

μετοχικές εταιρείες καταβάλλουν φόρους;

6. **Κόστη Αντιπροσώπησης Ιδίων Κεφαλαίων** Ποιες είναι οι πηγές του κόστους αντιπροσώπησης ιδίων κεφαλαίων;
7. **Παρατηρούμενες Κεφαλαιακές Διαθρώσεις** Ανατρέξτε στις κεφαλαιακές διαθρώσεις που απεικονίζονται στον Πίνακα 17.3 του κειμένου. Τι παρατηρείτε για τα είδη των κλάδων σε σχέση με τους μέσους δείκτες χρέους-ιδίων κεφαλαίων; Υπάρχουν ορισμένοι κλάδοι που ενδεχομένως να έχουν μεγαλύτερη μόχλευση από κάποιους άλλους; Ποιοι είναι ορισμένοι από τους πιθανούς λόγους γι' αυτή την παρατηρούμενη τμηματοποίηση; Τα λειτουργικά αποτελέσματα και το φορολογικό ιστορικό των εταιρειών διαδραματίζουν κάποιον ρόλο; Τι συμβαίνει με τις μελλοντικές προοπτικές κερδών; Εξηγήστε.
8. **Πτώχευση και Εταιρική Ηθική** Όπως αναφέραμε, ορισμένες εταιρείες έχουν κηρύξει πτώχευση εξαιτίας απωλειών από πραγματική ή πιθανή άσκηση προσφυγής. Αυτή αποτελεί μια κατάλληλη χρήση της διαδικασίας της πτώχευσης;
9. **Πτώχευση και Εταιρική Ηθική** Ορισμένες φορές οι εταιρείες χρησιμοποιούν την απειλή της κήρυξης πτώχευσης για να εξαναγκάσουν τους πιστωτές να επαναδιαπραγματευθούν όρους. Οι κριτικοί της άποψης υποστηρίζουν ότι σε τέτοιες περιπτώσεις η εταιρεία χρησιμοποιεί τους νόμους πτώχευσης «ως σπαθί αντί ως ασπίδα». Αυτή είναι μια ηθική τακτική;
10. **Πτώχευση και Εταιρική Ηθική** Η αεροπορική εταιρεία Continental κήρυξε μια φορά πτώχευση, τουλάχιστον εν μέρει, ως μέσο για τη μείωση του κόστους εργασίας. Συζητήθηκε έντονα εάν η κίνησή της ήταν ηθική ή κατάλληλη. Παρουσιάστε και τις δυο πλευρές.

Ερωτήσεις και Προβλήματα

Βασικές Ερωτήσεις (Ερωτήσεις 1-4)

1. **Αξία της Εταιρείας** Η εταιρεία Maddux Corp. έχει EBIT \$725.000 ετησίως που αναμένεται να συνεχιστεί στο διηνεκές. Το μη μοχλευμένο κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι 11%, και ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής είναι 24%. Η εταιρεία έχει επίσης μια έκδοση διηνεκούς ομολόγου σε κυκλοφορία με αγοραία αξία \$1,6 εκατομμύρια.
 - (α) Ποια είναι η αξία της εταιρείας;
 - (β) Ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας ενημερώνει τον πρόεδρο ότι η αξία της εταιρείας είναι \$4,9 εκατομμύρια. Είναι σωστός ο διευθύνων σύμβουλος;
2. **Κόστη αντιπροσώπησης** Ο Tom Scott είναι ιδιοκτήτης, πρόεδρος και κύριος πωλητής της εταιρείας Scott. Manufacturing. Εξαιτίας αυτού, τα κέρδη της εταιρείας εξαρτώνται από την προσωπική του εργασία. Εάν εργάζεται 40 ώρες τη βδομάδα, το EBIT της εταιρείας θα είναι \$455.000 ετησίως – εάν εργάζεται 50 ώρες την εβδομάδα, το EBIT θα είναι \$560.000. Η εταιρεία που αξίζει σήμερα \$2,9 εκατομμύρια χρειάζεται εισροή μετρητών ύψους \$1,2 εκατομμυρίων και μπορεί να το επιτύχει είτε με έκδοση νέων μετοχών, είτε με έκδοση χρέους με επιτόκιο 8%. Υποθέστε ότι δεν υπάρχουν εταιρικοί φόροι.
 - (α) Ποιες είναι οι ταμειακές ροές του Tom σύμφωνα με κάθε σενάριο;
 - (β) Σύμφωνα με ποια μορφή χρηματοδότησης είναι πιθανότερο ο Tom να χρειαστεί να εργάζεται σκληρότερα;
 - (γ) Ποια ειδικά νέα κόστη θα εμφανιστούν με κάθε μορφή χρηματοδότησης;
3. **Μη Εμπορεύσιμες Απαιτήσεις** Η εταιρεία King Inc. έχει ένα ανεξόφλητο χρέος ονομαστικής αξίας \$6 εκατομμυρίων. Εάν χρηματοδοτούνταν με ίδια κεφάλαια η αξία της θα ήταν \$17,9 εκατομμύρια. Η εταιρεία έχει επίσης 320.000 μετοχές σε κυκλοφορία που πωλούνται στην τιμή των \$44 η κάθε μία. Ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής είναι 21%. Ποια είναι η μείωση της αξίας της εταιρείας λόγω του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης;
4. **Κεφαλαιακή Διάθρωση και Μη Εμπορεύσιμες Απαιτήσεις** Υποθέστε ότι ο πρόεδρος της εταιρείας του προηγούμενου προβλήματος δήλωσε ότι η εταιρεία θα πρέπει να αυξήσει το ποσό του

χρέους στην κεφαλαιακή της διάρθρωση εξαιτίας των φορολογικών πλεονεκτημάτων στις καταβολές τόκων. Το επιχείρημά του είναι ότι αυτή η ενέργεια θα αυξήσει την αξία της εταιρείας. Πώς θα απαντούσατε;

Ερωτήσεις Μεσαίας Δυσκολίας - (Ερωτήσεις 5-8)

5. Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Ανάπτυξη Η εταιρεία Edward Constuction σήμερα έχει ανεξόφλητο χρέος με αγοραία αξία \$87.000 και κόστος 11%. Η εταιρεία έχει EBIT \$9.570 που αναμένεται να συνεχιστεί στο διηνεκές. Υποθέστε ότι δεν υπάρχουν φόροι.

(α) Ποια είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας; Ποιος είναι ο δείκτης χρέους-αξίας;

(β) Ποια είναι η αξία ιδίων κεφαλαίων και ο δείκτης χρέους-αξίας εάν ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας είναι 3%;

(γ) Ποια είναι η αξία ιδίων κεφαλαίων και ο δείκτης χρέους-αξίας εάν ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας είναι 7%;

6. Κόστος Οικονομικής Δυσχέρειας Οι εταιρείες Steinberg Corp. και Dietrich Corporation είναι παρόμοιες σε όλα εκτός από το γεγονός ότι η εταιρεία Dietrich είναι περισσότερο μοχλευμένη. Και οι δύο εταιρείες θα παραμείνουν στον κλάδο για ένα ακόμη έτος. Οι οικονομολόγοι των εταιρειών συμφωνούν ότι η πιθανότητα να συνεχιστεί η επέκταση είναι 80% για το επόμενο έτος και η πιθανότητα ύφεσης είναι 20%. Εάν συνεχιστεί η επέκταση, κάθε εταιρεία θα παράγει κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) ύψους \$2,9 εκατομμυρίων. Εάν εμφανιστεί ύφεση, κάθε εταιρεία θα παράγει κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT) ύψους \$1,3 εκατομμυρίων. Οι δανειακές υποχρεώσεις της Steinberg απαιτούν την καταβολή \$925.000 στο τέλος του έτους. Οι δανειακές υποχρεώσεις της Dietrich απαιτούν την καταβολή \$1,35 εκατομμυρίων στο τέλος του έτους. Καμία από τις δύο εταιρείες δεν καταβάλλει φόρους. Υποθέστε προεξοφλητικό επιτόκιο 13%.

(α) Ποια είναι σήμερα η αξία του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας Steinberg;

(β) Ο διευθύνων σύμβουλος της Steinberg πρόσφατα δήλωσε ότι η αξία της εταιρείας πρέπει να είναι υψηλότερη από την αξία της Dietrich επειδή έχει χαμηλότερα επίπεδα χρέους και επομένως μικρότερο κίνδυνο πτώχευσης. Συμφωνείτε ή διαφωνείτε με αυτή τη δήλωση;

7. Κόστη Αντιπροσώπευσης Οι οικονομολόγοι της μετοχικής εταιρείας Fountain Corporation εκτιμούν ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον για το επόμενο έτος ενδέχεται να είναι καλό ή κακό με την ίδιες πιθανότητες. Οι διευθυντές της εταιρείας Fountain πρέπει να επιλέξουν μεταξύ δύο αμοιβαίων αποκλειόμενων έργων. Υποθέστε ότι το έργο που θα επιλέξει η εταιρεία θα είναι η μόνη δραστηριότητα της εταιρείας και ότι αυτή θα σταματήσει τις εργασίες της σε ένα έτος από σήμερα. Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να καταβάλει στους ομολογιούχους το ποσό των \$4.200 στο τέλος του έτους. Τα έργα έχουν τον ίδιο συστηματικό κίνδυνο αλλά διαφορετικές μεταβλητότητες. Παρατηρήστε τις ακόλουθες πληροφορίες σχετικά με τα δύο έργα:

Οικονομία	Πιθανότητα	Εξόφληση Έργου	Εξόφληση Έργου
		Χαμηλής Μεταβλητότητας	Υψηλής Μεταβλητότητας
Καλή	0,50	\$4.200	\$3.400
Κακή	0,50	4.600	4.900

(α) Ποια είναι η αναμενόμενη αξία της εταιρείας εάν αναλάβει το έργο χαμηλής μεταβλητότητας; Ποια είναι εάν αναλάβει το έργο υψηλής μεταβλητότητας; Ποια από τις δύο στρατηγικές μεγιστοποιεί την αναμενόμενη αξία της εταιρείας;

(β) Ποια είναι η αναμενόμενη αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, εάν αναλάβει το έργο χαμηλής μεταβλητότητας; Ποια είναι εάν αναλάβει το έργο υψηλής μεταβλητότητας;

(γ) Ποιο έργο θα προτιμήσουν οι μέτοχοι της εταιρείας; Εξηγήστε.

(δ) Υποθέστε ότι οι ομολογιούχοι γνωρίζουν με βεβαιότητα ότι οι μέτοχοι μπορεί να επιλέξουν τη μεγιστοποίηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων παρά τη μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της εταιρείας και τελικά να επιλέξουν το έργο υψηλής μεταβλητότητας. Προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν αυτό το κόστος αντιπροσώπευσης, οι ομολογιούχοι αποφασίζουν να χρησιμοποιήσουν μια ρήτρα στη δανειακή σύμβαση που θα ορίζει ότι αυτοί μπορούν να απαιτήσουν

μια υψηλότερη πληρωμή εάν η εταιρεία επιλέξει την ανάληψη του έργου υψηλής μεταβλητότητας. Ποιες πληρωμές των ομολογιούχων θα καταστήσουν τους μετόχους αδιάφορους μεταξύ των δύο έργων;

8. Οικονομική Δυσχέρεια Η εταιρεία Good Time Company είναι μια περιφερειακή αλυσίδα πολυκαταστημάτων. Θα παραμείνει ενεργή για ένα ακόμη έτος. Η πιθανότητα ανάπτυξης για το έτος είναι 60% και η πιθανότητα ύφεσης είναι 40%. Προβλέπεται ότι η εταιρεία θα δημιουργήσει συνολικές ταμειακές ροές ύψους \$112 εκατομμυρίων σε ένα έτος ανάπτυξης και \$43 εκατομμυρίων σε ένα έτος ύφεσης. Στο τέλος του έτους η απαιτούμενη αποπληρωμή του χρέους ανέρχεται σε \$65 εκατομμύρια. Η αγοραία αξία του ανεξόφλητου χρέους της εταιρείας είναι \$49 εκατομμύρια. Η εταιρεία δεν καταβάλλει φόρους.

(α) Τι αποπληρωμές αναμένουν να λάβουν οι ομολογιούχοι σε περίπτωση ύφεσης;

(β) Ποια είναι η υποσχόμενη απόδοση του χρέους της εταιρείας;

(γ) Ποια είναι η αναμενόμενη απόδοση του χρέους της εταιρείας;

Ερωτήσεις Αυξημένης Δυσκολίας - (Ερωτήσεις 9-10)

9. Προσωπικοί Φόροι, Κόστος Πτώχευσης και Αξία Εταιρείας Όταν λαμβάνονται υπόψη οι προσωπικοί φόροι στα έσοδα από τόκους και το κόστος πτώχευσης, η γενική έκφραση της αξίας μιας μοχλευμένης εταιρείας σε έναν κόσμο στον οποίο ο φορολογικός συντελεστής στις διανομές ιδίων κεφαλαίων ισούται με το μηδέν και είναι:

$$V_L = V_U + 1 - [(1 - T_C) / (1 - T_B)] \times B - C(B)$$

όπου:

V_L = Η αξία μιας μοχλευμένης εταιρείας.

V_U = Η αξία μιας μη μοχλευμένης εταιρείας.

B = Η αξία του χρέους της εταιρείας.

T_C = Ο φορολογικός συντελεστής στο εταιρικό εισόδημα.

T_B = Ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής στα έσοδα από τόκους.

$C(B)$ = Η παρούσα αξία του κόστους της οικονομικής δυσχέρειας.

(α) Τι υποθέτουν οι Modigliani και Miller για τους όρους T_C , T_B και $C(B)$ στο υπόδειγμα με μη-δενικούς φόρους;; Τι υποδηλώνουν αυτές οι υποθέσεις για το βέλτιστο δείκτη χρέους-ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας;

(β) Τι υποθέτουν οι Modigliani και Miller για τους όρους T_C , T_B και $C(B)$ στο υπόδειγμα με τους εταιρικούς φόρους; Τι υποδηλώνουν αυτές οι υποθέσεις για το βέλτιστο δείκτη χρέους-ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας;

(γ) Σκεφτείτε μια εταιρεία που χρηματοδοτείται εξ' ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια η οποία είναι σίγουρο ότι μπορεί να χρησιμοποιήσει την μείωση των τόκων προκειμένου να ελαφρύνει τους αποδοτέους φόρους. Εάν ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής είναι 25%, ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής στα έσοδα από τόκους είναι 20%, και δεν υπάρχουν κόστη οικονομικής δυσχέρειας, πόσο θα μεταβληθεί η αξία της εταιρείας, εάν εκδώσει χρέος ύψους \$1 εκατομμυρίου και χρησιμοποιήσει τα έσοδα για την επαναγορά ιδίων μετοχών;

(δ) Παρατηρήστε μια άλλη εταιρεία που χρηματοδοτείται εξ ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια που δεν καταβάλλει φόρους λόγω μεταφοράς φορολογικών Ζ από τα προηγούμενα έτη. Ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής στα έσοδα από τόκους είναι 20%, και δεν υπάρχουν κόστη οικονομικής δυσχέρειας. Ποια θα είναι η μεταβολή της αξίας αυτής της εταιρείας από την προσθήκη \$1 εκατομμυρίου χρέος εις το διηνεκές αντί μιας αντίστοιχης των αύξησης των ιδίων κεφαλαίων;

10. Προσωπικοί Φόροι, Κόστη Πτώχευσης και Αξία της Εταιρείας Ο εκδοτικός οίκος Overnight Publishing Company (OPC) έχει πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα ύψους \$2,5 εκατομμυρίων. Η

εταιρεία σχεδιάζει να χρησιμοποιήσει αυτά τα χρήματα είτε για την εξόφληση του χρέους της, είτε για την επαναγορά ιδίων μετοχών. Το χρέος της εταιρείας διακρατείται από ένα ίδρυμα που είναι πρόθυμο να το πουλήσει στην εταιρεία OPC στην τιμή των \$2,5 εκατομμυρίων. Το ίδρυμα δε θα χρεώσει στην εταιρεία κόστη συναλλαγής. Μόλις η εταιρεία OPC γίνει μια εταιρεία ιδίων κεφαλαίων, θα παραμείνει για πάντα μη μοχλευμένη. Εάν η εταιρεία δεν εξοφλήσει το χρέος της, θα χρησιμοποιήσει τα χρηματικά διαθέσιμα ύψους \$2,5 εκατομμυρίων για την επαναγορά ορισμένων μετοχών της στην ανοιχτή αγορά. Η επαναγορά μετοχών επίσης δεν έχει κόστη συναλλαγής. Η εταιρεία θα δημιουργεί ετήσια κέρδη προ τόκων και φόρων στο διηνεκές ύψους \$1.300.000 ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Η εταιρεία καταβάλλει στο τέλος του κάθε έτους όλα της τα κέρδη ως μερίσματα. Η OPC υπόκειται σε εταιρικό φορολογικό συντελεστή 21%, και ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης των μη μοχλευμένων ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι 20%. Ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής στα έσοδα από τόκους είναι 25%, και δεν υπάρχουν φόροι στις διανομές ιδίων κεφαλαίων. Υποθέστε ότι δεν υπάρχουν κόστη πτώχευσης.

- (α) Ποια είναι η αξία της OPC εάν επιλέξει να εξοφλήσει όλο της το χρέος και να μετατραπεί σε εταιρεία;
- (β) Ποια είναι η αξία της OPC εάν αποφασίσει να επαναγοράσει μετοχές αντί να εξοφλήσει το χρέος της; (Υπόδειξη: Χρησιμοποιήστε την εξίσωση της αξίας μιας μοχλευμένης εταιρείας με προσωπικούς φόρους στα έσοδα από τόκους του προηγούμενου προβλήματος.)
- (γ) Υποθέστε ότι τα αναμενόμενα κόστη πτώχευσης έχουν παρούσα αξία ύψους \$400.000. Πώς επηρεάζει αυτό την απόφαση της OPC;

Μελέτη Περίπτωσης: ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ McKENZIE CORPORATION

Ο Sam McKenzie είναι ιδρυτής και διευθύνων σύμβουλος των εστιατορίων McKenzie, μιας περιφερειακής εταιρείας. Ο Sam σκέπτεται το άνοιγμα αρκετών καινούριων εστιατορίων. Η Sally Thorton, η οικονομική διευθύντρια της εταιρείας, έχει τεθεί επικεφαλής της ανάλυσης προϋπολογισμού κεφαλαίων. Η Sally εξέτασε τις δυνατότητες επέκτασης της εταιρείας και προσδιόρισε ότι η επιτυχία των καινούριων εστιατορίων θα εξαρτηθεί καθοριστικά από την κατάσταση της οικονομίας κατά τα προσεχή έτη.

Η McKenzie έχει σήμερα μια ανεξόφλητη έκδοση ομολόγων σε κυκλοφορία ονομαστικής αξίας \$26 εκατομμυρίων που λήγει σε ένα έτος. Οι συμβατικές ρήτρες που σχετίζονται με αυτή την έκδοση ομολόγων απαγορεύουν την έκδοση οποιουδήποτε πρόσθετου χρέους. Αυτός ο περιορισμός σημαίνει ότι η επέκταση κόστους \$5,4 εκατομμυρίων θα χρηματοδοτηθεί εξ ολοκλήρου με ίδια κεφάλαια. Η Sally έχει συνοψίσει την ανάλυσή της στον ακόλουθο πίνακα, που απεικονίζει την αξία της εταιρείας σε κάθε κατάσταση της οικονομίας για το επόμενο έτος, και με και χωρίς την επέκταση:

Οικονομική Ανάπτυξη	Πιθανότητα	Χωρίς Επέκταση	Με Επέκταση
Χαμηλή	0,30	\$22.000.000	\$29.000.000
Κανονική	0,50	31.000.000	37.000.000
Υψηλή	0,20	48.000.000	54.000.000

1. Ποια είναι η αναμενόμενη αξία της εταιρείας σε ένα έτος με και χωρίς την επέκταση; Οι μέτοχοι της εταιρείας θα είναι σε καλύτερη θέση με ή χωρίς την επέκταση; Γιατί;
2. Ποια είναι η αναμενόμενη αξία του χρέους της εταιρείας σε ένα έτος, με και χωρίς την επέκταση;
3. Πόση αξία αναμένεται να παραχθεί από την επέκταση Σε ένα έτος από σήμερα; Πόση αξία αναμένεται για τους μετόχους; Για τους ομολογιούχους;
4. Εάν η εταιρεία ανακοινώσει ότι δε θα προχωρήσει στην επέκταση, τι θεωρείτε ότι θα συμβεί στην τιμή των ομολόγων; Τι θα συμβεί στην τιμή των ομολόγων εάν η εταιρεία προχωρήσει στην επέκταση;