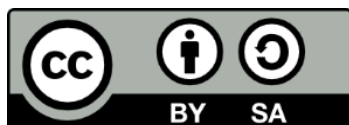


# Χρηματοοικονομική Ι

## Ενότητα 7: Μετοχικοί τίτλοι

Ιωάννης Ταμπακούδης

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ  
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

# Άδειες Χρήσης

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό υπόκειται σε άδειες χρήσης Creative Commons.
- Για εκπαιδευτικό υλικό, όπως εικόνες, που υπόκειται σε άλλου τύπου άδειας χρήσης, η άδεια χρήσης αναφέρεται ρητώς.



# Χρηματοδότηση

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό έχει αναπτυχθεί στα πλαίσια του εκπαιδευτικού έργου του διδάσκοντα.
- Το έργο «Ανοικτά Ακαδημαϊκά Μαθήματα στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας» έχει χρηματοδοτήσει μόνο τη αναδιαμόρφωση του εκπαιδευτικού υλικού.
- Το έργο υλοποιείται στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Εκπαίδευση και Δια Βίου Μάθηση» και συγχρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) και από εθνικούς πόρους.



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ  
ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑ ΒΙΟΥ ΜΑΘΗΣΗ  
*επένδυση στην κοινωνία της γνώσης*  
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ  
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΣΠΑ  
2007-2013  
πρόγραμμα για την ανάπτυξη  
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

# Μετοχικοί τίτλοι (1/4)

- Οι εταιρίες αντλούν κεφάλαια εκδίδοντας **χρέος** (debt) ή **μετοχικούς τίτλους** (equity security).
- Οι κάτοχοι μετοχών (*μέτοχοι* - *shareholders*) είναι ιδιοκτήτες της εταιρίας και έχουν δικαίωμα στην περιουσία και στα κέρδη της.
- Με δεδομένο ότι οι εταιρίες δεν έχουν συγκεκριμένη διάρκεια ζωής, οι μετοχές *δεν έχουν ημερομηνία ωρίμανσης* (λήξης).
- Εφόσον η εταιρία είναι κερδοφόρα, διανέμει στους μετόχους *μέρισμα* (*dividend*) το οποίο αποτελεί ένα μέρος των συνολικών κερδών.
  - Σε αντίθεση με τους τόκους, η καταβολή μερισμάτων δεν είναι υποχρεωτική για τις εταιρίες.
  - Τα μερίσματα καταβάλλονται έπειτα από την πληρωμή των τόκων και των φόρων.

# Μετοχικοί τίτλοι (2/4)

- Κάθε εταιρία εκδίδει **κοινές μετοχές** (common stock), ενώ μπορεί να εκδώσει και **προνομιούχες μετοχές** (preferred stock).
  - Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών έχουν προτεραιότητα στο εισόδημα και τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας συγκριτικά με τους κατόχους κοινών μετοχών.
  - Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν δικαίωμα ψήφου και άρα μπορούν να ασκούν έλεγχο στην εταιρία, να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο και να ψηφίζουν για σημαντικά ζητήματα, όπως εξαγορές, αναδιαρθρώσεις, κτλ.
  - Οι κοινοί μέτοχοι έχουν υπολειμματική αξίωση στην εταιρία και έπειτα από την ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών και των προνομιούχων μετόχων.
  - Σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρίας, οι κάτοχοι κοινών μετοχών δικαιούνται τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν απομείνει έπειτα από την ικανοποίηση όλων των άλλων υποχρεώσεων.

# Μετοχικοί τίτλοι (3/4)

- Με διαφορά, ο πλέον κοινός τύπος μετοχών είναι οι κοινές μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ένα πιστοποιητικό ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση.
  - Ένας επενδυτής που αγοράζει 100 κοινές μετοχές κατέχει το  $(100/n)$  % της επιχείρησης, όπου  $n$  είναι ο συνολικός αριθμός των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
- Μία εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρία μπορεί να έχουν εκατομμύρια ή ακόμη και δισεκατομμύρια κοινών μετοχών σε κυκλοφορία, σε μία δεδομένη χρονική στιγμή.
  - Για παράδειγμα στις 30 Ιουνίου 2012, η Microsoft είχε 8.383 δισ. κοινές μετοχές σε κυκλοφορία.

# Μετοχικοί τίτλοι (4/4)

- Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν στους ιδιοκτήτες τους μία αξίωση σε ένα σταθερό ποσό μετοχών, το οποίο προσδιορίζεται κατά την έκδοσή τους.
  - Παραδοσιακά, οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν ημερομηνία λήξης, ωστόσο κατά τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις εκδίδουν προνομιούχες μετοχές με συγκεκριμένη ωρίμανση, όπως συμβαίνει και με τα ομόλογα.
  - Η βασική διαφορά μεταξύ προνομιούχων μετοχών και ομολόγων έγκειται στο ότι η καταβολή των μερισμάτων δεν αποτελεί νομική υποχρέωση της εταιρίας.
  - Ωστόσο, οι κοινοί μέτοχοι λαμβάνουν μέρισμα, εφόσον έχουν καταβληθεί πλήρως τα μερίσματα που αντιστοιχούν στους κατόχους προνομιούχων μετοχών.

# Φορολογικές επιπτώσεις

- **Για τις επιχειρήσεις**, η έκδοση χρέους συνεπάγεται χαμηλότερο κόστος δεδομένου ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τη φορολογία, ενώ τα μερίσματα όχι.
- **Για τους θεσμικούς επενδυτές** (εταιρίες), οι μετοχές είναι προτιμότερες από τα ομόλογα καθώς τα μερίσματα φορολογούνται μερικώς, ενώ τα τοκομερίδια (κουπόνια) εις ολόκληρο.
- **Για τους ιδιώτες επενδυτές**, οι μετοχές είναι προτιμότερες από τα ομόλογα δεδομένου ότι τα μερίσματα φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή συγκριτικά με τα τοκομερίδια.



# Βασικές αρχές αποτίμησης μετοχών (1/2)

- Η αποτίμηση μετοχών προϋποθέτει την εκτίμηση των μελλοντικών μερισμάτων.
  - Στην περίπτωση των **προνομιούχων μετοχών**, το ύψος και η συχνότητα των μερισμάτων είναι συνήθως γνωστά.
  - Η αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών γίνεται με την προεξόφληση των αναμενόμενων μερισμάτων με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που αντανακλά την αβεβαιότητα (κίνδυνο) που σχετίζεται με την καταβολή των εν λόγω μερισμάτων.
  - Στην περίπτωση των απλών προνομιούχων μετοχών (straight preferred stock) η αποτίμηση γίνεται με τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των μερισμάτων που θα λαμβάνονται στο *διηνεκές*.

# Βασικές αρχές αποτίμησης μετοχών (2/2)

- Σε αντίθεση με τις προνομιούχες μετοχές, το μέρισμα που διανέμεται στους κατόχους κοινών μετοχών δεν είναι σταθερό αλλά μεταβάλλεται από περίοδο σε περίοδο.
  - Οι κοινές μετοχές βρίσκονται στην τελευταία βαθμίδα αναφορικά με το δικαίωμα στα κέρδη της επιχείρησης.
  - Επίσης, πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν να επανεπενδύσουν τα κέρδη τους από το να τα διανέμουν στους μετόχους.
- Γενικότερα, υπάρχουν δύο προσεγγίσεις για την αποτίμηση των κοινών μετοχών:
  - Η προεξόφληση των χρηματικών ροών (discounted cash flow)
  - Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ή πολλαπλασιαστές (multiples)

# Προεξόφληση των χρηματικών ροών (discounted cash flow)

- Η μέθοδος προεξόφλησης των χρηματικών ροών προϋποθέτει τον προσδιορισμό ενός *απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης* (required rate of return), το οποίο αποτελεί την ελάχιστη απόδοση που οι επενδυτές προσδοκούν να κερδίσουν από την επένδυσή τους.



# Χρηματοοικονομικοί δείκτες (multiples)

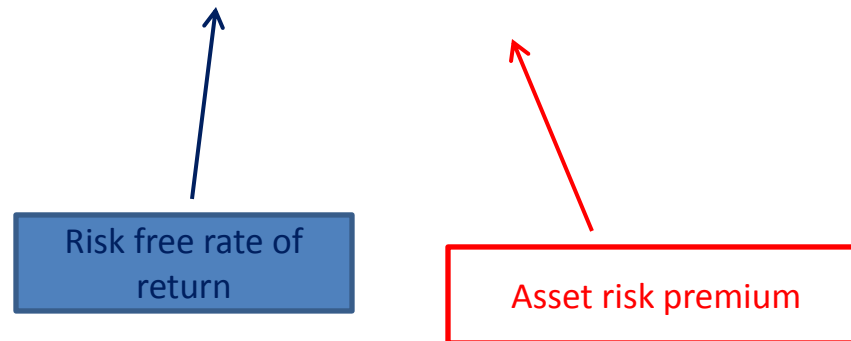
- Στην περίπτωση των πολλαπλασιαστών, η αποτίμηση των κοινών μετοχών γίνεται λαμβάνοντας υπόψη την εκτίμηση της αγοράς για συγκρίσιμες εταιρίες.



# Απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης (required rate of return)

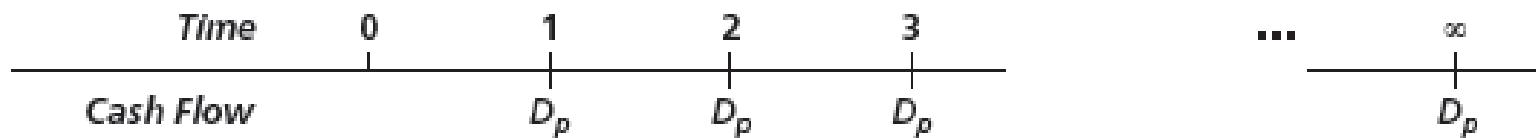
- Βασική παράμετρος στα μοντέλα προεξόφλησης που αξιολογούν τις προνομιούχες και κοινές μετοχές είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης.
- Η δυσκολία έγκειται στο ότι ο προσδιορισμός του εν λόγω επιτοκίου δεν μπορεί να προσδιορισθεί άμεσα και με σαφήνεια.
- Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται διάφορα μοντέλα αποτίμησης (asset pricing models).
  - Το βασικό μοντέλο είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model - CAPM).

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$



# Αποτίμηση προνομιούχων μετοχών

- Παραδοσιακά, οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν ημερομηνία λήξης και πληρώνουν σταθερό ύψος μερισμάτων και σε τακτά χρονικά διαστήματα επ' άοριστον ( $\infty$ ).



- Δεδομένου ότι οι καταβολές είναι σταθερές και γνωστές κατά το χρόνο έκδοσης των προνομιούχων μετοχών, συχνά αναφέρονται ως **επενδύσεις σταθερού εισοδήματος** (fixed-income investments).
- Συνεπώς, η επαναλαμβανόμενη καταβολή σταθερού ύψους ποσών σε τακτά χρονικά διαστήματα καθιστά τις συγκεκριμένες επενδύσεις ως μία **διηλεκτή ράντα** (perpetuities).

# Διηνεκείς ράντες & αποτίμηση προνομιούχων μετοχών

- Λαμβάνοντας υπόψη πως το πλήθος των όρων μιας διηνεκούς ράντας τείνει στο άπειρο ( $N \rightarrow \infty$ ), ο αριθμητής του συντελεστή παρούσας αξίας ράντας θα ισούται με τη μονάδα:

$$\left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^N}}{i} \right]$$

- Συνεπώς, η Εξίσωση υπολογισμού της παρούσας αξίας μιας διηνεκούς ράντας θα είναι:

$$PV_0 = \frac{CF}{i}$$

- Κατά αντιστοιχία, η παρούσα αξία (αποτίμηση) μιας προνομιούχας μετοχής ( $P_p$ ) που συνεπάγεται περιοδικές καταβολές μερισμάτων ( $D_p$ ) με απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης (ή προεξοφλητικό επιτόκιο) ( $r_p$ ) θα είναι:

$$P_p = \frac{D_p}{r_p}$$

# Διηνεκείς ράντες & αποτίμηση προνομιούχων μετοχών (συν.)

- Το ποσό του *καταβληθέντος μερίσματος υπολογίζεται συνήθως από την ονομαστική τιμή (par or face value) και τη μερισματική απόδοση (dividend rate), όπως και στην περίπτωση των ομολόγων.*
  - Για παράδειγμα μία προνομιούχα μετοχή με ονομαστική αξία \$100 και 8% μερισματική απόδοση θα πληρώνει \$8 ανά έτος.
  - Στην πράξη, τα μερίσματα καταβάλλονται ανά τρίμηνο, ωστόσο η συγκεκριμένη παρατήρηση έχει μικρή αξία δεδομένης της μεγάλης διάρκειας των προνομιούχων μετοχών.



# Παράδειγμα

- Μία προνομιούχα μετοχή έχει ονομαστική αξία \$50 και μερισματική απόδοση 8%. Αν η αναμενόμενη απόδοση για τη συγκεκριμένη μετοχή είναι 6%, να υπολογισθεί η παρούσα αξία της.
  - Λύση:
  - Το ύψος του καταβληθέν μερίσματος θα είναι:
    - $\$50 \times 0.08 = \$4.$
  - Λαμβάνοντας υπόψη ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 6%, η αξία της μετοχής θα είναι:
$$P_p = \frac{\$50 \times 0.08}{0.06} = \frac{\$4}{0.06} = \$66.67$$
  - Συνεπώς, η μετοχή διαπραγματεύεται **υπέρ το άρτιο** (at a premium).

# Παράδειγμα (συν.)

- Σε περίπτωση που το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 10%, η αξία της μετοχής θα είναι:

$$P_p = \frac{\$50 \times 0.08}{0.10} = \frac{\$4}{0.10} = \$40$$

– Συνεπώς, η μετοχή διαπραγματεύεται **υπό το άρτιο** (*at a discount*).

- Σε περίπτωση που το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 8%, η αξία της μετοχής θα είναι:

$$P_p = \frac{\$50 \times 0.08}{0.08} = \frac{\$4}{0.08} = \$50$$

– Συνεπώς, η μετοχή διαπραγματεύεται **στο άρτιο** (*at par*).

# Παράδειγμα

- Μία προνομιούχα μετοχή έχει ονομαστική αξία \$50 και μερισματική απόδοση 7%. Να υπολογισθεί η παρούσα αξία της έχοντας ως δεδομένο ότι η αναμενόμενη απόδοση για τη συγκεκριμένη μετοχή είναι:
  - 7%
  - 8%
  - 6%

- **Λύση:**

- Το ύψος του καταβληθέν μερίσματος θα είναι:  $\$50 \times 0.07 = \$3.50$ .

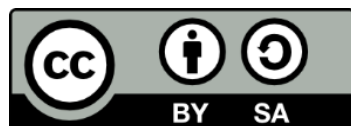
- Συνεπώς, η αξία της μετοχής θα είναι:

$$\text{a. } P_P = \frac{D_P}{r_P} = \frac{\$3.50}{0.07} = \$50$$

$$\text{b. } P_P = \frac{\$3.50}{0.08} = \$43.75$$

$$\text{c. } P_P = \frac{\$3.50}{0.06} = \$58.33$$

# Τέλος Ενότητας



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ  
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ