



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΒΑΣΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Επιμέλεια : Μαρούσης Γρηγόρης

Επιβλέπων: Επικ. Καθηγητής Σταύρος Η. Αρβανίτης

Ηράκλειο, Μάρτιος 2012

Περιεχόμενα

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ... σελ 3.

2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ... σελ 4.

2.1. Επισκόπηση... σελ 4.

2.2. Κεφαλαιακή Διάρθρωση... σελ 12.

2.3. Θεώρημα «Modigliani-Miller» αναλυτικά... σελ 14.

2.3.1 Υποθέσεις Θεωρήματος «Modigliani-Miller»... σελ 15.

2.3.2 Θεώρημα 1 Modigliani-Miller: Η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή διάρθρωσή της... σελ 16.

2.4 Η Διοίκηση της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης... σελ 16.

2.4.1 Κεφαλαιακή διάρθρωση και επιχειρηματικοί φόροι... σελ 17.

2.4.2 Κόστη Πτώχευσης στην Κεφαλαιακή διάρθρωση... σελ 17.

2.4.3 Κόστη Αντιπροσώπευσης κ αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης... σελ 18.

2.4.4 Πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent problem)... σελ 19.

2.4.5 Κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης (agency cost of external equity)... σελ 20.

2.4.6 Κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους (agency cost of debt)... σελ 20.

2.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σήμανση... σελ 21.

2.6 Μερισματική πολιτική (Dividend Policy)... σελ 22.

2.6.1 Μηχανισμός πληρωμής μερίσματος... σελ 23.

2.6.2 Θεωρίες μερισματικής πολιτικής... σελ 24.

2.6.3 Η θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory)... σελ 25.

2.6.4. Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand-Theory)... σελ 26.

2.6.5 Η θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης (Tax Preference Theory)... σελ 26.

2.7 Θεωρία Αντιστάθμισης(Tradeoff theory)... σελ 27.

2.8 Βασικές Αρχές Θεωρίας Ταξινόμησης – Επιλογής κεφαλαίων(Pecking order theory)... σελ 29.

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ... σελ 31.

4.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ... σελ 32,33.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι ελληνικές επιχειρήσεις και γενικότερα οι ευρωπαϊκές αντιμετωπίζουν μια διπλή πρόκληση που έχει να κάνει τόσο με τον παγκόσμιο ανταγωνισμό καθώς επίσης και με παράγοντες που αφορούν την λεγόμενη Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Τα εμπορικά σύνορα έχουν απελευθερωθεί πλήρως, η τεχνολογία διαδίδεται με τρελούς ρυθμούς μειώνοντας τα κόστη επικοινωνίας και μεταφοράς με αποτέλεσμα να φτάσουμε στον διεθνή υπέρ-ανταγωνισμό.

Η συγκρότηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης - δυνητικά το σημαντικότερο οικονομικό γεγονός στην Ευρώπη τα τελευταία 50 χρόνια - η ενιαία αγορά των σχεδόν 300 εκατομμυρίων καταναλωτών καθώς και οι οικονομικές αλλαγές στην Ανατολική Ευρώπη, σε χώρες που οξύνουν αναπόφευκτα την πίεση του ανταγωνισμού σε ολόκληρη την ήπειρο, δημιουργούν ένα ιδιαίτερο περιβάλλον.

Σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον ,οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται είναι πάρα πολλές μα και οι προκλήσεις απείρως περισσότερες .Στο περιβάλλον αυτό οι οικονομικοί παράγοντες των επιχειρήσεων, οι διευθυντές, οι manager πρέπει να συνδυάσουν, να παντρέψουν αν θέλετε την ευκαιρία με την πρόκληση και το ρίσκο με τρόπο τέτοιο ώστε να κάνουν τον επενδυτή να νιώσει ασφάλεια και σιγουριά καθώς επίσης να έχουν τις απαντήσεις σε ουσιαστικά ερωτήματα και απαιτήσεις του επενδυτή ,όπως για παράδειγμα η ύπαρξη ενός βέλτιστου κεφαλαίου ,η διάρθρωση του οποίου μεγιστοποιεί την αξία της εταιρίας και την κερδοφορία της.

Ένα βασικό συστατικό για να επιτευχθούν οι άνωθεν συνδυασμοί είναι τα δανεικά, εσωτερικά η εξωτερικά, η δανειακή επιβάρυνση ή αλλιώς οικονομική μόχλευση ή leverage.

Γενικότερα εξ ορισμού “leverage” είναι ο βαθμός στον οποίο ένας επενδυτής ή μια επιχείρηση αξιοποιούν δανεικά χρήματα .Οι εταιρίες που έχουν υψηλή μόχλευση ,μπορεί να διατρέχουν κίνδυνο πτώχευσης σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους τους .Σε αυτήν την περίπτωση το πιθανότερο είναι να δυσκολευτούν να βρουν νέους και μελλοντικούς δανειστές συν τοις άλλοις. Ωστόσο η μόχλευση δεν

είναι απαραίτητα κάτι κακό. Μπορεί να αυξήσει την αποδοτικότητα της επένδυσης. Συχνά δε, υπάρχουν φορολογικά πλεονεκτήματα που συνδέονται με τον δανεισμό .ονομάζεται επίσης χρηματοοικονομική μόχλευση.

Στην εργασία αυτήν θα ασχοληθούμε με όλα τα παραπάνω, σε μια προσπάθεια να αναλύσουμε και να κατανοήσουμε την ουσία του θέματος .θα κινηθούμε κατά βάση θεωρητικά, παραθέτοντας θεωρίες διάρθρωσης κεφαλαίου καθώς επίσης μεθοδολογία ,στατιστικά στοιχεία, εκτιμήσεις και συμπεράσματα!

2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 Επισκόπηση.

“Σύμφωνα με μία παλαιότερη ανακοίνωση του ΣΕΒ η δανειακή επιβάρυνση των μεταποιητικών ελληνικών επιχειρήσεων παρουσιάζει σημαντική και σταθερή πτώση τα τελευταία χρόνια. Ο βασικός λόγος είναι η ανεύρεση των απαιτούμενων κεφαλαίων στο χρηματιστήριο. Οι τάσεις αυτές είναι πολύ ενθαρρυντικές για την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων, αλλά βέβαια είναι πολύ δύσκολο να προβλέψει κανείς την εξέλιξη του ελληνικού χρηματιστηρίου ως πηγής κεφαλαίων στο άμεσο μέλλον μια και στην ουσία για τώρα καλύπτει τις ανάγκες κερδοσκοπίας των Ελλήνων.

Η απόφαση σχετικά με τη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει μια επιχείρηση για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της είναι μία από τις πιο σημαντικές στο χρηματοοικονομικό μανάτζμεντ, η βασική αποστολή του οποίου είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, δηλ. της αξίας της μετοχής της. Ας δούμε τα πιο βασικά στοιχεία που υπεισέρχονται στις σχετικές αποφάσεις με βάση την αμερικανική επιχειρηματική πρακτική .Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος των επιχειρήσεων: κάθε επιχείρηση παρουσιάζει δύο ειδών κινδύνους, τον επιχειρηματικό και τον χρηματοοικονομικό. Ο πρώτος είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζει κάθε επιχείρηση από τη φύση της, πχ ένα mini-market ή μια εταιρεία ηλεκτρικών ειδών έχουν μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο από μια επιχείρηση πληροφορικής. Ο κίνδυνος αυτός εξαρτάται από πολλούς παράγοντες - ο πλέον σημαντικός είναι το κατά πόσον η δομή κόστους της επιχείρησης περιλαμβάνει υψηλό πάγιο κόστος - και τις ιδιομορφίες ενός κλάδου. Μόνο σε πολύ μικρό βαθμό

μπορεί να μεταβληθεί από τις αποφάσεις ενός μάνατζερ. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι ο επιπλέον κίνδυνος που πηγάζει από την απόφαση της επιχείρησης να συμπεριλάβει στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της χρέος, δηλ. δάνεια, ομόλογα και προνομιούχες μετοχές. Η ανάληψη χρέους μεγεθύνει τον κίνδυνο των μετόχων. Εάν μια επιχείρηση χρηματοδοτείται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια ο επιχειρηματικός κίνδυνος πέφτει στους μετόχους της - εάν πχ η εταιρεία Α έχει 10 μετόχους και κάθε ένας τους έχει 10% των μετοχών ο επιχειρηματικός κίνδυνος επιμερίζεται στον καθένα τους. Αν υποθέσουμε τώρα ότι η ίδια επιχείρηση χρηματοδοτείται κατά 50% με ίδια κεφάλαια από πέντε μετόχους (10% πάλι ο καθένας) και κατά 50% με χρέος από τους άλλους πέντε μετόχους που αποφάσισαν να επενδύσουν στην επιχείρηση μέσω δανείων, τότε ο επιχειρηματικός κίνδυνος συγκεντρώνεται πλέον μόνο στους πέντε μετόχους. Σε σύγκριση με την προηγούμενη περίπτωση η επένδυση τους παρουσιάζει τώρα διπλάσιο κίνδυνο. (Σε περίπτωση ρευστοποίησης μιας επιχείρησης ικανοποιούνται, κατά σειρά, πρώτα οι απαιτήσεις των ομολογιούχων, μετά των προνομιούχων μετόχων και τελευταία των κοινών μετόχων.)

Η χρήση χρέους προκαλεί τη λεγόμενη χρηματοοικονομική μόχλευση. Όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος μιας επιχείρησης, ένα συγκεκριμένο ποσοστό αύξησης των εσόδων της οδηγεί σε ένα δυσανάλογα μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης των κερδών για τους μετόχους, ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες. Αν η επιχείρηση πάει καλά, από τη στιγμή που καλύψει τις υποχρεώσεις της τα αυξημένα κέρδη της καταλήγουν στους μετόχους, που διακινδυνεύουν, λόγω ανάληψης χρέους, λιγότερα ίδια κεφάλαια. (ή με άλλα λόγια αν δανειστεί κανείς πχ με επιτόκιο 10% και χρησιμοποιήσει τα δανεικά για να κερδίσει 12%, πραγματοποιεί κέρδος 2% χωρίς να έχει διακινδυνεύσει ίδια κεφάλαια - οι λογαριασμοί margin για όσους "παίζουν" στο χρηματιστήριο είναι ένα κλασικό τέτοιο παράδειγμα.). Βέβαια στην αντίθετη περίπτωση, δηλ. σε περίπτωση μειωμένων εσόδων, μια μικρή πτώση τους μπορεί να οδηγήσει σε δυσανάλογα μεγαλύτερη ζημιά για τους μετόχους. Με άλλα λόγια, το χρηματοοικονομικό πλεονέκτημα αυξάνει την απόδοση για τους μετόχους αλλά ταυτόχρονα αυξάνει και τον κίνδυνο της επιχείρησης. Το ερώτημα είναι κατά πόσον η αύξηση της απόδοσης είναι αρκετή για να αναλάβει κανείς τον αυξημένο κίνδυνο. Με άλλα λόγια, πως βρίσκει κανείς τη βέλτιστη αναλογία ιδίων κεφαλαίων/χρέους για μια επιχείρηση;

Η διάρθρωση κεφαλαίων εξετάστηκε αρχικά από τους Franco Modigliani και Merton Miller - γνωστούς και με τα αρχικά MM στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ - Νομπελίστες στα οικονομικά, ο πρώτος το 1985 και ο δεύτερος το 1990. Οι MM απέδειξαν τις ξακουστές δύο αρχικές προτάσεις τους για τη διάρθρωση κεφαλαίων το 1958, και συμπέραναν ότι η αξία μιας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίων της είναι ανεξάρτητα της διάρθρωσης κεφαλαίων, δεν επηρεάζονται δηλ. από το πόσο χρέος χρησιμοποιεί στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Η αξία μιας επιχείρησης σε τελευταία ανάλυση, κατά τους MM, εξαρτάται από τα πραγματικά της περιουσιακά στοιχεία και όχι από τι τίτλους εκδίδει, δηλ. μετοχές και ομόλογα. Έτσι σε όλες τις επενδυτικές αποφάσεις η προέλευση των απαιτούμενων κεφαλαίων δεν έχει καμία σημασία. Οι προϋποθέσεις των MM για τις αρχικές προτάσεις τους ήταν πολλές. Οι πιο βασικές είναι ότι οι συναλλαγές μετοχών και ομολόγων γίνονται σε ιδανικές αγορές, δηλ. δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών και οι επενδυτές μπορούν να δανεισθούν με τα ίδια επιτόκια όπως και οι επιχειρήσεις, τα κέρδη και μερίσματα των επιχειρήσεων είναι σταθερά, το χρέος επιχειρήσεων και φυσικών προσώπων είναι χωρίς κίνδυνο, ενώ δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι.

Οι MM χρησιμοποίησαν την έννοια του arbitrage για να αποδείξουν τις προτάσεις τους, δηλ. την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων πάνω-κάτω ίδιας αξίας που για λόγους ατελειών της αγοράς παρουσιάζονται σε διαφορετικές τιμές. Πολύ συνοπτικά, οι MM έδειξαν ότι αν η αξία μιας επιχείρησης με χρέος ήταν μεγαλύτερη μιας ακριβώς ίδιας επιχείρησης χωρίς χρέος, οι επενδυτές, κάτω από τις παραπάνω προϋποθέσεις, θα μπορούσαν να αυξήσουν τα κέρδη τους χωρίς να αυξήσουν ταυτόχρονα το ρίσκο τους, αγοράζοντας μετοχές της χρεωμένης και πουλώντας μετοχές της μη χρεωμένης έως ότου οι αξίες τους εξισωθούν. Οι MM αργότερα επέκτειναν την αρχική θεωρία τους και συμπεριέλαβαν εταιρικούς φόρους στην ανάλυση τους. Δεδομένου ότι οι τόκοι χρεών εκπίπτουν από τη φορολογία, οι MM συμπέραναν ότι το χρέος αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης αφού τα περισσότερα κέρδη, λόγω χαμηλότερων φόρων, καταλήγουν στους μετόχους. Η αυξημένη αξία στην περίπτωση αυτή οφείλεται αποκλειστικά στους χαμηλότερους φόρους. Η λογική κατάληξη των συμπερασμάτων αυτών των MM είναι ότι η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται όταν η χρηματοδότηση της γίνεται με 100% χρέος.

Τι μας λέει η θεωρία των MM; Οι MM ήταν οι πρώτοι που ανάλυσαν κατά ένα επιστημονικό τρόπο τη διάρθρωση κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Από πολλές απόψεις

εξέπληξαν πολλούς με τα συμπεράσματα τους, που βέβαια εξαρτώνται από τις πολύ στενές υποθέσεις πάνω στις οποίες έστησαν τις προτάσεις τους. Έτσι, πολλοί ακαδημαϊκοί αλλά και επαγγελματίες μάνατζερ έχουν κατά καιρούς διατυπώσει σοβαρές αμφιβολίες για την ισχύ των συμπερασμάτων τους. Σε επιχειρήσεις πολλών κλάδων, για παράδειγμα, παρατηρείται συγκεκριμένη ομοιόμορφη διάρθρωση κεφαλαίων. Επίσης, οι MM συμπέραναν ότι λόγω μειωμένων φόρων πρέπει κανείς να χρησιμοποιεί 100% χρέος για χρηματοδότηση, αλλά κανείς βέβαια δεν κάνει κάτι τέτοιο, εκτός και αν πρόκειται για επιχειρήσεις που τα ίδια κεφάλαια τους έχουν αναλωθεί στην κάλυψη ζημιών. Η διαδικασία του arbitrage, που είναι βασικής σημασίας στη θεωρία των MM, στην πράξη μπορεί να αντιμετωπίσει πολλά εμπόδια που να την κάνουν σχεδόν ανέφικτη. Δύο βασικά σημεία όμως που χρειάζονται ιδιαίτερη ανάλυση είναι ότι οι MM υπέθεσαν ότι δεν υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost) και κόστος οικονομικού κινδύνου (financial distress cost). Θα τα δούμε πιο αναλυτικά στη συνέχεια γιατί είναι πολύ σημαντικά στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ και γιατί αποτελούν τα θεμέλια πάνω στα οποία στηρίχθηκε η επέκταση της δουλειάς των MM, τα λεγόμενα trade-off models στη διάρθρωση των κεφαλαίων.

Το κόστος αντιπροσώπευσης έχει τις ρίζες του στο ότι οι μέτοχοι μιας επιχείρησης δεν μπορούν να έχουν πλήρη γνώση των πράξεων των μάνατζερ της επιχείρησης. Χρειάζεται έτσι κάποιος τρόπος προτροπής και ελέγχου τους ώστε να επιδιώκουν το συμφέρον των μετόχων (λογιστικοί έλεγχοι, ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια κλπ), κάτι που φυσικά έχει κάποιο κόστος. Ένα είδος κόστους αντιπροσώπευσης είναι αυτό που οφείλεται στην ανάληψη χρέους. Εάν δεν υπάρχουν συγκεκριμένοι περιορισμοί στο πώς αποφασίζεται και αναλαμβάνεται αυτό το χρέος, οι μάνατζερ της επιχείρησης μπορεί να προβούν σε πράξεις που ευνοούν τους μετόχους της εις βάρος των δανειοδοτών της. Επειδή ακριβώς υπάρχει τέτοια περίπτωση εκμετάλλευσης των ομολογιούχων, που είναι η πιο κοινή κατηγορία δανειοδοτών, τα ομόλογα προστατεύονται με ειδικούς νομικούς περιορισμούς. Οι περιορισμοί αυτοί όπως είναι φυσικό βάζουν κάποιους φραγμούς στις δραστηριότητες και τις αποφάσεις της επιχείρησης και έτσι έχουν κάποιο κόστος. Κόστος για τους μετόχους έχει επίσης και ο έλεγχος συμμόρφωσης με τους περιορισμούς αυτούς.

Ο οικονομικός κίνδυνος πηγάζει από συνθήκες που μπορούν να απειλήσουν την επιβίωση μιας επιχείρησης και αφορά κυρίως την περίπτωση χρεοκοπίας της, αν και

δεν περιορίζεται μόνο σε αυτή. Οι συνθήκες αυτές έχουν πολλές επιπτώσεις κόστους. Μια χρεοκοπία συχνά καταλήγει σε διαμάχη μεταξύ όλων αυτών που έχουν απαιτήσεις κατά της επιχείρησης, που πολλές φορές εμπλέκονται σε μακροχρόνιους δικαστικούς αγώνες. Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης μπορεί να χάσουν σημαντικό μέρος της αξίας τους στο διάστημα αυτό. Επιπλέον, τυχόν δικαστικοί αγώνες έχουν τα δικά τους έξοδα και μειώνουν ακόμα περισσότερο την αξία της επιχείρησης. Το κόστος της φυσικής φθοράς περιουσιακών στοιχείων συν το κόστος νομικών αμοιβών αποτελεί το άμεσο κόστος οικονομικού κινδύνου. Επειδή οι μάνατζερ και γενικά οι εργαζόμενοι της επιχείρησης χάνουν τη δουλειά τους αν η επιχείρηση κλείσει, είναι δυνατόν όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει σοβαρές οικονομικές δυσκολίες να πάρουν αποφάσεις που να παρατείνουν τη βραχυπρόθεσμη επιβίωση της αλλά που να έχουν αρνητική επίδραση στην αξία της μακροπρόθεσμα (πχ πώληση περιουσιακών στοιχείων σε τιμές ευκαιρίας, περιστολή εξόδων με αρνητικά αποτελέσματα στην ποιότητα των προϊόντων της κλπ.) Επίσης, εάν μια επιχείρηση βρίσκεται στα πρόθυρα χρεοκοπίας, πελάτες και προμηθευτές προσπαθούν να αποφύγουν συναλλαγές μαζί της για να αποφύγουν περισσότερα προβλήματα. Το κόστος που οφείλεται σε αποφάσεις που δεν είναι βέλτιστες και στις αντιδράσεις πελατών και προμηθευτών αποτελεί το έμμεσο κόστος οικονομικού κινδύνου.

Το κόστος οικονομικού κινδύνου μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό, σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να φθάσει μέχρι και στο 20% της αξίας μιας επιχείρησης. Το σημαντικότερο από άποψη διάρθρωσης κεφαλαίων είναι ότι μόνο επιχειρήσεις με χρέος αντιμετωπίζουν τον οικονομικό κίνδυνο, επιχειρήσεις χωρίς χρέος δεν είναι συνήθως εκτεθειμένες στον κίνδυνο αυτό. Έτσι όσο πιο εκτεταμένο είναι το χρέος, τόσο πιο υψηλά τα πάγια έξοδα εξυπηρέτησης του, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα οικονομικού κινδύνου σε περίπτωση μειωμένων εσόδων, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα ότι η επιχείρηση θα υποστεί το κόστος του οικονομικού κινδύνου.

Τι γίνεται όταν πάρουμε υπόψη το κόστος οικονομικού κινδύνου; Είδαμε παραπάνω ότι οι MM έδειξαν ότι μια επιχείρηση μεγιστοποιεί την αξία της όταν χρησιμοποιεί 100% χρέος για τη χρηματοδότηση της. Έτσι όσο αυξάνει το χρέος της από 0% σε 100% επωφελείται από την έκπτωση των φόρων αυξάνοντας ταυτόχρονα την αξία της. Σε κάποιο σημείο όμως στο φάσμα αναλογιών ιδίων κεφαλαίων-χρέους από 0% σε 100%, το κόστος αντιπροσώπευσης και οικονομικού κινδύνου αρχίζει να

ανεβαίνει όσο αυξάνει το χρέος, και έτσι αρχίζει να εξουδετερώνει το όφελος της έκπτωσης φόρων. Σε κάποιο σημείο μάλιστα το κόστος αυτό υπερβαίνει το όφελος των φόρων. Έτσι υπάρχει κάποια βέλτιστη αναλογία ιδίων κεφαλαίων-χρέους σε κάποιο σημείο μεταξύ 0% και 100% χρέους, στο οποίο επίσης το μέσο κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης ελαχιστοποιείται. Και οι δύο ακραίες καταστάσεις είναι ανεπιθύμητες. Όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί υπέρμετρο χρέος, το ρίσκο της και η πιθανότητα αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της αυξάνουν. Όταν χρησιμοποιεί υπέρμετρα ίδια κεφάλαια δεν έχει το πλήρες όφελος του χρηματοοικονομικού πλεονεκτήματος και το κόστος κεφαλαίων αυξάνει σημαντικά (το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο του κόστους χρέους γιατί τα ίδια κεφάλαια έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.) Το πρόβλημα για τους μάνατζερ μιας σύγχρονης επιχείρησης είναι ότι το βέλτιστο αυτό σημείο στο οποίο το όφελος του χρέους μεγιστοποιείται, το μέσο κόστος κεφαλαίων ελαχιστοποιείται και η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται είναι πρακτικά αδύνατο να προσδιοριστεί. Αν και οι ειδικοί συμφωνούν ότι το σημείο αυτό υπάρχει για κάθε επιχείρηση, είναι κατά κάποιο τρόπο ένας κινούμενος στόχος, αλλάζει συνεχώς με τις αλλαγές μέσα και έξω από την επιχείρηση. Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να μη μεταβάλλεται σημαντικά σε ένα μεγάλο εύρος ποσοστών χρέους, κάνοντας έτσι τον ακριβή προσδιορισμό του ακόμα δυσκολότερο.

Παρά τις διάφορες ατέλειες της, η δουλειά των MM και οι προεκτάσεις της ήταν τεράστιας σημασίας γιατί για πρώτη φορά οι μάνατζερ είχαν κάποιο πλαίσιο λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων με βάση όλους τους θετικούς και αρνητικούς παράγοντες που πηγάζουν από τη χρήση χρέους, όπως πχ οι φόροι και το κόστος του οικονομικού κινδύνου. Η εμπειρία από την χρηματοοικονομική πρακτική έχει δείξει ότι όντως πολλές επιχειρήσεις στοχεύουν σε κάποια συγκεκριμένο ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης, αλλά σε ένα μεγάλο βαθμό η χρηματοοικονομική συμπεριφορά τους δεν εξηγείται πλήρως από τη θεωρία των MM.

Μια άλλη εξήγηση της διάρθρωσης κεφαλαίων είναι η θεωρία των ασύμμετρων πληροφοριών: μια έρευνα της χρηματοοικονομική συμπεριφοράς αμερικανικών επιχειρήσεων τη δεκαετία του '60, έδειξε ότι υπάρχουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες (pecking order) στη χρηματοδότηση. Προτεραιότητα έχουν οι εσωτερικοί πόροι, δηλ. τα αποθεματικά και οι ροές μετρητών από απόσβεση, και μετά ακολουθούν οι εξωτερικοί πόροι, δηλ. χρέος και, τελευταία, η έκδοση νέων

μετοχών, σε αντίθεση με τους MM που θεώρησαν πχ ότι τα κεφάλαια από έκδοση νέων μετοχών είναι της ίδιας σημασίας όπως η κεφαλαιοποίηση κερδών. Οι παρατηρήσεις αυτές οδήγησαν στη θεωρία των ασύμμετρων πληροφοριών για τη διάρθρωση κεφαλαίων. Ο όρος "ασύμμετρες πληροφορίες" σημαίνει ότι οι μάνατζερ μιας επιχείρησης έχουν πάντα καλύτερες πληροφορίες από οποιονδήποτε επενδυτή σχετικά με την επιχείρηση, τις δραστηριότητες της και, κυρίως, την μελλοντική της προοπτική. Έτσι είναι σε θέση να ξέρουν την πραγματική αξία της επιχείρησης που μπορεί να είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από την αξία που οι χρηματαγορές αποδίδουν στην επιχείρηση. Χωρίς να μπορούμε σε λεπτομέρειες, η θεωρία προτείνει ότι μια επιχείρηση πρέπει να εκδίδει νέες μετοχές μόνο σε σπάνιες περιπτώσεις γιατί η έκδοση τους στέλνει στις χρηματαγορές το σινιάλο ότι οι μετοχές είναι χαμηλής αξίας, άσχετα με το αν η αξία των μετοχών υπερεκτιμάται ή υποεκτιμάται από τις αγορές. (Παρένθεση προς αποφυγή σύγχυσης μεταξύ χρηματαγορών με "χρηματαγορές": οι χρηματαγορές έχουν λεπτομερείς πληροφορίες για τους μάνατζερ μιας επιχείρησης, των ικανοτήτων τους, των σχεδίων τους, των κλάδων των επιχειρήσεων και των εξελίξεων τους, καθώς επίσης και της προοπτικής της κάθε επιχείρησης.) Έτσι κάθε επιχείρηση πρέπει να έχει κάποια ρεζέρβα ανάληψης χρέους για να μπορεί να χρηματοδοτεί τυχόν νέα επιχειρηματικά σχέδια με την ανάληψη νέου χρέους χωρίς να χρειάζεται να καταφύγει στην έκδοση νέων μετοχών χαμηλής αξίας. Η ρεζέρβα αυτή διατηρείται με την κεφαλαιοποίηση κερδών και τη διατήρηση των ιδίων κεφαλαίων σε σχετικά υψηλότερη αναλογία. Ας τονισθεί ακόμα ότι το κόστος έκδοσης μετοχών είναι γενικά πολύ υψηλότερο από αυτό των ομολόγων, κάτι που κάνει την ανάληψη χρέους ελκυστικότερη. Όλα αυτά επηρεάζουν τις αποφάσεις διάρθρωσης κεφαλαίων οδηγώντας στις προτεραιότητες που αναφέρθηκαν παραπάνω και που καθορίζουν την αναλογία ιδίων κεφαλαίων/χρέους. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή δεν υπάρχει κάποια σαφής αναλογία-στόχος και η αναλογία που παρατηρείται σε μια επιχείρηση είναι το αποτέλεσμα των ξένων κεφαλαίων που χρειάστηκε στο παρελθόν. Και η θεωρία αυτή έχει τις ατέλειες της και δεν εξηγεί πλήρως τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά επιχειρήσεων όσον αφορά τη διάρθρωση κεφαλαίων. Πολλές επιχειρήσεις πχ εκδίδουν νέες μετοχές χωρίς μεταβολή της αξίας τους αν και μπορούν να δανεισθούν το ίδιο ποσό εύκολα.

Τι μπορεί να συμπεράνει κανείς από τις θεωρίες αυτές; ο συνδυασμός της δουλειάς των MM, της προέκτασης της και της θεωρίας των ασύμμετρων πληροφοριών ίσως

είναι πιο κοντά στην πραγματικότητα όσον αφορά το πως οι επιχειρήσεις καθορίζουν τη διάρθρωση κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, η χρηματοδότηση με χρέος παρουσιάζει ορισμένα οφέλη λόγω της φορολογικής έκπτωσης των τόκων, αλλά πάνω από ορισμένα όρια τα οφέλη αυτά εξουδετερώνονται από το κόστος αντιπροσώπευσης και οικονομικού κινδύνου. Επιπλέον, κάθε επιχείρηση διατηρεί ένα απόθεμα δανειοληψίας ώστε να μπορεί να δανειστεί εάν παρουσιαστεί κάποια καλή επενδυτική ευκαιρία χωρίς να χρειάζεται να εκδώσει νέες μετοχές σε τιμές έκπτωσης.

Τι γίνεται λοιπόν στην πράξη; είδαμε παραπάνω ότι ο επακριβής προσδιορισμός της βέλτιστης αναλογίας ιδίων κεφαλαίων-χρέους είναι σχεδόν αδύνατος. Στην πράξη οι μάνατζερ χρησιμοποιούν μοντέλα που κάνουν προβλέψεις διαφόρων χρηματοοικονομικών μεγεθών κάτω από διάφορες συνθήκες, χρησιμοποιώντας μεταβλητές όπως πχ ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, πληθωρισμό, επιτόκια, μερίσματα κλπ για να καταστρώσουν ισολογισμούς και καταστάσεις αποτελεσμάτων και για να προσδιορίσουν απόδοση επενδύσεων, κέρδη ανά μετοχή και αξία της, απαιτήσεις εξωτερικής χρηματοδότησης κλπ, για συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Λόγω της σχετικής ευκολίας των υπολογισμών αυτών σήμερα, μπορεί κανείς να εξετάζει διάφορα σενάρια αλλάζοντας τα δεδομένα ώστε να έχει κάποια πλήρη εικόνα. Βέβαια σε κάθε τέτοια διαδικασία η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων εξαρτάται από την αξιοπιστία των δεδομένων που χρησιμοποιεί κανείς. Έτσι είναι στην κρίση των μάνατζερ να δουν ποια στοιχεία θα χρησιμοποιήσουν και πως θα ερμηνεύσουν τα αποτελέσματα ώστε να θέσουν τη διάρθρωση-στόχο που θα μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης. Οι σχετικές αποφάσεις δεν είναι ποτέ εύκολες αλλά η χρήση τέτοιων μοντέλων επιτρέπει τουλάχιστον στους μάνατζερ να δουν τις επιπτώσεις πολλών εναλλακτικών τρόπων δράσης. Ας σημειωθεί ότι πέρα από τους ποσοτικούς αυτούς παράγοντες υπάρχουν και πολλοί ποιοτικοί παράγοντες που υπεισέρχονται στις αποφάσεις αυτές, κάνοντας την ανάληψη χρέους πολλές φορές δύσκολη και επηρεάζοντας έτσι τη διάρθρωση κεφαλαίων. Οι κυριότεροι είναι οι επιπτώσεις της ανάληψης χρέους στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της επιχείρησης, ο συντηρητισμός των μάνατζερ μιας επιχείρησης που βλέπουν την ανάληψη χρέους διαφορετικά από τους επενδυτές της, η στάση των δανειοδοτών και πώς βλέπουν και αξιολογούν την επιχείρηση και τη δανειοληπτική της ικανότητα, το κατά πόσον οι μάνατζερ ελέγχουν την πλειοψηφία των μετοχών, η φορολογική νομοθεσία και, βέβαια, η φύση της επιχείρησης, τα περιουσιακά της στοιχεία, ο

ρυθμός ανάπτυξης της και φυσικά οι ιδιομορφίες του κλάδου της. Ενδεικτικά, οι μέσοι λόγοι δανειακής επιβάρυνσης (μακροπρόθεσμα συν βραχυπρόθεσμα δάνεια) με βάση τη λογιστική και χρηματιστηριακή αξία επιχειρήσεων ήταν αντίστοιχα για το 1991: ΗΠΑ 33% και 23%, Ιαπωνία 37% και 17%, Γερμανία 18% και 15%, Γαλλία 34% και 28% (σημειώνεται ότι είναι σκόπιμο να βλέπει κανείς το λόγο αυτό μέσα από τη χρηματιστηριακή παρά τη λογιστική αξία μιας επιχείρησης). Σχετικές έρευνες στις ΗΠΑ έχουν δείξει ότι ο πιο συνήθης στόχος δανειακής επιβάρυνσης είναι 26-30%.

Κλείνοντας, οι αποφάσεις σχετικά με τη διάρθρωση κεφαλαίων είναι από τις πλέον σημαντικές στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ της σύγχρονης επιχείρησης και δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι η διάρθρωση κεφαλαίων επηρεάζει τον κίνδυνο της επιχείρησης, και κατά συνέπεια την τιμή της μετοχής και την αξία της επιχείρησης. Αλλά ας μην ξεχνάμε ένα άλλο πολύ σημαντικό σημείο: η επίδραση αυτή στην αξία της επιχείρησης είναι σχετικά μικρή σε σχέση με την επίδραση αποφάσεων λειτουργικών, δηλ. πώς η επιχείρηση βρίσκει νέες αγορές, αναπτύσσει νέα προϊόντα και υπηρεσίες, και τα παράγει και τα διαθέτει αποδοτικά.”¹

2.2 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) είναι ο συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Δεν πρέπει να συγχέεται με την χρηματοοικονομική διάρθρωση που αφορά τον συνδυασμό των ξένων (δηλαδή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της.

Χρηματοδότηση μέσω μετοχικού (equity) και δανειακού (debt) κεφαλαίου:

1. Οι χρηματοροές των περιουσιακών στοιχείων μοιράζονται ανάμεσα στους μετόχους και τους ομολογιούχους-δανειστές.

¹ Ζ. Βογιατζής για το bluewavemag: <http://www.bluewavemag.com/blueart30.htm>(μια συντομότερη παραλλαγή του άρθρου αυτού δημοσιεύτηκε στον Οικονομικό Ταχυδρόμο της 22.7.1999)

2. Η αξία της εταιρίας δίνεται από το άθροισμα της αξίας του μετοχικού και του δανειακού κεφαλαίου.

3. Το συνολικό κόστος κεφαλαίου για μια εταιρία δίνεται από μια μέση στάθμιση του κόστους δανειακού και μετοχικού κεφαλαίου.

Ποια η επίδραση λοιπόν της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στο (συνολικό) μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και στην αξία της εταιρίας; Κατά την παραδοσιακή προσέγγιση, λόγω της διαφοράς ανάμεσα στο κόστος δανεισμού και στο κόστος χρηματοδότησης με μετοχές (απαιτούμενη απόδοση των μετόχων), η αντικατάσταση του «ακριβού» μετοχικού κεφαλαίου με «φθηνό δανειακό κεφάλαιο» οδηγεί στην μείωση του συνολικού κόστους κεφαλαίου και στην αύξηση της αξίας της εταιρίας. Όταν αυξάνονται οι υποχρεώσεις της επιχείρησης, όταν δηλ. αυξάνονται τα ξένα κεφάλαια εις βάρος των ιδίων, εφαρμόζεται στο συνολικό κόστος κεφαλαίου μια επίδραση ως μοχλός που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωσή του. Αυτή η επίδραση ονομάζεται χρηματοοικονομική μόχλευση (Financial Leverage Effect) και μπορεί να έχει τόσο θετική όσο και αρνητική επίπτωση στο μέσο κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, η αύξηση του χρέους δημιουργεί υποχρεώσεις για την εταιρία, και η αδυναμία να ανταποκριθεί σε αυτές θα οδηγήσουν σε πτώχευση. Μετά από κάποιο σημείο δηλαδή, η αύξηση της μόχλευσης οδηγεί σε αύξηση του κόστους μετοχικού κεφαλαίου (απαιτούμενη απόδοση μετόχων), του κόστους δανεισμού (απαιτούμενη απόδοση ομολογιούχων), και άρα στο WACC, καθώς και σε μείωση της αξίας της εταιρίας. Σε κάθε επιχείρηση υπάρχει ένας βέλτιστος αριθμοδείκτης μόχλευσης ξένων προς ίδια κεφάλαια (optimal capital structure), ο οποίος βρίσκεται στο ελάχιστο του μέσου κόστους κεφαλαίου.

Από την άλλη, σύμφωνα με την ανάλυση των Modigliani-Miller, οι οποίοι αντιτάχθηκαν στην παραδοσιακή θέση που ορίζει πως το κόστος κεφαλαίου εξαρτάται από ένα λόγο ξένων προς ίδια κεφάλαια. Η αξία των επιχειρήσεων δεν εξαρτάται από την κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν είναι τίποτα άλλο από επιμερισμός των κερδών της επιχείρησης προς διάφορα τρίτα μέρη. Η κεφαλαιακή διάρθρωση και κατ' επέκταση ο αριθμοδείκτης μόχλευσης λ δεν σχετίζεται με την αξία που έχουν τα κεφάλαια της εταιρίας.²

²Δ. Καινούριος, 2008 διάλεξη 5.

2.3 Θεώρημα «Modigliani-Miller»

Το 1958 ο Modigliani και Miller με το θεώρημα «Modigliani-Miller» απέδειξαν ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου και η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, δεν επηρεάζονται από τη σύνθεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της. Οι επιχειρήσεις δεν έχουν λόγο να χρησιμοποιούν δανεικά κεφάλαια. Το θεώρημα αυτό αποτελεί την βάση της σύγχρονης σκέψης σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση, αν και γενικά θεωρείται ως ένα καθαρά θεωρητικό αποτέλεσμα, δεδομένου ότι αποβάλλει πολλούς σημαντικούς παράγοντες για την απόφαση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Το θεώρημα δηλαδή υποστηρίζει ότι, σε μια τέλεια αγορά, το πόσο μια επιχείρηση χρηματοδοτείται είναι άσχετο με την αξία της. Σύμφωνα με την προσέγγιση των MM, η αύξηση της χρησιμοποίησης δανεικών κεφαλαίων οδηγεί στην αύξηση των κερδών και των μερισμάτων ανά μετοχή (μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης). Η αύξηση όμως αυτή αντισταθμίζεται πλήρως από την αύξηση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση του τελευταίου οφείλεται στην αύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, ο οποίος προέρχεται από την αύξηση των δανεικών κεφαλαίων. Η ανάλυση αυτή μπορεί στη συνέχεια να επεκταθεί και να εξετάσουμε εάν υπάρχει όντως μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση: εκείνη που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.⁴

2.3.1 Υποθέσεις Θεωρήματος «Modigliani-Miller»

Το υπόδειγμα βέβαια στηρίζεται στον όρο της «τέλειας αγοράς» στην οποία ισχύουν αρκετές περιοριστικές υποθέσεις:

- Δεν υπάρχουν φόροι εισοδήματος ιδιωτών ή επιχειρήσεων.
- Οι επιχειρήσεις με τον ίδιο βαθμό κινδύνου ανήκουν σε μια κατηγορία ομογενούς κινδύνου (homogeneous risk class).
- Το σχετικά χαμηλό κόστος δανειακών κεφαλαίων σε μια αγορά απορρέει από την χαμηλή έκθεση στον κίνδυνο.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν ίδιες εκτιμήσεις σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη προ φόρων της κάθε επιχείρησης. Οι επενδυτικές προσδοκίες είναι ομογενείς

(homogeneous expectations) όσον αφορά με τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων και τον κίνδυνο των κερδών αυτών.

- Όλες οι ταμιακές ροές των επιχειρήσεων είναι διηνεκείς. Αυτό σημαίνει ότι όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν μηδενικό ρυθμό μεγέθυνσης. Άρα όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν ότι τα κέρδη τους πριν από τόκους και φόρους θα είναι σταθερά, όλα τα κέρδη θα διανέμονται στους μετόχους, και οι ομολογίες τους θα είναι διηνεκείς.
- Οι μετοχές και οι ομολογίες διαπραγματεύονται σε τέλειες κεφαλαιαγορές (perfect capital markets). Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι α) υπάρχει κοινό επιτόκιο για τα δάνεια των επιχειρήσεων και επενδυτών, β) δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών ή άλλα εμπόδια στην ελεύθερη ροή πληροφοριών, και γ) δεν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs) και κόστη που συνδέονται με χρηματοοικονομικές δυσχέρειες (financial distress).
- Το κόστος δανεισμού τους ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο δε μεταβάλλεται με την αύξηση του δανεισμού, διότι ο δανεισμός των επενδυτών και των επιχειρήσεων δεν ενέχει κίνδυνο (riskless). *Υπάρχει περισσότερος κίνδυνος από τους μετόχους, καθώς αυξάνεται η μόχλευση. Εάν αυξάνεται ο κίνδυνος του μετοχικού κεφαλαίου τότε θα αυξηθεί και η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Έτσι, το μικρότερο κόστος δανειακού κεφαλαίου θα αντισταθμιστεί από το αυξημένο κόστος μετοχικού κεφαλαίου, καθώς αυξάνεται η μόχλευση στην εταιρία.*²

2.3.2 Θεώρημα 1 Modigliani-Miller: Η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή διάρθρωσή της.

$$VU = VG = SG + BG$$

VU : αξία εταιρίας χωρίς μόχλευση

VG : αξία εταιρίας με μόχλευση

SG : αξία δανειακού κεφαλαίου

BG : αξία μετοχικού κεφαλαίου

2.3.3 Θεώρημα 2 Modigliani-Miller :Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης (k_e) είναι μια γραμμική συνάρτηση του αριθμοδείκτη μόχλευσης ξένων προς ίδια κεφάλαια λ .

$$k_e = k_U + (k_U - k_i) BG/SG$$

k_U : κόστος μετοχικού κεφαλαίου (χωρίς χρέος)($k_U - k_i$): πριμ κινδύνου των μετόχων για τον αυξημένο κίνδυνο που φέρουν όταν αυξάνεται το λ Το WACC της μοχλευμένης εταιρίας είναι ίσο με το κόστος του μετοχικού της κεφαλαίου εάν δεν χρησιμοποιεί καθόλου χρέος (k_U).²

2.4Η Διοίκηση της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

2.4.1Κεφαλαιακή διάρθρωση και επιχειρηματικοί φόροι

Η Διοίκηση της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης είναι η εύρεση ενός συνδυασμού των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (μακροπρόθεσμα δάνεια, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές) ο οποίος να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης. Αυτό επιτυγχάνεται με την ελαχιστοποίηση του συνολικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Ο συνδυασμός αυτός ονομάζεται άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση (optimal capital structure).

Ο τόκος για το δάνειο που συνάπτει μια εταιρία εκπίπτει της φορολογίας. Έτσι μια μοχλευμένη εταιρία πληρώνει λιγότερους φόρους από μια παρόμοια εταιρία που χρηματοδοτείται μόνο με μετοχές. Φορολογική ασπίδα πληρωμών τόκων: Ετήσια φορολογική εξοικονόμηση= $t_c (k_i BG)$

t_c : επιχειρηματικός φορολογικός συντελεστής

$$VG = VU + t_c BG$$

Αξία μοχλευμένης εταιρίας =Αξία εταιρίας χωρίς μόχλευση + Παρούσα αξία φορολογικής εξοικονόμησης

Παρούσα αξία φορολογικής εξοικονόμησης : $t_c (k_i BG) 1/ k_i$

k_i : ελάχιστη απόδοση που αποδέχονται οι ομολογιούχοι Άρα, μια κεφαλαιακή διάρθρωση με 100% χρέος μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.

2.4.2 Κόστη Πτώχευσης στην Κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ο σπουδαιότερος παράγοντας για περιορισμένη χρήση χρέους από εταιρίες. Η χρηματοοικονομική ασφυξία παρουσιάζεται όταν μια επιχείρηση αδυνατεί να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της ή συναντά σημαντικές δυσκολίες εκπλήρωσης τους. Η πιθανότητα χρεοκοπίας απομακρύνει πελάτες, προμηθευτές, εργαζόμενους και πιστωτές από την επιχείρηση και συνεπώς επηρεάζει αρνητικά την λειτουργική αποδοτικότητα. Κάτω από τις δυσμενείς αυτές συνθήκες, μια επιχείρηση μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και στην πτώχευση (bankruptcy).

Πτώχευση: όταν η αξία της εταιρίας πέσει κάτω από την αξία των υποχρεώσεών της.

Κατηγοριοποίηση :Κόστη πτώχευσης ή έξοδα χρεοκοπίας ,Άμεσα κόσστη(προμήθειες για λογιστικές, ελεγκτικές, νομικές και διοικητικές υπηρεσίες),Έμμεσα κόσστη(μείωση πελατείας, έξοδος υπαλλήλων, συγκρούσεις μεταξύ πιστωτών και διοίκησης-πιστωτών).

Τα κόσστη πτώχευσης επιβαρύνουν τους ομολογιούχους ex-post, και τους μετόχους ex-ante. Η αναγνώριση του ρόλου των εξόδων χρεοκοπίας οδηγεί σε μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή (χαμηλότερο δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια) όπου τα φορολογικά πλεονεκτήματα του χρέους αντισταθμίζονται από την αναμενόμενη αξία των εξόδων χρεοκοπίας.

Αναμενόμενη αξία εξόδων χρεοκοπίας =Κόστος πτώχευσης (BC) X Πιθανότητα εμφάνισης πτώχευσης X Συντελεστής Παρούσας αξίας =E [PV(BC)]

Αξία μοχλευμένης εταιρίας =VG = VU + tc BG - E [PV(BC)]²

Το κόστος της χρηματοοικονομικής ασφυξίας εξαρτάται από την πιθανότητα της παρουσίας της, καθώς και από την σχέση μεταξύ των πιστωτών και της επιχείρησης, μια σχέση η οποία διαφέρει μεταξύ χωρών ανάλογα με τα καθιερωμένα τραπεζικά δρώμενα και τους νόμους περί πτωχεύσεων.

Τα κόσστη πτώχευσης μπορούν να εξηγήσουν τις διαφορές στην κεφαλαιακή δομή από κλάδο σε κλάδο. Η πτώχευση είναι πιο πιθανό να εμφανιστεί σε κλάδους όπου οι αξίες των εταιριών είναι ευμετάβλητες (άρα λιγότερη μόχλευση).

Την μεγαλύτερη δυνατότητα διατήρησης υψηλού βαθμού χρηματοοικονομικής μόχλευσης την έχουν οι μεγάλες, έντασης κεφαλαίου επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη είναι σε μεγάλο βαθμό προβλέψιμα. Οι επιχειρήσεις με άυλα περιουσιακά στοιχεία (intangible assets), όπως φήμη, ανθρώπινο κεφάλαιο, προνόμια ευρεσιτεχνίας, δεν μπορούν να διατηρήσουν μια υψηλότερου βαθμού χρηματοοικονομική μόχλευση από ότι οι επιχειρήσεις με υλικά (tangible) περιουσιακά στοιχεία. Αντίθετα, στις επιχειρήσεις με υλικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη «ασφάλεια» και μικρότερη πιθανότητα απώλειας λόγω της χρηματοοικονομικής ασφυξίας, φαίνεται ότι τα φορολογικά οφέλη από τον υψηλό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης αρκούν για να αντισταθμίσουν τους κινδύνους που δημιουργούνται. Αυτές οι επιχειρήσεις τείνουν να χαρακτηρίζονται από μία υψηλού βαθμού μόχλευση και μια αποτελεσματική από φορολογική σκοπιά κεφαλαιακή διάρθρωση.⁷

2.4.3 Κόστη Αντιπροσώπευσης και αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης

Σε μια επιχείρηση υπάρχουν πολλές ομάδες τα συμφέροντα των οποίων εξαρτώνται από αυτήν. Η διαφορά συμφερόντων ανάμεσα στις ενδιαφερόμενες ομάδες ονομάζεται κόστος αντιπροσώπευσης. Οι δύο πιο σημαντικές σχέσεις αντιπροσώπευσης είναι μεταξύ μετόχων και δανειστών, καθώς και μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Οι μέτοχοι συνήθως επιδιώκουν την αύξηση της αξίας της επιχείρησης, αποδεχόμενοι τον επιπλέον κίνδυνο που αυτή συνεπάγεται. Αντίθετα, οι δανειστές ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την αποπληρωμή των απαιτήσεών τους, την οποία εγγυάται η ασφάλεια της επιχείρησης. Επιπλέον, οι μέτοχοι έχουν συμφέρον να εισπράττουν το μεγαλύτερο δυνατό μέρος, έτσι ώστε ακόμα και σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων της εταιρίας να έχουν ήδη πάρει κάποια αμοιβή. Η πληρωμή μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης ενώ η αύξηση του μερίσματος, συνεπάγεται αύξηση της μόχλευσης και κατά συνέπεια του κινδύνου της επιχείρησης, μειώνοντας την αξία των υποχρεώσεων προς τους δανειστές. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι πολλές φορές έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα με τη διοίκηση της επιχείρησης. Η διαμάχη αυτή προέρχεται από το γεγονός ότι οι διοικούντες την εταιρεία δεν έχουν, τις περισσότερες φορές, μερίδιο στην εταιρία, όμως οι αποφάσεις τους την επηρεάζουν άμεσα. Ο έλεγχος των αποφάσεών τους είναι δύσκολος, καθώς η διοίκηση συχνά δεν αποκαλύπτει τις πληροφορίες που διαθέτει, ενώ οι αποφάσεις της μπορεί να έχουν κίνητρα τα οποία αντικρούονται με τα

συμφέροντα των μετόχων. Τέλος, κάτω από κανονικές συνθήκες οι διοικούντες αποφεύγουν να εκθέτουν την επιχείρηση σε κίνδυνο έτσι ώστε να μην διακινδυνεύουν τη θέση και τις αμοιβές τους. Τις παραπάνω διαμάχες συμφερόντων έρχονται να απαλείψουν τα μερίσματα.

Σύμφωνα με τους Easterbrook (1984) και Jensen (1986), τα μερίσματα βοηθούν στον έλεγχο της διοίκησης των επιχειρήσεων και μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης ανάμεσα στη διοίκηση και τους μετόχους με δύο τρόπους. Πρώτον, η διοίκηση των εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα αναγκάζονται συχνότερα να καταφύγουν στην εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς να υποστούν τον έλεγχο από επαγγελματίες που θα έχουν πλέον συμφέροντα στην επιχείρηση, όπως συμβούλους τραπεζών, δικηγόρους, ορκωτούς λογιστές. Όλοι οι παραπάνω έχουν την κατάρτιση, την πληροφόρηση και τον χρόνο να ελέγχουν την ορθότητα των αποφάσεων της διοίκησης που πιθανώς δε διαθέτουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η παρακολούθηση και έλεγχος της διοίκησης ώστε να λαμβάνει τις αποφάσεις που είναι προς το συμφερόντων μετόχων της. Επιπλέον, τα μερίσματα αυξάνουν τη μόχλευση της εταιρίας καθώς μειώνουν την αξία του κεφαλαίου της εταιρείας, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο αλλά και την αναμενόμενη της απόδοση. Το τελευταίο δε μπορεί να επιτευχθεί διαφορετικά καθώς οι διοικούντες την επιχείρηση δεν έχουν διαφοροποίηση του κινδύνου τους, ο οποίος είναι στενά συνδεδεμένος με το μέλλον της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό είναι διστακτικοί στην επιλογή επενδύσεων με οποιοδήποτε ρίσκο και περιορίζουν την αύξηση της απόδοσης της εταιρείας σε επίπεδα χαμηλότερα του βέλτιστου. Τέλος, τα μερίσματα μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης καθώς περιορίζουν τα ρευστά διαθέσιμα της εταιρείας. Η διοίκηση με περιορισμένους πόρους δεν έχει πλέον τη δυνατότητα της σπατάλης σε έξοδα πολυτελείας για τα μέλη της διοίκησης, τα οποία είναι προφανώς αντιπαραγωγικά.³

Γενικότερα θα λέγαμε ότι το κόστος αντιπροσώπευσης αφορά τις απώλειες που μπορεί να αντιμετωπίσει μια επιχείρηση εξαιτίας των συγκρουόμενων επιδιώξεων των φορέων της, και συνδέεται άμεσα με την σύναψη χρέους ως μηχανισμού εξομάλυνσης των διαφορετικών αντιλήψεων και συμφερόντων.

³Γραντάς Νικόλαος σελ.11-16

Η διεθνής βιβλιογραφία και αρθρογραφία εξηγεί πως το χρέος είναι απαραίτητο σαν μηχανισμός εξισορρόπησης των αντιτιθεμένων συμφερόντων που υπάρχουν ανάμεσα σε μετόχους - διευθυντικά στελέχη, μικρομετόχους - μεγαλομετόχους και μετόχους - πιστωτές. Όσο μεγαλύτερο παρατηρείται το χάσμα ανάμεσα στις επιδιώξεις των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων ή και ανάμεσα στους μετόχους και στα διευθυντικά στελέχη, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό χρέους της επιχείρησης. Επίσης, όσο ευκολότερα ελέγχονται οι δραστηριότητες της επιχείρησης από τους πιστωτές, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό χρέους. Χαρακτηριστικό γνώρισμα της σύγχρονης επιχείρησης είναι ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από την διοίκηση.

2.4.4 Πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent problem)

Επειδή τα διευθυντικά στελέχη (εντολοδόχοι) μπορεί να έχουν διαφορετικές επιδιώξεις από τους εντολείς, η επιχείρηση πρέπει να θεσπίσει και να σχεδιάσει μηχανισμούς που να περιορίζουν τις διαφορές αυτές. Οι μηχανισμοί αυτοί περιλαμβάνουν συστήματα κινήτρων και ελέγχου των δραστηριοτήτων και των αποφάσεων των διευθυντικών στελεχών. Το κόστος του σχεδιασμού, εφαρμογής και διατήρησης αυτών των μηχανισμών, καθώς επίσης και οι απώλειες και ζημιές της επιχείρησης από την αδυναμία πλήρους σύγκλισης των επιδιώξεων των διαφορετικών φορέων της αποτελούν το λεγόμενο κόστος αντιπροσώπευσης.²

2.4.5 Κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης (agency cost of external equity):

Σπατάλη οικονομικών πόρων από διευθυντικά στελέχη για μη αναγκαίες διοικητικές δαπάνες και για δραστηριότητες που δεν μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης, αποδοχή από τα διευθυντικά στελέχη επενδυτικών σχεδίων μικρής ή ακόμα και αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας και την απόρριψη επικερδών σχεδίων. Έλλειψη κινήτρων των διευθυντικών στελεχών να αφιερώσουν σημαντικό χρόνο για δημιουργικές δραστηριότητες, όπως την έρευνα για νέα επικερδή σχέδια.²

2.4.6 Κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους (agency cost of debt):

(1) το κόστος ευκαιρίας που χάνεται από τους πιστωτές εξαιτίας της επίδρασης του χρέους στις επενδυτικές αποφάσεις της εταιρίας,

(2) τις δαπάνες ελέγχου και θέσπισης ρητρών (covenants) από τους κατόχους ομολογιών και τους διευθυντές των επιχειρήσεων (monitoring and bonding expenditures), και (3) τα κόστη πτώχευσης και ανασυγκρότησης (bankruptcy and reorganization costs). Το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους είναι πιθανόν να αυξάνεται με την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε ένα χαμηλότερο δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια.

$$\text{Αξία μοχλευμένης εταιρίας} = VG = VU + t_c BG - E [PV(BC)] - PV(AC)$$

Ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης είναι το σημείο εξισορρόπησης του κόστους αντιπροσώπευσης που αφορά την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης που συνδέεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Η μείωση του πρώτου κόστους σε σχέση με το δεύτερο οδηγεί σε μείωση της δανειακής επιβάρυνσης και αντιστρόφως. Αν το κόστος αντιπροσώπευσης της μετοχικής σύνθεσης κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, όπως μπορεί να συμβαίνει σε περιπτώσεις επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών, τότε η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να προκύψει σαν μια αντισταθμιστική σχέση (trade-off) μεταξύ της φορολογικής προστασίας που παρέχεται από το επιπρόσθετο χρέος και του κόστους αντιπροσώπευσής του.²

2.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σήμανση

Στην πράξη μπορεί να υπάρχει ατελής πληροφόρηση (asymmetric information). Αυτό σημαίνει ότι κάτω από τέτοιες συνθήκες οι εκδότες νέων τίτλων είναι πιθανόν να κατέχουν περισσότερη πληροφόρηση για την πορεία μιας επιχείρησης από όση κατέχει το ευρύ επενδυτικό κοινό, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να διστάζουν να προβούν σε αγορές των νέων μετοχών της. Σ' αυτήν ακριβώς την ατελή πληροφόρηση στηρίζεται και η θεωρία σήμανσης (Ross 1977), σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί την κεφαλαιακή διάρθρωση σαν μηχανισμό αποκάλυψης στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό της πραγματικής της αξίας. Οι χρηματοοικονομικοί διευθυντές μπορεί να επιλέξουν την χρησιμοποίηση των

χρηματοοικονομικών τους αποφάσεων για να μεταφέρουν πληροφορίες στην αγορά. Ενδεχόμενες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελούν ένα μέσο σήμανσης προς την αγορά σχετικά με την πορεία της επιχείρησης και την διαμορφούμενη αξία της. Οι ανακοινώσεις αύξησης του χρέους συνοδεύονται με αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, ενώ μειώσεις συνοδεύονται με μείωση της τιμής. Οι αυξήσεις μερίσματος συνοδεύονται συνήθως από αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, οι δε μειώσεις από μείωση της τιμής.

Ross (1977): *Οι χρηματοοικονομικοί διευθυντές, σαν εσωτερικοί (insiders) παράγοντες της επιχείρησης που διαθέτουν μονοπωλιακή πρόσβαση στην πληροφόρηση σχετικά με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της, θα διαλέξουν να αποκαλύψουν συγκεκριμένα σήματα για το μέλλον της εταιρίας αν έχουν το κατάλληλο κίνητρο για να το πραγματοποιήσουν.*

Ross (1977): *Η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους διευθυντές για να αποκαλύψουν μια αισιόδοξη εικόνα για το μέλλον της επιχείρησης.*

Αντίθετα, κατά τον Myers οι επιχειρήσεις αρχικά χρησιμοποιούν παρακρατηθέντα κέρδη. Όταν εξαντληθούν τα κέρδη αυτά χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια, και όταν εξαντλήσουν την δανειοληπτική τους ικανότητα τότε προβαίνουν στην έκδοση μετοχικού κεφαλαίου.⁴

2.6 Μερισματική πολιτική (Dividend Policy)

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. Πιο συγκεκριμένα εστιάζει στην απόφαση που καλείται να πάρει μια επιχείρηση ανάμεσα στο να διανείμει τα κέρδη ως μέρισμα (Dividend) στους μετόχους της, να τα παρακρατήσει για να χρηματοδοτήσει επενδυτικά σχέδια ή να προβεί σε συνδυασμό των δυο παραπάνω στρατηγικών. Πρακτικά οι αποφάσεις αυτές καθορίζουν το βαθμό

⁴Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων, Μ. Ξανθάκης – Χ.Αλεξάκης, Εκδόσεις: ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε. (2007)

της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Επιπλέον η Μερισματική Πολιτική παρέχει σημαντική πληροφόρηση στους μετόχους σχετικά με τις επιδόσεις και την πορεία της εταιρίας. Οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη Μερισματική Πολιτική λαμβάνονται παράλληλα με τις αποφάσεις που αφορούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και 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 περάσει το στάδιο της ανάπτυξης και δε χρειάζεται να επανεπενδύουν συνεχώς τα κέρδη τους, οπότε επιλέγουν την εναλλακτική της πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους τους σε αντίθεση με τις εταιρίες υψηλής ανάπτυξης που προβαίνουν σε επανεπένδυση των κερδών τους με σκοπό τη διατήρηση της ανάπτυξης αυτής.⁵

2.6.1 Μηχανισμός πληρωμής μερίσματος

Το διοικητικό συμβούλιο (ΔΣ) είναι αυτό το οποίο είναι υπεύθυνο για την απόφαση της πληρωμής ή όχι μερίσματος και την οποία εισηγείται στη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Από τη στιγμή που έχει ανακοινωθεί μια τέτοια απόφαση αποτελεί υποχρέωση της εταιρίας και δύσκολα ανακαλείται. Το ποσό του μερίσματος εκφράζεται ως € ανά μετοχή (μέρισμα ανά μετοχή), ως ποσοστό της αγοραίας τιμής (Dividend Yield), ή ως ένα ποσοστό των κερδών ανά μετοχή (Payment Ratio). Για παράδειγμα, στις 1 Ιανουαρίου το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει την πληρωμή μερίσματος του €1 ανά μετοχή στις 2 Φεβρουαρίου, σε όλους όσους κατέχουν μετοχές στις 30 Ιανουαρίου. Στις 30 Ιανουαρίου η εταιρία προετοιμάζει έναν κατάλογο όλων όσων αποτελούν μετόχους της εταιρίας εκείνη την ημέρα. Το μέρισμα δεν θα δοθεί σε άτομα των οποίων η μετοχική θέση στην εταιρία λαμβάνεται μετά τις 30 Ιανουαρίου. Επίσης, δίνεται η δυνατότητα σε μετόχους να λάβουν μέρισμα αν αγοράσουν τη μετοχή τρεις εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία καταχώρισης. Η δεύτερη ημέρα πριν την ημερομηνία καταχώρισης (28 Ιανουαρίου) καλείται ημέρα προ-μερίσματος (διαπραγμάτευση μετοχής μετά μερίσματος). Η ημέρα προ-μερίσματος είναι σημαντική, καθώς το άτομο το οποίο θα αγοράσει την μετοχή πριν από αυτή την ημέρα θα λάβει το τρέχον μέρισμα. Η τιμή της μετοχής θα πρέπει να μειωθεί την

⁵Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Θεωρία & Πράξη, Δ. Βασιλείου – Ν. Ηρειώτης, (2008)

ημέρα αυτή. Αυτή η πτώση αποτελεί ένδειξη αποτελεσματικότητας και όχι αναποτελεσματικότητας, καθώς η αγορά λογικά προσδίδει αξία στο μέρισμα υπό τη μορφή μετρητών. Σε έναν κόσμο χωρίς φόρους και μεταβιβαστικά κόστη, η τιμή της μετοχής θα αναμενόταν να μειωθεί όσο και το ποσό του μερίσματος. Η επόμενη ημέρα μετά την ημερομηνία καταχώρισης, καλείται μετά -μερίσματος ημέρα. Μετά την ημερομηνία αυτή η μετοχή λέγεται ότι διαπραγματεύεται χωρίς το δικαίωμα μερίσματος.

Η τιμή της μετοχής θα πέσει κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα προ-μερίσματος (χρόνος 0). Αν το μέρισμα είναι €1 ανά μετοχή, η τιμή θα είναι ίση με P κατά τον χρόνο 0.

Προηγούμενη ημέρα (-1) Τιμή = €(P+1)

Την ίδια ημέρα (0) Τιμή = €P

Συνεπώς, οι μέτοχοι οφείλουν να αποφασίσουν είτε(α) να αγοράσουν άμεσα την μετοχή και να πληρώσουν φόρο στο επερχόμενο μέρισμα ή (β) να αγοράσουν την επομένη την μετοχή, χάνοντας έτσι το μέρισμα, αλλά αγοράζοντας πιθανώς την μετοχή σε χαμηλότερη τιμή.⁵

2.6.2 Θεωρίες μερισματικής πολιτικής

Υπάρχουν τρεις θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να εξετάσουν την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στις προτιμήσεις των επενδυτών και επομένως στην αξία της εταιρίας.



☒ Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής⁶

2.6.3 Η θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory)

Όπως μαρτυρά και ο τίτλος της συγκεκριμένης θεωρίας, οι Merton Miller & Franco Modigliani σύμφωνα με το ομότιτλο θεώρημά τους ισχυρίζονται πως δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στη μερισματική πολιτική και την τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης. Υποστηρίζουν πως οι επενδυτές που κατέχουν κάποιες μετοχές δεν ενδιαφέρονται για τη μορφή και την προέλευση αλλά για το συνολικό ύψος της απόδοσης που λαμβάνουν από αυτές. Άλλωστε η πώληση μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε μετρητά όταν αυτό κριθεί επιθυμητό. Επομένως η εν λόγω θεωρία δεν τάσσεται υπέρ κάποιας συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής την οποία να ξεχωρίζει ως άριστη. Πρέπει να γίνει απόλυτα σαφές πως τα παραπάνω βασίζονται στην υπόθεση της μη ρεαλιστικής «τέλειας αγοράς» που συνοπτικά υπονοεί τη μη ύπαρξη:

- Φόρων εισοδήματος ιδιωτών και επιχειρήσεων
- Κόστους έκδοσης και διάθεσης μετοχών, κόστους συναλλαγών και κόστους μεταβίβασης.
- Προτίμησης μεταξύ εισοδήματος από μερίσματα και εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου από πλευράς των επενδυτών.

⁶ "Πολιτική μερισμάτων: βασική στο χρηματοοικονομικό μανάτζμεντ της επιχείρησης", bluewavemag.com, 19-02-2011

- Εξάρτησης μεταξύ επενδυτικής και μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης
- Ασύμμετρης πληροφόρησης

Ο μη ρεαλιστικός χαρακτήρας της υπόθεσης αυτής εκτός του ότι έχει προκαλέσει αντικρουόμενες απόψεις για τη θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερισίματος καθιστά την προσέγγιση αυτή θεωρητική.⁶

2.6.4. Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand-Theory)

Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» βασίζεται κατά κύριο λόγο στις εργασίες του M. Gordon (1963) και του J. Lintner (1962). Η συγκεκριμένη θεωρία 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. Οι Miller και Modigliani εναντιώθηκαν στην άποψη αυτή γι' αυτό και την ονόμασαν «πλάνη του καλύτερα πέντε και στο χέρι» (bird-in-the-hand-theory fallacy).⁶

2.6.5 Η θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης

Η θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης προέρχεται κυρίως από τους R. H. Litzenger & του K. Ramaswamy ("The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices © 1971"). Η εν λόγω θεωρία υπογραμμίζει την προτίμηση των επενδυτών προς το μελλοντικό εισόδημα που προέρχεται από την επανεπένδυση των κερδών έναντι του τρέχοντος εισοδήματος από τα μερίσματα. Η διαπίστωση αυτή στηρίζεται στη διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ των δύο που κλίνει υπέρ των κεφαλαιακών κερδών αλλά και στη δυνατότητα που έχει ένας επενδυτής να αναβάλει την πληρωμή του φόρου μέχρις ότου πουλήσει τις μετοχές του. Όταν

συμβεί αυτό σε μελλοντικό χρόνο δηλαδή θα αποκτήσει κέρδη κεφαλαίου για τα οποία σαφώς και θα φορολογηθεί, λαμβάνοντας όμως υπόψη τη χρονική αξία του χρήματος γίνεται φανερό πως το αποτέλεσμα θα είναι και πάλι ευνοϊκότερο. Έτσι προτείνεται η εφαρμογή μιας πολιτικής χαμηλών μερισμάτων για την επίτευξη της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής που επιθυμούν οι επιχειρήσεις.⁶

2.7 Θεωρία Αντιστάθμισης(Tradeoff theory)

Η θεωρία αυτή, προσπάθησε όπως και οι προηγούμενες (πλην αυτής των Modigliani και Miller) να αντιμετωπίσει τις ατέλειες της αγοράς, χρησιμοποιώντας την χρηματοοικονομική μόχλευση, μη ενστερνιζόμενη την υπόθεση της τέλει αγοράς. Αν ερευνήσουμε την βιβλιογραφική ανασκόπηση της θεωρίας της αντιστάθμισης σε σημαντικές έρευνες στο πέρασμα των δεκαετιών. Σημαντική όμως θεωρούμε παράλληλα και τη σύγκριση αυτής με την θεωρία της ταξινόμησης και επιλογής (pecking order theory) κατά τη διάρκεια της βιβλιογραφικής ανασκόπησης αυτής. Η αρχική μορφή της θεωρίας της αντιστάθμισης προέκυψε από την σύγκρουση της με την θεωρία των Modigliani και Miller. Όταν ο εταιρικός φόρος εισοδήματος προστέθηκε στην αρχική μη σχετική πρόταση, αυτό δημιούργησε ένα πλεονέκτημα χρέους, ώστε να προστατευθούν τα κέρδη από τους φόρους και αφού η αντικειμενική λειτουργία της επιχείρησης είναι γραμμική και δεν υπάρχει συμψηφισμός του κόστους του χρέους, υπάρχει 100% χρηματοδότηση του χρέους.

Η θεωρία της αντιστάθμισης αναπτύχθηκε όμως κατά κύριο λόγο από τους Kraus και Litzenberger το 1973. Οι Kraus και Litzenberger, επισημαίνουν ότι υπάρχει ένα πλεονέκτημα στην χρηματοδότηση του χρέους, δηλαδή τα φορολογικά πλεονεκτήματα του χρέους και ένα κόστος χρηματοδότησης του χρέους. Το οριακό όφελος από τις αυξήσεις του χρέους μειώνεται, όσο αυξάνεται το χρέος, ενώ το οριακό κόστος αυξάνεται, έτσι ώστε μια εταιρεία, η οποία βελτιστοποιεί την συνολική της αξία θα επικεντρωθεί στην αντιστάθμιση αυτή, όταν επιλεγεί τι ποσοστό χρέους και ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί στην χρηματοδότηση. Ο Miller (1977), θεωρεί ότι οι φόροι είναι υψηλοί και βέβαιοι, ενώ η πτώχευση σπάνια και έχει χαμηλό κόστος αδράνειας. Ως εκ τούτου πρότεινε ότι εάν η θεωρία αντιστάθμισης ήταν αληθινή, τότε οι εταιρείες θα έπρεπε να έχουν πολύ υψηλότερα επίπεδα χρέους από ότι βλέπουμε στην πραγματικότητα. Οι DeAngelo και Masulis (1980), προβλέπουν ότι οι επιχειρήσεις θα επιδιώξουν να διατηρήσουν μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση μέσω της εξισορρόπησης των ωφελειών και του κόστους του

χρέους. Τα οφέλη περιλαμβάνουν την φορολογική κάλυψη, ενώ το κόστος περιλαμβάνει κόστη οικονομικής δυσχέρειας.

Ο Myers (1984), θεωρεί ότι υπάρχει μια σύγκρουση ανάμεσα σε 2 προοπτικές για το εταιρικό χρέος, απ' όπου προκύπτουν οι 2 συγκρουόμενες θεωρίες (θεωρία αντιστάθμισης και θεωρία ταξινόμησης και επιλογής). Αποκαλεί την θεωρία αντιστάθμισης, ως την υπόθεση ότι οι εταιρίες εξισορροπούν της εξοικονόμηση φόρων από το χρέος και το νεκρό βάρος των εξόδων πτώχευσης. Ενώ αναφέρει ως θεωρία ταξινόμησης και επιλογής, την υπόθεση ότι λόγω δυσμενούς επιλογής, οι εταιρίες αναζητούν αρχικά εσωτερική χρηματοδότηση από τα κέρδη εις νέον, έπειτα όταν τελειώσουν στρέφονται στο χρέος και μόνο σε ακραίες περιπτώσεις αναζητούν χρηματοδότηση στα ίδια κεφάλαια. Σύμφωνα με τον Myers, μια εταιρία η οποία ακολουθεί τη θεωρία της αντιστάθμισης θέτει έναν δείκτη στόχο, ως προς την αξία του χρέους και σταδιακά κινείται προς αυτόν, ο οποίος προκύπτει από την εξισορρόπηση της φορολογικής κάλυψης του χρέους ενάντια στο κόστος πτώχευσης. Καθώς ο στόχος δεν είναι εμφανώς παρατηρήσιμος, η θεωρία της αντιστάθμισης από τον Myers, διασπάται σε 2 μέρη, στην στατική θεωρία αντιστάθμισης και στη δυναμική θεωρία. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι ακολουθεί την στατική θεωρία αντιστάθμισης, όταν η εταιρική μόχλευση καθορίζεται από μιας ενιαίας περιόδου αντιστάθμιση μεταξύ του φορολογικού πλεονεκτήματος του χρέους και του απόβαρου του κόστους χρεοκοπίας.

Οι Bradley, Jarrell και Kim (1984), προσφέρουν μια άριστη εμπειρική και θεωρητική βιβλιογραφία σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή και επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματα τους υποστηρίζουν τη θεωρία αντιστάθμισης. Οι Schwartz και Aronson (1967), στην έρευνα τους προβάλλουν αποδεικτικά στοιχεία ότι υπάρχουν ισχυρές επιδράσεις των βιομηχανιών στους δείκτες του χρέους, το οποίο εκλαμβάνουν ως ύπαρξη βέλτιστης αναλογίας. Οι Long και Malit (1985), δείχνουν ότι οι δείκτες μόχλευσης συσχετίζονται αρνητικά με τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, και ο Mackie-Mason (1991), εκθέτει αποδεικτικά στοιχεία ότι οι επιχειρήσεις με απώλεια φορολογικών εσόδων, είναι λιγότερο πιθανό να εκδίδουν χρέους. Αυτό προκύπτει άλλωστε και από τους Miller και Modigliani (1966), οι οποίοι εντόπισαν τα θετικά αποτελέσματα της φορολογικής κάλυψης των επιτοκίων στην αγοραία αξία των ηλεκτρικών υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

Η εταιρία ακολουθεί τη δυναμική θεωρία, όταν τα μοντέλα της αναγνωρίζουν τη σημαντικότητα του χρόνου και απαιτείται ο προσδιορισμός κάποιων πτυχών που

αγνοούνται σε μοντέλα ενιαίας περιόδου. Σε ένα δυναμικό μοντέλο, η σωστή απόφαση χρηματοδότησης συνήθως εξαρτάται από το περιθώριο χρηματοδότησης που η επιχείρηση αναμένει κατά την επόμενη περίοδο. Οι Graham και Harvey (2001), ανακαλύπτουν ότι το 81% των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν έναν δείκτη στόχο χρέους- ιδίων κεφαλαίων, όταν παίρνουν τις αποφάσεις τους σχετικά με το χρέος.

Ας παραθέσουμε τώρα μερικές αξιολογούμενες διαμορφωμένες απόψεις επιστημόνων που υπάρχουν στη βιβλιογραφία σχετικά με τις αντικρουόμενες θεωρίες της αντιστάθμισης και ταξινόμησης και επιλογής, ως προς την απόδοση τους στις επιχειρήσεις και τα συμπεράσματα που εξάγουν. Οι Shyam-Sunder και Myers (1999), βρίσκουν καλύτερη την θεωρία ταξινόμησης και επιλογής σε σχέση με αυτήν της αντιστάθμισης. Οι Hovakimian, Opler και Titman (2001), εξετάζουν την επιλογή των επιχειρήσεων για έκδοση ιδίων κεφαλαίων και χρέους και τονίζουν ότι η απόκλιση από τον στόχο μόχλευσης είναι σημαντικότερη στην εξαγορά απόφασης σε σχέση με την απόφαση έκδοσης τίτλων. Τα αποτελέσματα τους συνάδουν με την θεωρία ταξινόμησης και επιλογής βραχυχρόνια, όμως επιστρέφουν στον στόχο μόχλευσης (θεωρία αντιστάθμισης) μακροχρόνια. Οι Fama και French (2002), εντοπίζουν τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα και στις δύο θεωρίες. Οι Korajczyk και Levy (2003), θεωρούν ότι η απόκλιση από την κεφαλαιακή διάρθρωση στόχο, έχει σημαντικό ρόλο στην επιλογή των τίτλων που θα εκδώσει ή θα εξαγοράσει η επιχείρηση. Ο Hovakimian το 2003, εξετάζει το ρόλο του στόχου μόχλευσης (θεωρία αντιστάθμισης) στην έκδοση και εξαγορά τίτλων και διαπιστώνει ότι η μείωση του χρέους έχει ως στόχο να μειώσει την απόκλιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης στόχου, λαμβάνοντας υπόψη ότι η έκδοση χρέους και ιδίων κεφαλαίων ως και εξαγορά ιδίων κεφαλαίων δεν καθοδηγούνται απ' αυτό.

2.8 Βασικές Αρχές Θεωρίας Ταξινόμησης – Επιλογής κεφαλαίων(Pecking order theory)

Η Θεωρία ταξινόμησης - Επιλογής κεφαλαίων, στηρίζει την άποψη ότι υπάρχουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και αναμένει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και επιπέδου δανεισμού, δηλαδή η αύξηση της ρευστότητας λόγω κερδών μιας επιχείρησης χρησιμοποιείται για την κάλυψη του οικονομικού ελλείμματος. Τα τέσσερα βασικά στοιχεία της είναι:

1. Οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση.
2. Προσαρμόζουν τους στόχους της αναλογίας μερισμάτων προς καθαρά κέρδη στις επενδυτικές ευκαιρίες τους, ενώ προσπαθούν να αποφεύγουν απότομες μεταβολές των μερισμάτων.
3. Σταθερές πολιτικές μερίσματος, καθώς και απρόβλεπτες διακυμάνσεις αποδοτικότητας και επενδυτικών ευκαιριών, σημαίνει ότι οι εσωτερικά παραγόμενες ταμειακές ροές από την κερδοφορία είναι μικρότερες ή μεγαλύτερες από τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Αν είναι μεγαλύτερες, η επιχείρηση εξοφλεί το χρέος ή επενδύει σε εμπορεύσιμα χρεόγραφα. Αν είναι μικρότερη, η επιχείρηση χρησιμοποιεί το ταμειακό πλεόνασμα ή πουλάει εμπορεύσιμους τίτλους.
4. Εάν απαιτείται η εξωτερική χρηματοδότηση, οι επιχειρήσεις ξεκινούν με τον εξωτερικό δανεισμό, μετά με μετατρέψιμες ομολογίες και στο τέλος με την έκδοση νέων μετοχών. Όμως δεν υπάρχει καθορισμένη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων, διότι υφίστανται δύο είδη ιδίων κεφαλαίων, εσωτερικό και εξωτερικό. Το αρνητικό στοιχείο όμως είναι ότι η έκδοση μετοχών στέλνει σινιάλο στις χρηματαγορές ότι οι μετοχές είναι χαμηλής αξίας, άσχετα αν υπάρχει υποεκτίμηση ή υπερεκτίμηση τους από τις αγορές.

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Γίνετε εύκολα αντιληπτό ότι το κλειδί για την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων βρίσκεται στις θεωρίες κεφαλαιακής δομής. Μέσα από τις θεωρίες αυτές μπορούμε να κατανοήσουμε καλύτερα η έστω να κινηθούμε προς την σωστή κατεύθυνση όσον αφορά την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της εκάστοτε επιχείρησης με ποιον τρόπο και τι είδους χρηματοδότηση θα χρησιμοποιήσουμε για τις ανάγκες ,τις επενδύσεις ,την λειτουργία της επιχείρησης. Πως θα κινηθούμε στην μερισματική πολιτική και πότε θα εκδώσουμε η δεν θα εκδώσουμε νέες μετοχές και άλλα. Συμπεράναμε ότι η χρηματοδότηση με χρέος παρουσιάζει ορισμένα οφέλη λόγω της φορολογικής έκπτωσης των τόκων, αλλά πάνω από ορισμένα όρια τα οφέλη αυτά εξουδετερώνονται από το κόστος αντιπροσώπευσης και οικονομικού κινδύνου. Επιπλέον, κάθε επιχείρηση διατηρεί ένα απόθεμα δανειοληψίας ώστε να μπορεί να δανειστεί εάν παρουσιαστεί κάποια καλή επενδυτική ευκαιρία χωρίς να χρειάζεται να εκδώσει νέες μετοχές σε τιμές έκπτωσης. Συμπεράναμε ότι στις επιχειρήσεις υπάρχουν πάντα αντικρουόμενα συμφέροντα ως προς την κεφαλαιακή δομή μεταξύ διευθυντών-εργαζομένων-δανειστών-μετόχων, καθώς και απώλειες κεφαλαίων εξαιτίας αυτής της σύγκρουσης συμφερόντων .Συμπεράναμε ότι υπάρχει ένα ιδανικό σημείο ένας ιδανικός συνδυασμός κεφαλαίων-παραμέτρων-συνθηκών ώστε να μεγιστοποιήσουμε την αξία και τα κέρδη μιας εταιρίας έστω κι αν είναι ουτοπικό για κάποιον μάνατζερ να το ανακαλύψει. Εν κατακλείδι συμπεράναμε ότι οι αποφάσεις σχετικά με τη δομή κεφαλαίων είναι από τις πλέον σημαντικές στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ της σύγχρονης επιχείρησης και δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι η διάρθρωση κεφαλαίων επηρεάζει τον κίνδυνο της επιχείρησης, την κερδοφορία της, την ανάπτυξη της, την διάρκεια ζωής της, την τιμή της μετοχής - την αξία της επιχείρησης και γενικότερα την ύπαρξή της!

4. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Bradley, M., G. Jarrell, and E.H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39, July 1984, pp. 857-878.
2. DeAngelo, H., and R.W. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, 1980, pp. 3-29.
3. Fama E. F., K. R. French, "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt", (1992)
4. Kraus and R.H. Litzenberger, (1973) "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage"
5. Miller M. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, p.p.261-275
6. Modigliani F. & Miller M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*", pp. 261-297
7. Modigliani F.- Miller M. (1963), "Taxes and the Cost of Capital: A correction", *The American Economic Review*, Vol.53, No.3, pp. 433-443
8. Myers, Stewart C. (1984), "The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*", 39. 575-591.
9. Ross A. Stephen, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1. (Spring, 1977), pp. 23-40.
10. Schwartz, E. and R. Aronson, "Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure," *Journal of Finance* (March 1967).
11. Βασιλείου Δ.- Ηρειώτης Ν., "Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Θεωρία & Πράξη", Εκδοτικός Οίκος Rosili, 2008.
12. Βασιλείου Δ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις Ελληνικού Ανοικτού Πανεπιστημίου, Κεφάλαιο 8: Κεφαλαιακή Διάρθρωση, σελ. 229-252.
13. Ξανθάκης Μανώλης – Χρήστος Αλεξάκης, *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Σαμούλη (2007)
14. Καινούριος Δημήτρης, Διαλέξεις, ΕΚΠΑ, 2008

ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. Ζήνος Βογιατζής για το bluewavemag:
<http://www.bluewavemag.com/blueart30.htm>
2. Έκτακτες μεταβολές μερισματικής πολιτικής. Η επίδραση τους στις αποδόσεις των μετόχων, Γραντάς Νικόλαος σελ.11-16
3. "Πολιτική μερισμάτων: βασική στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ της επιχείρησης", bluewavemag.com, 19-02-2011
4. [http://el.wikipedia.org/wiki/Μερισματική πολιτική](http://el.wikipedia.org/wiki/Μερισματική_πολιτική).
5. <http://www.bluewavemag.com/blueart30.htm>