112,5	\$112,5	\$112,5
Καθαρά κέρδη (NI)	\$140,0	\$90,0	\$160,0
Απαιτούμενα Ίδια. Κεφ. ($w_s \times \text{Δαπ. Κεφαλ.}$)	\$90,0	\$90,0	\$90,0
Διανομές : (NI – Απαιτούμενα Ίδια Κεφ)	\$50,0	\$0,0	\$70,0
Διανομή (Μέρισμα /NI)	35,7%	0,0%	43,8%
Μέρισμα ανά μετοχή	\$0,50	\$0,00	\$0,70

Επενδυτικές Ευκαιρίες και Υπολειμματική Μερισματική Πολιτική

- Η λιγότερες καλές επενδυτικές ευκαιρίες οδηγούν σε χαμηλότερους προϋπολογισμούς δαπανών κεφαλαίου και επομένως σε υψηλότερα μερίσματα
- Η ύπαρξη καλών επενδυτικών ευκαιριών οδηγεί σε χαμηλότερα μερίσματα.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Υπολειμματικής Μερισματικής Πολιτικής

- Πλεονεκτήματα: Ελαχιστοποιεί τις νέες εκδόσεις μετοχών και τι κόστος έκδοσης.
- Μειονεκτήματα: Καταλήγει σε μεταβαλλόμενα μερίσματα, στέλνει αντικρουόμενα σήματα στην αγορά, αυξάνει τον κίνδυνο και δεν βρίσκει ανταπόκριση από μια συγκεκριμένη πελατεία.
- Συμπέρασμα: Η υπολειμματική μερισματική πολιτικής πρέπει να λαμβάνεται υπόψη όταν καθορίζονται οι στόχοι της διανομής κερδών αλλά δεν πρέπει να ακολουθείται αυστηρά.

Επαναγορά Ιδίων Μετοχών

- Επαναγορές: Αγορά ιδίων μετοχών από τους μετόχους.
- Λόγοι για επαναγορές:
 - Ως εναλλακτική λύση στη διανομή μερισμάτων σε μετρητά.
 - Διάθεση εφάπαξ μετρητών από την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου.
 - Σημαντική μεταβολή της κεφαλαιακής δομής της εταιρίας.
 - Κάλυψη υποχρεώσεων από παραχώρησης δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών στους υπαλλήλους.

Η Διαδικασία της Επαναγοράς

- Η εταιρία δημοσιοποιεί την πρόθεση της να επαναγοράσει ίδιες μετοχές.
- Οι επαναγορές πραγματοποιούνται με τρεις τρόπους :
 - Μέσω ενός χρηματιστή στην ελεύθερη αγορά για μια χρονική περίοδο.
 - Με την υποβολής τυπικής προσφοράς στους μετόχους.
 - Αγορά ενός μεγάλου πακέτου μετοχών.
- Η εταιρία δεν χρειάζεται να ολοκληρώσει την πρόθεση της για επαναγορά.

Μείωση της Τιμής σε Σχέση με τη Διανομή Μερισμάτων

- Οι τιμές των μετοχών στο υπόδειγμα μειώνονται κατά το μέρισμα ανά μετοχή.
 - Αν δεν συνέβαινε αυτό θα δημιουργούνταν ευκαιρία εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (υποθέτοντας ανυπαρξία φόρων).
- Στην πραγματικότητα οι τιμές των μετοχών μειώνονται κατά ένα ποσοστό που αντιστοιχεί στο 90% των μερισμάτων κατά μέσον όρο.

Η Επαναγορά δεν Επηρεάζει Τις Τιμές των Μετοχών

- Οι ανακοινώσεις για προστιθέμενη επαναγορά θεωρούνται ως θετικά σημάδια που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών όπως και τα προηγηθέντα γεγονότα που οδήγησαν στην διάθεση ταμειακών διαθεσίμων, η *πραγματική* επαναγορά όμως δεν έχει επίδραση στις τιμές για τους εξής λόγους:
 - Αν οι μέτοχοι πίστευαν ότι η επαναγορά θα αύξανε την τιμή της μετοχής θα αγόραζαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της επαναγοράς αυξάνοντας τις τιμές.
 - Αν οι μέτοχοι πίστευαν ότι η επαναγορά θα μείωνε την τιμή της μετοχής θα πούλαγαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της επαναγοράς μειώνοντας τις τιμές.

Επαναγορά έναντι Μερισμάτων

■ Επαναγορά

- Η τιμή της μετοχής δεν μεταβάλλεται με την επαναγορά
- Μειώνεται ο αριθμός των μετοχών

■ Διανομή μερίσματος

- Η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος την στιγμή την πληρωμής.
- Ο αριθμός των μετοχών δεν μεταβάλλεται.

Πλεονεκτήματα Επαναγορών

- Οι μέτοχοι θα επιλέξουν αν θα πουλήσουν ή όχι.
- Αποφυγή καθορισμού μεγάλου μερίσματος που δεν μπορεί να διατηρηθεί.
- Το τίμημα εισπράττεται ως κέρδη εκ κεφαλαίου αντί μερισμάτων που φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή.
- Οι μέτοχοι μπορεί να τις εκλάβουν ως θετικό σήμα – ότι η διοίκηση θεωρεί τις μετοχές υποτιμημένες

Μειονεκτήματα Επαναγορών

- Μπορεί να εκληφθούν ως αρνητικό σήμα – ότι η εταιρία δεν έχει καλές επενδυτικές ευκαιρίες.
- Οι φορολογικές αρχές μπορούν να επιβάλλουν πρόστιμα αν οι επαναγορές θεωρηθούν ότι γίνονται βασικά για την αποφυγή φορολόγησης των μερισμάτων.

Καθορισμός Μερισματικής Πολιτικής

- Πρόβλεψη κεφαλαιακών αναγκών για ένα χρονικό ορίζοντα σχεδιασμού, συχνά 5 έτη.
- Καθορισμός βέλτιστης κεφαλαιακής δομής.
- Εκτίμηση ετήσιων αναγκών σε ίδια κεφάλαια.
- Καθορισμός βέλτιστης διανομής μερισμάτων με βάση το υπολειμματικό υπόδειγμα.
- Γενικά, θα προκύψει ένας βαθμός ανάπτυξης των μερισμάτων. Generally, Διατηρείστε τον βέλτιστο βαθμό ανάπτυξης, εφόσον είναι δυνατό, μεταβάλλοντας κάπως την κεφαλαιακή δομή, αν θεωρηθεί αναγκαίο.

Διάσπαση Μετοχών έναντι Διάθεσης Μετοχών αντί Μερισμάτων

- **Μετοχές αντί μερίσματος:** Η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές αντί της διανομής μερίσματος. Αν το μέρισμα είναι 10%, ο κάτοχος 100 μετοχών θα εισπράξει 10 πρόσθετες μετοχές.
- **Διάσπαση μετοχών:** Η εταιρία αυξάνει τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία, ας πούμε σε αναλογία 2:1. Δίνει στους μετόχους περισσότερες μετοχές.

Διάσπαση Μετοχών έναντι Διάθεσης Μετοχών αντί Μερισμάτων (συν.)

- Τόσο η διάσπαση μετοχών όσο και η διάθεση μετοχών αντί μερίσματος αυξάνουν τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία και επομένως η «πίτα μοιράζεται σε μικρότερα κομμάτια»
- Εκτός από την περίπτωση που η διάσπαση μετοχών όσο και η διάθεση μετοχών αντί μερίσματος παρέχουν κάποιου είδους πληροφορία, ή συνοδεύονται από κάποιο άλλο γεγονός, όπως υψηλότερα μερίσματα, η τιμή της μετοχής θα μειωθεί ώστε ο πλούτος κάθε μετόχου να παραμείνει ο ίδιος.
- Τόσο η διάθεση μετοχών αντί μερίσματος όσο και η διάσπαση μετοχών χρησιμοποιούνται για να κρατήσουν τις τιμές των μετοχών μέσα στο «βέλτιστο» εύρος τιμών.

Πότε Πρέπει να Αναληφθεί μια Διάσπαση Μετοχών;

- Ανάμεσα στους οικονομικούς κύκλους υπάρχει η διαδεδομένη πεποίθηση ότι οι μετοχές έχουν ένα βέλτιστο εύρος τιμών.
- Η διάσπαση μετοχών χρησιμοποιείται για να κρατηθούν οι τιμές των μετοχών μέσα στο «βέλτιστο» αυτό εύρος.
- Η διάσπαση μετοχών λαμβάνει χώρα γενικά όταν οι διευθυντές της εταιρίας πιστεύουν στην ανάπτυξη της εταιρίας. Ως εκ τούτου, θεωρούνται συνήθως ως θετικά σημάδια και επομένως διογκώνουν τις τιμές των μετοχών.

Τι είναι ένα Πρόγραμμα Επανεπένδυσης Μερισμάτων (DRIP)“?

- Οι μέτοχοι μπορούν να επιλέξουν την αυτόματη επανεπένδυση των μερισμάτων τους σε κοινές μετοχές της εταιρίας που καταβάλλει τα μερίσματα
- Εισπράττουν περισσότερες μετοχές αντί μετρητών.
- Υπάρχουν δύο τύποι προγραμμάτων επανεπένδυσης:
 - Στην ανοιχτή αγορά
 - Σε νέες μετοχές

Πρόγραμμα Επανεπένδυσης στην Ανοιχτή Αγορά

- Τα χρήματα προς επανεπένδυση παραδίδονται σε έναν θεματοφύλακα που αγοράζει μετοχές στην ανοιχτή αγορά.
- Το κόστος συναλλαγής μειώνεται λόγω του όγκου των αγορών.
- Είναι βολικό, διευκολύνει την επένδυση και επομένως είναι χρήσιμο στους επενδυτές.

Πρόγραμμα Νέων Μετοχών

- Η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές για τους μετόχους αυτούς, κρατάει τα χρήματα και τα χρησιμοποιεί για την αγορά περιουσιακών στοιχείων
- Δεν υπάρχουν αμοιβές και παράλληλα η εταιρία πουλάει τις μετοχές με έκπτωση της τάξης του 5% κάτω από την τρέχουσα τιμή που αντισταθμίζει το κόστος έκδοσης που θα καταβαλλόταν αν οι μετοχές είχαν εκδοθεί μέσω επενδυτικών τραπεζών.

Πρόγραμμα Νέων Μετοχών

- Είναι δυνατό να υπάρξουν επιλεκτικές επενδύσεις μέχρι του ποσού των \$150,000 περίπου.
- Οι εταιρίες που χρειάζονται νέα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούν προγράμματα νέων μετοχών.
- Οι εταιρίες που δεν χρειάζονται νέα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούν προγράμματα επανεπένδυσης στην ανοιχτή αγορά.
- Οι περισσότερες από τις εισηγμένες εταιρίες NYSE χρησιμοποιούν προγράμματα νέων μετοχών . Χρήσιμα στους επενδυτές.