

## השפעת מחיר הדיבידנד - סקירת ספרות

### 1. מדיניות הדיבידנד:

מדיניות הדיבידנדים הינה לב ליבה של תיאוריית המימון הארגוני. זהו אחד הנושאים הנושא חילוקי דעות רבים בספרות המקצועית, אולם עדיין שומר על מעמדו הבולט. חוקרים רבים פיתחו תיאוריות וסיפקו ראיות אמפיריות בנוגע לקביעת מדיניות הדיבידנד של החברה. עם זאת, נושא מדיניות הדיבידנד נותר בלתי פתור, ואף הנחיות ברורות למדיניות תשלום אופטימלית עדיין לא הופיעו למרות הספרות הרבה. כן, לא קיים הסבר מקובל על התנהגות הדיבידנד הצפוי של החברה ולא ידוע באופן מוחלט מהם הגורמים המניעים קבלת החלטות בנושא חלוקת דיבידנדים ואת האופן בו הם פועלים. תופעה זו ידועה בספרות המימון כחידת הדיבידנד. הועלו מספר השערות כדי לשפוך קצת אור על תופעה זו, אולם אף אחת מהן לא סיפקה את התשובה. לפני שלושה עשורים, חוקרים טענו שככל שמתבוננים יותר בתמונת הדיבידנדים, כך נראה כי קיים קושי להשלים את התמונה המלאה מאחר וחלקים רבים אינם מסתדרים יחד.

במשך עשרות שנים, תאגידי אמריקאים העדיפו ברוב מכריע לשלם במזומן בצורה של דיבידנדים ולא מניות חוזרות, למרות יתרון המס היחסי של רווחי הון על הכנסה רגילה. עם זאת, במהלך עשרים השנים האחרונות פעילות רכישת מניות חוזרת חווה צמיחה יוצאת דופן. על פי הנתונים המצטברים של קומפוסטט, ההוצאות על רכישות חוזרות של מניות (ביחס לסך הרווחים) עלו מ -4.8% ב-1980 ל -41.8% בשנת 2000. זאת ועוד, בעוד שההוצאות לרכישה חוזרת עלו בשיעור שנתי ממוצע של 26.1% בתקופה של 1980-2000, גדל הדיבידנד רק בשיעור שנתי ממוצע של 6.8%. כתוצאה מהבדלים גדולים אלה בשיעורי הצמיחה, רכישת המניות מתוך סך הדיבידנדים גדל מ -13.1% ב-1980 ל -113.1% בשנת 2000. ב-1999 וב-2000 הוציאו חברות תעשייתיות יותר כסף על רכישות חוזרות של מניות מאשר על תשלומי דיבידנדים. כלומר, בפעם הראשונה בהיסטוריה, תכניות רכישה חוזרת הפכו פופולריות יותר מאשר תשלום דיבידנדים. נשאלת השאלה מהן הסיבות לשינוי זה במדיניות התשלום של החברה? האם תאגידי רוכשים מניות בחזרה עם כספים שהם היו משתמשים בהם כדי לשלם דיבידנדים? ואם כן, מדוע התהליך הזה לא התחיל הרבה קודם לכן? במאמר שפרסם בנושא נותחה המגמה האחרונה ברכישות חוזרות. למעשה ב-15 השנים האחרונות רוב החברות יזמו תשלומים במזומן לבעלי המניות באמצעות רכישות חוזרות ולא דיבידנדים במזומן. למרות שחברות גדולות יותר, מבוססות יותר, לא קיצצו או הפחיתו את כמות הדיבידנדים הנומינלית, שיעור הצמיחה בתשלומי הדיבידנדים היה נמוך בהרבה מהרגיל, והסכום שהחברות מבזבזות על רכישות חוזרות גדול בהרבה לאחר אמצע שנת 1980. בנוסף המאמר ניתח האם חברות משתמשות ברכישות חוזרות של מניות כתחליף לדיבידנדים. הוא בדק באופן ישיר האם הגידול במספר ובכמויות הדולריות של רכישה חוזרת שימש כתחליף לדיבידנדים. מנקודת מבט מיסוית, קיים תמריץ ברור לתאגידי שיחליפו רכישות חוזרות של מניות עבור דיבידנדים, שכן רווחי הון חייבים במס בשיעור נוחים יותר מהכנסה רגילה. למרות חוק הרפורמה במס של 1986 הקטינה במידה ניכרת את היתרון המס היחסי של רווחי הון, הפער בין השיעור השולי העליון על ההכנסה הרגילה לבין שיעור השולי על רווחי ההון עדיין חיובי ומשמעותי.

בנוסף, במחקר שבוצע על תשלומי דיבידנדים אופטימליים עבור פירעון מוגבל במזומן, מבוסס על ההנחה כי החברה מעוניינת לשלם חלק מעודפיה לבעלי המניות כדיבידנדים, ולפיכך היא מקיימת