

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών

στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη

– M. Sc. In Financial Analysis –

**‘ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΩΝ  
ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΡΟΩΝ’**

ΜΑΪΤΟΥ ΟΛΓΑ [ΜΧΑΝ 0925]

Επιβλέπων Καθηγητής: καθηγητής κ. Γ. Διακογιάννης

Επιτροπή:

καθηγητής κ. Γ. Διακογιάννης

καθηγητής κ. Α. Αντζουλάτος

αναπλ. καθηγητής κ. Ε. Τσιριτάκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2011

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας είναι πολύ σημαντική τόσο για την διοίκηση, όσο και για τους επενδυτές, με τους τελευταίους να αντιδρούν θετικά ή αρνητικά σε σχετικές ανακοινώσεις μεταβολής της επηρεάζοντας τελικά την τιμή της μετοχής της εταιρείας. Από τα πιο διαδεδομένα στοιχεία που έχουν χρησιμοποιηθεί ως μέτρα καθορισμού της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας είναι τα καθαρά της κέρδη, και έρευνες έχουν αποδείξει την ύπαρξη σημαντικής θετικής σχέσης ανάμεσά τους. Η παρούσα μελέτη υποστηρίζει ότι αν και τα κέρδη είναι όντως σημαντικός παράγοντας στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών καθώς αποτελούν έναν δείκτη της απόδοσης της εταιρείας, στον βαθμό που οι ταμειακές ροές είναι ένας δείκτης της ρευστότητας της εταιρείας διαδραματίζουν επίσης καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση και μεταβολή της μερισματικής της πολιτικής. Η μελέτη επικεντρώνεται στις ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 2005 – 2009 και η ανάλυση βασίζεται στην μέθοδο των panel data. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την θεωρητική προσέγγιση για την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης ανάμεσα στις ταμειακές ροές και τις μερισματικές μεταβολές.

**Λέξεις – κλειδιά:** ταμειακές ροές, μερισματική πολιτική, καθαρά κέρδη, panel data analysis.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	<b>1</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>4</b>
<b>ΕΝΟΤΗΤΑ 1<sup>Η</sup>: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ</b> .....	<b>7</b>
1.1 ΓΕΝΙΚΑ.....	7
1.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ & ΜΕΤΡΑ.....	8
1.3 Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	10
1.4 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	13
1.5 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΕΠΙΘΥΜΗΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	18
<b>ΕΝΟΤΗΤΑ 2<sup>Η</sup>: ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ</b>	
<b>ΠΡΟΤΥΠΑ</b> .....	<b>21</b>
2.1 ΓΕΝΙΚΑ.....	21
2.2 ΟΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	22
2.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	24
2.4 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	32
<b>ΕΝΟΤΗΤΑ 3<sup>Η</sup>: ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ</b> .....	<b>35</b>
3.1 JOHN LINTNER (1956) DISTRIBUTION OF INCOMES OF CORPORATIONS AMONG DIVIDENDS, RETAINED EARNINGS AND TAXES.....	35
3.2 M. J. GORDON (1959) DIVIDENDS, EARNINGS AND STOCK PRICES.....	38
3.3 EUGENE F. FAMA AND HARVEY BABIAK (1968) DIVIDEND POLICY: AN EMPIRICAL ANALYSIS.....	40
3.4 ROBERT M. BOWEN, DAVID BURGSTAHLER AND LANE A. DALEY (1986) EVIDENCE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS AND VARIOUS MEASURES OF CASH FLOW.....	43
3.5 LARRY H. P. LANG AND ROBERT H. LITZENBERGER (1989) DIVIDEND ANNOUNCEMENTS: CASH FLOW SIGNALLING vs FREE CASH FLOW HYPOTHESIS? 46	
3.6 KATHLEEN SIMONS (1994) THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND CHANGES AND CASH FLOW: AN EMPIRICAL ANALYSIS.....	48
3.7 ANDREAS CHARITOU AND NIKOS VAFAEAS (1998) THE ASSOCIATION BETWEEN OPERATING CASH FLOWS AND DIVIDEND CHANGES: AN EMPIRICAL INVESTIGATION 50	
3.8 MICHAEL BRADLEY, DENNIS R. CAPOZZA AND PAUL J. SEGUIN (1998) DIVIDEND POLICY AND CASH FLOW UNCERTAINTY.....	54

3.9	GEORGE M. FRANKFURTER AND BOB G. WOOD JR. (2002) DIVIDEND POLICY THEORIES AND THEIR EMPIRICAL TESTS .....	57
3.10	SAMY BEN NACEUR, MOHAMED GOAIED AND AMEL BELANES (2005) ON THE DETERMINANTS AND DYNAMICS OF DIVIDEND POLICY.....	60
3.11	YOUSUF KHAN (2005) CASH FLOWS AS DETERMINANTS OF DIVIDENDS POLICY IN MATURE FIRMS: EVIDENCE FROM FTSE 250 AND AIM LISTED FIRMS.....	63
3.12	DAN GODE AND JAMES A. OHLSON (2006) A UNIFIED VALUATION FRAMEWORK FOR DIVIDENDS, FREE CASH FLOWS, RESIDUAL INCOME AND EARNINGS BASED MODELS .....	66
3.13	LITERATURE REVIEW TABLE.....	69
<b>ΕΝΟΤΗΤΑ 4<sup>Η</sup>: ΦΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ &amp; ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....</b>		<b>76</b>
4.1	ΓΕΝΙΚΑ .....	76
4.2	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ .....	76
4.3	ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ .....	78
4.4	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	80
4.5	ΈΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΣΙΜΟΤΗΤΑΣ – PANEL UNIT ROOT TESTS .....	81
4.6	FIXED / RANDOM EFFECTS – HAUSMAN TEST .....	83
<b>ΕΝΟΤΗΤΑ 5<sup>Η</sup>: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ...</b>		<b>85</b>
5.1	ΓΕΝΙΚΑ .....	85
5.2	PANEL UNIT ROOT TESTS .....	85
5.3	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ & ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ.....	88
5.4	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ & ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ.....	91
5.5	HAUSMAN TEST RESULTS .....	94
5.6	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	98
<b>ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>		<b>101</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α .....</b>		<b>104</b>
1.	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ – ΆΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ .....	104
2.	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΚΩΝ ΡΟΩΝ – ΈΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ .....	105
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β .....</b>		<b>106</b>
	ΠΙΝΑΚΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΛΗΦΘΗΚΑΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ.....	106
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>		<b>112</b>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερο ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στις καταστάσεις ταμειακών ροών και στην αξία της πληροφόρησης που παρέχουν τόσο στους επενδυτές, είτε πρόκειται για ιδιώτες είτε για θεσμικούς, όσο και στα διοικητικά μέλη των εταιρειών για την λήψη αποφάσεων. Η σημαντικότητα τους επιβεβαιώνεται και από τα διεθνή ρυθμιστικά όργανα, όπως είναι το IASC και το FASB, αφού η κατάσταση ταμειακών ροών αποτελεί βασικό τμήμα των οικονομικών καταστάσεων και η κατάρτισή της είναι πλέον υποχρεωτική για όλες τις επιχειρήσεις που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές.

Η μελέτη των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης παρέχει χρήσιμες πληροφορίες στους χρήστες τόσο για τις πηγές δημιουργίας των ταμειακών ροών και τον τρόπο χρησιμοποίησής τους όσο και για την ποιότητα των κερδών της επιχείρησης. Σε συνδυασμό και με τις άλλες οικονομικές καταστάσεις βοηθά τους χρήστες να σχηματίσουν μια εικόνα για την απόδοση και την ρευστότητα της επιχείρησης και καθιστά δυνατή την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών. Βασικός σκοπός της είναι να αναδείξει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει χρηματικά διαθέσιμα τα οποία χρησιμοποιεί για την διατήρηση και ανάπτυξη της παραγωγικής της ικανότητας, για νέες επενδύσεις και για την πληρωμή δανείων και μερισμάτων στους μετόχους της.

Συγκεκριμένα για το ζήτημα την διανομής μερίσματος, η διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης αποτελεί μια από τις βασικές αρχές στις οποίες στηρίζεται η χρηματοοικονομική διοίκηση. Η διερεύνηση των παραγόντων που την επηρεάζουν έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης ενός πλήθους ερευνητών και έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη μιας σειράς διαφορετικών και συχνά αντικρουόμενων θεωριών και μοντέλων. Γενικά, φαίνεται ότι από την πλευρά τους οι περισσότερες επιχειρήσεις καθιερώνουν μια πολιτική που αντανάκλα τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και κεφαλαιακές δαπάνες τους προσπαθώντας να μην παρεκκλίνουν από αυτή. Από την πλευρά τους οι επενδυτές φαίνεται ότι επικεντρώνουν το ενδιαφέρον

τους στην πληροφόρηση που πηγάζει από τις πράξεις της διοίκησης σχετικά με την μερισματική πολιτική.

Σύμφωνα και με την σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία η αξία μιας επιχείρησης στηρίζεται στην ικανότητά της να παράγει χρηματοοικονομικές ροές στο μέλλον. Στον βαθμό που οι ταμειακές ροές αποτελούν ένα αξιόπιστο μέτρο της απόδοσης της επιχείρησης και θεωρώντας ότι η διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την απόδοσή της, γίνεται φανερό ότι υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις για την ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσα στις ταμειακές ροές και σε μεταβολές στα μερίσματα.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η εμπειρική εξέταση της ικανότητας των ταμειακών ροών, τόσο των ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ειδικά όσο και των συνολικών γενικά, να προσθέτουν ερμηνευτική αξία στις μεταβολές της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Το θεωρητικό μοντέλο των μερισματικών μεταβολών που θα εξεταστεί περιλαμβάνει ήδη τα καθαρά κέρδη και το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης. Θα διερευνηθεί η σχέση που συνδέει και τους τρεις προσδιοριστικούς παράγοντες με τις μερισματικές μεταβολές και θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην σχέση που τις συνδέει τις ταμειακές ροές, η οποία προβλέπεται να είναι θετική.

Βασικός περιορισμός της εργασίας είναι το ίσως περιορισμένο δείγμα των εταιρειών που θα εξεταστεί, καθώς η μελέτη επικεντρώνεται μόνο στον ελληνικό χώρο και για μια χρονική περίοδο που καλύπτει πέντε έτη. Επιπλέον, οι τιμές των μεταβλητών που έχουν συγκεντρωθεί και αναλυθεί είναι σε ονομαστικές τιμές, ενώ ίσως θα μπορούσε να είχε χρησιμοποιηθεί κάποιος δείκτης αποπληθωρισμού, ώστε οι τιμές να είναι περισσότερο συγκρίσιμες. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές στο μοντέλο έχουν χρησιμοποιηθεί τα καθαρά κέρδη χρήσης, το επίπεδο των μερισμάτων της προηγούμενης χρήσης και οι ταμειακές ροές της χρήσης, ενώ η μελέτη θα μπορούσε να περιλαμβάνει περισσότερες μεταβλητές.

Αναφορικά με την διάρθρωση της εργασίας, οι πρώτες δύο ενότητες προσεγγίζουμε θεωρητικά την μερισματική πολιτική και τους παράγοντες που την επηρεάζουν και την έννοια και χρησιμότητα των ταμειακών ροών

σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, δημιουργώντας έτσι το απαραίτητο υπόβαθρο για την περαιτέρω ανάλυση. Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται συνοπτικά μελέτες σχετικές με το θέμα που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα. Στην συνέχεια αναπτύσσεται αναλυτικά η μεθοδολογία που ακολούθησε η συγκεκριμένη μελέτη, παρουσιάζονται πληροφορίες σχετικά με τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν και αναλύονται οι υποθέσεις και τα οικονομετρικά μοντέλα που ελέγχθηκαν εμπειρικά. Στην τελευταία ενότητα παρουσιάζονται εκτενώς τα αποτελέσματα της οικονομετρικής μελέτης και τα συμπεράσματα που προκύπτουν συγκρίνονται με τα αντίστοιχα των προηγούμενων ερευνών.

# ΕΝΟΤΗΤΑ 1<sup>Η</sup>: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

## 1.1 ΓΕΝΙΚΑ

Βασικός στόχος της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Στην πράξη συχνά υιοθετείται ένας πιο «στενός» στόχος, αυτός της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής της εταιρείας. Καθώς αποτελεί ένα μετρήσιμο και σαφή μέτρο της επιτυχίας μιας εταιρείας, η τιμή της μετοχής προσφέρει ένα καθαρό στόχο για τα μέλη της διοίκησης κατά την διάρκεια της λήψης αποφάσεων. Οι βασικές αρχές στις οποίες στηρίζεται η χρηματοοικονομική διοίκηση αφορούν τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τις επενδύσεις, την χρηματοδότηση και την διανομή μερίσματος. Όλες οι επιχειρήσεις πρέπει να επενδύουν τους διαθέσιμους πόρους τους με σύνεση, να διαμορφώνουν το κατάλληλο είδος και μείγμα χρηματοδότησης αυτών των επενδύσεων και να επιστρέφουν στους μετόχους την επιπλέον ρευστότητα αν δεν υπάρχουν αρκετά καλές επενδύσεις.

Τρεις σημαντικές ερωτήσεις που καλούνται να απαντήσουν τα μέλη μιας διοίκησης σχετικά με την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής της εταιρείας είναι τα ακόλουθα:

1. Τι ποσό από τις ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης πρέπει να μεταβιβαστεί στους μετόχους,
2. Αυτή η επιστροφή ρευστότητας στους μετόχους πρέπει να γίνει με την μορφή διανομής μερίσματος ή με την επαναγορά μετοχών, και
3. Πρέπει η εταιρεία να διατηρήσει μία σταθερή και συνεπή πολιτική διανομής ή θα πρέπει η πολιτική να μεταβάλλεται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν;

Οι περισσότερες επιχειρήσεις καθιερώνουν μια πολιτική που αντανάκλα τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και κεφαλαιακές δαπάνες τους και προσπαθούν να μην παρεκκλίνουν από αυτή. Η πολιτική μπορεί σαφώς να



μεταβληθεί, αυτό όμως μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα, καθώς τέτοιες αλλαγές μπορεί να προκαλέσουν δυσχέρειες στους μετόχους και να στείλουν λανθασμένα μηνύματα στην αγορά, που με την σειρά τους θα προκαλέσουν ζημιά στην τιμή της μετοχής. Βέβαια, παρά όλα τα παραπάνω, είναι κατανοητό ότι οι οικονομικές συγκυρίες μεταβάλλονται και κάποιες φορές τέτοιες αλλαγές αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να διαμορφώσουν εκ νέου την μερισματική πολιτική τους.

## 1.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ & ΜΕΤΡΑ

Ένα τμήμα της μερισματικής πολιτικής είναι και η συχνότητα διανομής του μερίσματος, κάτι που εξαρτάται από την χώρα στην οποία δραστηριοποιείται κάθε εταιρεία και από το νομικό πλαίσιο στο οποίο υπάγεται. Για παράδειγμα, οι εταιρείες στις ΗΠΑ διανέμουν μέρισμα κάθε τρίμηνο, ενώ εταιρείες σε άλλες χώρες διανέμουν μέρισμα σε εξαμηνιαία ή σε ετήσια βάση, όπως συμβαίνει και στην Ελλάδα.

Το μέρισμα μιας εταιρείας καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας. Η ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος (dividend declaration date) είναι πολύ σημαντική, γιατί είναι και η ημερομηνία που θα είναι ορατή η αντίδραση της αγοράς σε μια πιθανή μεταβολή του μερίσματος. Η ανακοίνωση για την διανομή του μερίσματος δηλώνει ότι η καταβολή του μερίσματος θα γίνει στους μετόχους που είναι εγγεγραμμένοι μια ορισμένη ημερομηνία εγγραφής (record date). Επειδή οι επενδυτές που αγοράζουν την μετοχή της εταιρείας από την επόμενη μέρα της ανακοίνωσης του μερίσματος (ex dividend date) δεν είναι και δικαιούχοι του μερίσματος, συνήθως η τιμή της μετοχής έχει πτωτική τάση της συγκεκριμένη ημέρα, που αντανακλά αυτή την απώλεια. Το τελικό βήμα αφορά στην αποστολή των επιταγών μερισμάτων την ημερομηνία πληρωμής του μερίσματος (dividend payment date), η οποία είναι συνήθως μερικές εβδομάδες μετά την ημερομηνία εγγραφής.

Για τον υπολογισμό του μερίσματος που καταβάλει μια εταιρεία χρησιμοποιούνται ευρέως δύο μέτρα. Το πρώτο είναι η μερισματική απόδοση

(Dividend Yield), που συνδέει το μέρισμα με την τιμή της μετοχής, και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Dividend Yield} = \text{Annual Dividends per Share} / \text{Price per Share}$$

Η μερισματική απόδοση είναι ένα πολύ σημαντικό μέτρο, γιατί αποτελεί ένα τρόπο μέτρησης του συστατικού της συνολικής αναμενόμενης απόδοσης μια μετοχής που οφείλεται στα μερίσματα, με το άλλο συστατικό να είναι η κεφαλαιακή απόδοση:

$$\text{Expected rate of return} = \text{Dividend Yield} + \text{Capital gains Yield}$$

Κάποιοι επενδυτές χρησιμοποιούν την μερισματική απόδοση ως ένα μέτρο κινδύνου και ως οδηγό επένδυσης, καθώς επιλέγουν να επενδύουν σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

Το δεύτερο μέτρο που χρησιμοποιείται είναι το ποσοστό πληρωμής μερίσματος (Dividend payout ratio), το οποίο συνδέει τα μερίσματα με τα κέρδη της εταιρείας και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \text{Dividends} / \text{Earnings}$$

Το συγκεκριμένο μέτρο χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση, ως ένας τρόπος υπολογισμού των μερισμάτων για μελλοντικές περιόδους, γιατί οι περισσότεροι αναλυτές υπολογίζουν ρυθμό ανάπτυξης των κερδών και όχι των μερισμάτων. Επίσης, είναι χρήσιμο για τον υπολογισμό της μελλοντικής ανάπτυξης των κερδών, καθώς έχει παρατηρηθεί ότι εταιρείες με σχετικά χαμηλό ποσοστό πληρωμής μερίσματος έχουν μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης κερδών συγκριτικά με εταιρείες με σχετικά υψηλό ποσοστό πληρωμής μερίσματος. Τέλος, το συγκεκριμένο ποσοστό τείνει να ακολουθεί τον κύκλο ζωής της εταιρείας ξεκινώντας μηδενικό όταν η εταιρεία είναι σε φάση υψηλής ανάπτυξης και σταδιακά αυξάνεται όσο η εταιρεία εισέρχεται στην φάση της ωριμότητας και οι προοπτικές ανάπτυξης μειώνονται.

### 1.3 Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Μέχρι τώρα είδαμε ότι μια μεταβολή στην μερισματική πολιτική και στο ποσοστό του διανεμόμενου μερίσματος μπορεί να παρέχει πληροφορίες στην αγορά σχετικά με τις προβλέψεις της διοίκησης για το μέλλον και έτσι να επηρεάσει την τιμή της μετοχής μιας εταιρείας. Η μεταβολή αυτή στην τιμή της μετοχής όμως είναι αναπόφευκτη, καθώς σταδιακά ενσωματώνεται η πληροφόρηση, η οποία γίνεται διαθέσιμη μέσω εναλλακτικών διαύλων. Στο σημείο αυτό, ένα από τα βασικά ερωτήματα που γεννιούνται είναι αν πέρα από την πληροφόρηση που παρέχουν οι επιλογές μιας επιχείρησης για την διαμόρφωση της μερισματικής της πολιτικής μπορούν επιπλέον να αυξήσουν και την αξία της.

Στο θέμα αυτό έχουν παρουσιαστεί τρεις αντικρουόμενες θεωρίες. Κάθε θεωρία με την σειρά της τάσσεται είτε υπέρ είτε κατά είτε κάπου στην μέση όσον αφορά στην επίδραση των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησης. Οι τρεις θεωρίες παρουσιάζονται παρακάτω.

1. **Dividend Irrelevance Theory:** Βασικοί υπερασπιστές αυτής της θεωρίας είναι οι Merton Miller και Franco Modigliani (MM). Στο σχετικό άρθρο τους το 1961 και για την θεμελίωση της θεωρίας του βασίστηκαν στην υπόθεση της ύπαρξης αποτελεσματικών αγορών, η οποία και ενσωματώνει επιμέρους υποθέσεις, όπως είναι η μη ύπαρξη φόρων και κόστους συναλλαγών. Με αυτή την βασική υπόθεση, υποστήριξαν ότι η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται μόνο από την δυναμική της για την παραγωγή κερδών και από τον επιχειρησιακό της κίνδυνο. Υποστήριξαν, δηλαδή, ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται μόνο από το εισόδημα που παράγουν τα στοιχεία του ενεργητικού και όχι στο πως αυτό το εισόδημα επιμερίζεται στα μερίσματα και στα μη διανεμόμενα κέρδη, άρα η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής. Επομένως, αν δεν υπάρχει φορολόγηση, ή αν τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με τον ίδιο συντελεστή, οι επενδυτές θα είναι αδιάφοροι ως προς τον τρόπο που θα λάβουν την απόδοση. Επιπλέον, λόγω της απουσίας εξόδων συναλλαγών οι

επενδυτές μπορούν ανάλογα με την επιθυμία τους για αυξημένα ή όχι μερίσματα να διαμορφώνουν ανάλογα το χαρτοφυλάκιο μετοχών τους και οι επιχειρήσεις που επιλέγουν ένα αυξημένο ποσοστό διανομής μερισμάτων μπορούν να εκδίδουν νέες μετοχές χωρίς επιπλέον κόστος για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων.

2. **The “Dividends are good” School:** Το βασικό συμπέρασμα των MM αμφισβητήθηκε έντονα στους ακαδημαϊκούς κύκλους, και κυρίως από τους Myron Gordon και John Lintner, οι οποίοι υποστήριξαν οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από την κεφαλαιακή απόδοση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές δεν είναι βέβαιοι ότι θα είναι αποδέκτες της αναμενόμενης κεφαλαιακής απόδοσης η οποία θα προκύψει ως αποτέλεσμα της επένδυσης των παρακρατηθέντων κερδών σε αντίθεση με την βεβαιότητα ότι θα λάβουν τις πληρωμές των μερισμάτων. Επομένως, οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στην αξία της μερισματικής απόδοσης από ό, τι στην αξία της κεφαλαιακής. Οι MM διαφώνησαν και υποστήριξαν ότι η συγκεκριμένη θεωρία δεν ευσταθεί, γιατί οι επενδυτές σκοπεύουν να επανεπενδύσουν τα μερίσματα που λαμβάνουν στην ίδια ή σε παρόμοιες εταιρείες και άρα μακροπρόθεσμα δεν είναι η μερισματική πολιτική που επηρεάζει το επίπεδο κινδύνου των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους επενδυτές, αλλά ο κίνδυνος που υπάρχει στις λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε κάποια επιπλέον επιχειρήματα που υποστηρίζουν την διανομή μερίσματος: κάποιοι επενδυτές θέλουν να λαμβάνουν μερίσματα και δεν τους ενδιαφέρει η ύπαρξη πιθανών φορολογικών μειονεκτημάτων, είτε γιατί η φορολόγηση τους είναι χαμηλή είτε γιατί χρειάζονται την τακτή εισροή ρευστότητας. Επιπλέον, η μεταβολή στα μερίσματα επιτρέπει στις εταιρείες από την μια πλευρά να επικοινωνούν στις αγορές πόσο βέβαιες είναι για τις μελλοντικές ταμειακές ροές και από την άλλη να μεταβάλλουν το μείγμα χρηματοδότησης ώστε να επιτύχουν το βέλτιστο ποσοστό δανεισμού. Τέλος, η δέσμευση για διανομή μερίσματος βοηθάει στην μείωση των συγκρούσεων ανάμεσα στους μετόχους και τα μέλη της διοίκησης.
3. **The “Dividends are bad” School:** Η θεωρία αυτή στηρίζεται στην διαφορετική φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων και των

κεφαλαιακών κερδών. Υποστηρίζει ότι στις περιόδους, και στις χώρες, όπου τα μερίσματα έχουν μεγαλύτερο συντελεστή φορολόγησης από τα κεφαλαιακά κέρδη, οι εταιρείες θα πρέπει να διανέμουν το μικρότερο ποσοστό μερίσματος που τους επιτρέπεται και η επιπλέον ρευστότητα θα χρησιμοποιείται για την επαναγορά μετοχών ή θα παρακρατείται. Μέσα από αυτή την μεταβολή της μερισματικής πολιτικής οι εταιρείες θα επιτυγχάνουν να μετατρέπουν την μερισματική απόδοση σε κεφαλαιακή. Το βασικό επιχείρημα της συγκεκριμένης θεωρίας είναι ότι ένας επενδυτής που φορολογείται δεν θα είναι ποτέ αρνητικός αν μπορούσε να επιτύχει χαμηλότερη φορολόγηση, οπότε αν τα μερίσματα έχουν μεγαλύτερο συντελεστή φορολόγησης, οι επενδυτές θα είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν ακριβότερα τις μετοχές με μικρή μερισματική απόδοση. Μια ακραία πρόταση είναι και η μη διανομή μερισμάτων σε αυτές τις περιπτώσεις και εναλλακτικά η επαναγορά ιδίων μετοχών σε μόνιμη βάση, κάτι που στην πράξη δεν πραγματοποιείται καθώς εμφανίζονται άλλοι θεσμικοί περιορισμοί, οι οποίοι όμως δεν αφορούν την παρούσα μελέτη. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν αυτή την στιγμή τα διανεμόμενα κέρδη των ανώνυμων εταιρειών με την μορφή μερίσματος φορολογούνται με συντελεστή 40%.

Και οι τρεις θεωρίες που παρουσιάστηκαν παραπάνω, προσφέρουν αντικρουόμενα επιχειρήματα για την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής και της σημαντικότητάς της στον καθορισμό της αξίας της επιχείρησης. Οι εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί για το συγκεκριμένο ζήτημα δεν έχουν καταφέρει να προσφέρουν ένα σαφές συμπέρασμα. Το σίγουρο είναι ότι δεν μπορούμε να είμαστε απόλυτοι όταν εξετάζουμε αυτές τις απόψεις. Το κύριο ενδιαφέρον των επενδυτών φαίνεται ότι επικεντρώνεται στην πληροφόρηση που πηγάζει από τις πράξεις της διοίκησης σχετικά με την μερισματική πολιτική. Αν και κάποιες διοικήσεις λαμβάνουν υπόψη την μερισματική πολιτική όταν υπολογίζουν το κόστος κεφαλαίου, οι περισσότεροι ακολουθούν μια πορεία κάπου στην μέση, καθώς η επίδραση της μερισματικής πολιτικής φαίνεται ότι είναι αρκετά αβέβαιη για να δικαιολογήσει επαρκώς τέτοιους υπολογισμούς.

## 1.4 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Είναι σημαντικό για την καλύτερη κατανόηση των θεωριών που παρουσιάστηκαν παραπάνω να αναφερθούμε και σε κάποια ειδικότερα ζητήματα που επηρεάζουν τις αποφάσεις της διοίκησης για την διαμόρφωση της μερισματική πολιτικής των εταιρειών, όπως είναι το λεγόμενο *clientelle effect* και η *signalling hypothesis*.

### THE CLIENTELLE EFFECT

Είναι εύκολα κατανοητό ότι διαφορετικές ομάδες επενδυτών, ή *clientelles*, προτιμούν και διαφορετική μερισματική πολιτική. Μπορούμε να διακρίνουμε δύο μεγάλες ομάδες επενδυτών. Από την μια πλευρά είναι η ομάδα που προτιμά την διανομή μερισμάτων, γιατί προτιμά την σταθερή ροή εισοδήματος και συνήθως οι επενδυτές αυτής της ομάδας βρίσκονται σε χαμηλή κλίμακα φορολόγησης, οπότε και δεν επηρεάζονται από πιθανά φορολογικά μειονεκτήματα. Από την άλλη είναι η ομάδα των επενδυτών που προτιμούν την επανεπένδυση των κερδών τους, και άρα δίνουν μεγαλύτερη σημασία στην κεφαλαιακή απόδοση από ό, τι στην μερισματική, γιατί δεν έχουν τόσο ανάγκη το εισόδημα, αλλά σκοπεύουν στην επένδυση των μερισμάτων που λαμβάνουν.

Με δεδομένη την διαφορετικότητα των επενδυτών, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι με την πάροδο του χρόνου οι επενδυτές τείνουν να επενδύουν σε μετοχές εταιρειών με μερισματική πολιτική η οποία είναι πιο κοντά στις προτιμήσεις τους. Αυτή η «συγκέντρωση» των επενδυτών είναι γνωστή ως *clientelle effect*. Στον βαθμό που οι επενδυτές μπορούν χωρίς δυσκολία να μεταβάλλουν το χαρτοφυλάκιό τους και να επενδύουν στις εταιρείες που ακολουθούν μια μερισματική πολιτική η οποία ταιριάζει καλύτερα στο προφίλ τους, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι διοικήσεις των εταιρειών έχουν την ευχέρεια να μεταβάλλουν την πολιτική τους, καθώς ανάλογα θα μεταβάλλουν και οι επενδυτές τα χαρτοφυλάκιά τους. Στην πράξη, όμως, κάτι τέτοιο δεν είναι εύκολο να γίνει καθώς υπάρχει μια σειρά

περιορισμών, όπως είναι τα κόστη συναλλαγών, η πιθανή φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών κλπ που μειώνουν την ευελιξία των επενδυτών. Έτσι, η διοίκηση μιας εταιρείας θα είναι αρκετά διστακτική στο να αλλάξει την μερισματική της πολιτική, λόγω του κινδύνου που αντιμετωπίζει να δυσαρεστήσει μεγάλο αριθμό από τους υπάρχοντες επενδυτές της και με αποτέλεσμα οι τελευταίοι να πουλήσουν τις μετοχές τους και να μειωθεί η αξία της μετοχής, είτε προσωρινά αν η αποχώρηση των επενδυτών είναι περιορισμένη είτε και μόνιμα αν η αποχώρηση είναι μαζική. Βέβαια, πρέπει να σημειωθεί, ότι μια ενδεχόμενη νέα μερισματική πολιτική μπορεί να προσελκύσει νέους επενδυτές και να αυξήσει την αξία της μετοχής.

Η ύπαρξη του *clientelle effect* στηρίζεται και από εμπειρικές μελέτες, δεν έχει αποδειχτεί όμως πόσο σημαντική είναι η επίδρασή του στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας. Χαρακτηριστικές είναι οι μελέτες των MM και Black και Scholes, οι οποίοι υποστήριξαν ότι η επίδραση του φαινομένου στην μερισματική πολιτική είναι σχεδόν ουδέτερη, γιατί οι επενδυτές είναι πάντα ικανοποιημένοι καθώς έχουν επιλέξει τις εταιρείες με την μερισματική πολιτική που ταιριάζει καλύτερα στο προφίλ τους. Σε καμία περίπτωση, βέβαια, δεν μπορεί να αγνοηθεί το *clientelle effect* εντελώς, καθώς παρόμοιες μελέτες έχουν επίσης αποδείξει την ύπαρξη επενδυτών που επιλέγουν μετοχές με ιστορικό υψηλής μερισματικής απόδοσης.

### **THE SIGNALING HYPOTHESIS**

Μια από τις βασικές υποθέσεις στην οποία στηρίχτηκε η θεωρία των MM είναι η αποτελεσματικότητα των αγορών και πιο συγκεκριμένα η επιμέρους υπόθεση για την συμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ όλων των παικτών της αγοράς, επενδυτών και διοικήσεων εταιρειών, αναφορικά με τα μελλοντικά κέρδη των εταιρειών και τα μερίσματα. Στην πράξη, όμως, κυριαρχεί μια ασυμμετρία, καθώς διαφορετικοί επενδυτές σχηματίζουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τα μερίσματα και η διοίκηση μιας εταιρείας πάντα βρίσκεται σε πιο πλεονεκτική θέση από τους επενδυτές σχετικά με την πληροφόρηση για τις προοπτικές της εταιρείας.

Οι χρηματαγορές εξετάζουν λεπτομερώς όλα τα μέτρα που λαμβάνουν οι εταιρείες και τις συνέπειες που πιθανώς θα έχουν αυτά στις μελλοντικές ταμειακές ροές και κέρδη τους. Κάθε ανακοίνωση για μεταβολή της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας είναι ένας τρόπος να επικοινωνήσει πληροφορίες στην αγορά, ακόμα και αν δεν είναι αυτός ο πρωταρχικός της στόχος. Τέτοιες ανακοινώσεις θεωρούνται πιο αξιόπιστες από αυτές που αναφέρονται στις μελλοντικές προοπτικές μια εταιρείας και οι οποίες αντιμετωπίζονται συνήθως με σκεπτικισμό, γιατί πολύ συχνά οι εταιρείες έχουν την τάση να υπερβάλλουν στους ισχυρισμούς τους.

Συνήθως, μια ανακοίνωση για αύξηση των μερισμάτων ακολουθείται από μια αύξηση στην τιμή της μετοχής, ενώ αντίστοιχα μια ανακοίνωση για μείωση των μερισμάτων ακολουθείται από πτώση στην τιμή της μετοχής. Κάτι τέτοιο συμβαίνει, γιατί μια αύξηση στο μέρισμα, περισσότερο από την αναμενόμενη, λειτουργεί ως «σήμα» για τους επενδυτές ότι η επιχείρηση αναμένει αύξηση στα μελλοντικά κέρδη. Μέσα από την αύξηση του μερίσματος η διοίκηση δημιουργεί ένα κόστος για την ίδια την εταιρεία, γιατί δεσμεύεται να καταβάλει αυτά τα μερίσματα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και αυτή η προθυμία της διοίκησης υποδεικνύει στους επενδυτές ότι η εταιρεία έχει την δυνατότητα να παράγει τις απαιτούμενες χρηματοροές. Αντίστοιχα, μια ανακοίνωση για μείωση του μερίσματος λαμβάνεται ως «αρνητικό» σήμα από τους επενδυτές, κυρίως γιατί οι εταιρείες είναι διστακτικές όταν πρόκειται για μια τέτοια μεταβολή της μερισματικής τους πολιτικής. Οπότε όταν η διοίκηση μιας εταιρείας λαμβάνει μια τέτοια απόφαση, αυτό μεταφράζεται από τους επενδυτές ότι μακροπρόθεσμα υπάρχει ο κίνδυνος για μειωμένη ρευστότητα και κέρδη και οδηγεί σε μια πτώση της τιμής της μετοχής.

Γενικά, οι εμπειρικές μελέτες στο συγκεκριμένο ζήτημα, και κυρίως οι πιο πρόσφατες που κάνουν χρήση και μεγαλύτερων στατιστικά δειγμάτων, φαίνεται να συμβαδίζουν με την θεωρία και να στηρίζουν το συμπέρασμα ότι μια θετική μεταβολή στα μερίσματα ακολουθείται από μια θετική μεταβολή στην τιμή της μετοχής και αντίστροφα, τα αποτελέσματα όμως είναι γενικά ανάμεικτα. Το σίγουρο είναι ότι υπάρχει πληροφοριακή δυναμική στις ανακοινώσεις για την μερισματική πολιτική μιας εταιρείας και γενικά οι επενδυτές φαίνεται ότι αντιμετωπίζουν θετικά μια ανακοίνωση για θετική



μεταβολή στα μερίσματα και οι αναλυτές γενικά τείνουν να επαναπροσδιορίζουν θετικά τις προβλέψεις τους για τα κέρδη του τρέχοντος έτους.

### **MANAGERIAL INTERESTS & DIVIDEND POLICY**

Είναι γεγονός ότι την μερισματική πολιτική κάθε εταιρείας την ορίζει η εκάστοτε διοίκησή της, και δεν θα αποτελούσε έκπληξη αν παρουσιαζόταν και μια σύγκρουση συμφερόντων στον τομέα αυτό ανάμεσα στους επενδυτές και την διοίκηση, οπότε και εμφανίζεται η έννοια του κόστους αντιπροσώπευσης (agency costs). Το κόστος αντιπροσώπευσης αναφέρεται στις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των ιδιοκτητών ή/ και των ατόμων που ασκούν τον έλεγχο σε μια εταιρεία, και μπορεί να πάρει διάφορες μορφές ανάλογα με την αγορά που εξετάζουμε ή το νομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται μια εταιρεία.

Θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι η δέσμευση μιας εταιρείας να διανέμει σταθερά μέρισμα λειτουργεί ως μέσο για τον έλεγχο της διοίκησης από τους επενδυτές και την μείωση των ελεύθερων ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για επενδυτικά προγράμματα έτσι ώστε να γίνεται προσεκτική επιλογή των προγραμμάτων. Στην περίπτωση που η διοίκηση δεν ακολουθεί αποδοτικά επενδυτικά προγράμματα, με αποτέλεσμα η κεφαλαιακή απόδοση των επενδυτών να είναι σχετικά μικρή, το ενδιαφέρον τους θα στραφεί στην μερισματική απόδοση, όπως υποστήριξαν και στην θεωρία τους οι Gordon και Lintner, που αναπτύχθηκε παραπάνω.

Με δεδομένα τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της διανομής μερίσματος και την έλλειψη μιας ενιαίας άποψης σχετικά με το πόσο επηρεάζουν την αξία μιας εταιρείας, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση των παραγόντων που λαμβάνει υπόψη της η διοίκηση μιας εταιρείας όταν λαμβάνει αποφάσεις σχετικά με την μερισματική πολιτική. Οι εμπειρικές μελέτες δεν έχουν καταλήξει, για ακόμα μια φορά, σε ένα συγκεκριμένο συμπέρασμα, καθώς υπάρχουν από την μια πλευρά έρευνες που καταλήγουν ότι οι διευθυντές μιας εταιρείας θεωρούν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της εταιρείας, λειτουργεί ως «σήμα» των

μελλοντικών προοπτικών της και οι επενδυτές επιλέγουν τις εταιρείες που καλύπτουν καλύτερα τις ανάγκες τους με την μερισματική πολιτική που ακολουθούν. Από την άλλη πλευρά, μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι το ενδιαφέρον των διευθυντών επικεντρώνεται στις πιθανές αλλαγές στα μερίσματα και όχι στο επίπεδο των αλλαγών, χωρίς να θεωρούν ότι μια αύξηση στα μερίσματα θα έχει ως αποτέλεσμα και μια αύξηση στην τιμή της μετοχής.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τις μελέτες είναι ότι οι διοικήσεις συμφωνούν στην διατήρηση μιας μερισματικής πολιτικής που ταιριάζει με το προφίλ των περισσότερων μετόχων της εταιρείας, στην αποφυγή μειώσεων στα μερίσματα και στην λήψη μέτρων που θα έχουν ως αποτέλεσμα την πτώση των κερδών ανά μετοχή, και τέλος στην διατήρηση μιας καλής πιστοληπτικής βαθμολόγησης και επιπέδου ρευστότητας.

Ως συμπέρασμα θα μπορούσαμε να πούμε ότι διακρίνουμε μια επιθυμία για διατήρηση σταθερότητας στην μερισματική πολιτική μιας εταιρείας, τόσο από την πλευρά της διοίκησης όσο και από την πλευρά των επενδυτών. Είναι χαρακτηριστικό ότι πολλοί επενδυτές βασίζονται στο εισόδημα που λαμβάνουν από τα μερίσματα για την κάλυψη αναγκών τους, οπότε μια ασταθής μερισματική πολιτική κάθε άλλο παρά επιθυμητή είναι. Ακόμα και στην περίπτωση των επενδυτών που προσανατολίζονται στην κεφαλαιακή απόδοση και όχι στην μερισματική, εμφανίζεται η επίδραση του signalling effect. Μια μεταβολή στα μερίσματα, για παράδειγμα μια μείωση του διανεμόμενου μερίσματος με σκοπό η εταιρεία να εξοικονομήσει κεφάλαια για χρηματοδότηση επενδύσεων, μπορεί να στείλει λανθασμένα μηνύματα στους επενδυτές και να οδηγήσει σε πτώση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Έτσι, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η επίτευξη του στόχου της μεγιστοποίησης της χρηματιστηριακής τιμής μιας εταιρείας προϋποθέτει από την εταιρεία την διατήρηση μιας σταθερής μερισματικής πολιτικής και καθώς για τις περισσότερες εταιρείες οι πωλήσεις και τα κέρδη αναμένονται να αυξάνονται σημαίνει ότι και τα ποσά που διανέμονται ως μέρισμα από τις εταιρείες θα αυξάνονται με ένα σταθερό και προβλέψιμο ρυθμό.

## 1.5 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΕΠΙΘΥΜΗΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Η απόφαση για το επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών στους μετόχους μιας εταιρείας πρέπει πάντα να κινείται γύρω από δύο βασικούς άξονες, ότι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων είναι από τους βασικότερους στόχους της διοίκησης και οι ταμειακές ροές της εταιρείας πραγματικά ανήκουν στους μετόχους της. Οπότε και η διοίκηση δεν πρέπει να παρακρατά κέρδη εκτός υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες με απόδοση για τους μετόχους μεγαλύτερη από μια αντίστοιχη που θα μπορούσαν να επιτύχουν αν οι ίδιοι επένδυαν τους πόρους σε εναλλακτικά σχέδια με ίδιο επίπεδο κινδύνου.

Δεν υπάρχει μια ενιαία και ιδανική μερισματική πολιτική για όλες τις επιχειρήσεις. Το ποσοστό διανομής μερίσματος και η μερισματική απόδοση μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης, τον κλάδο και το θεσμικό πλαίσιο στο οποίο δραστηριοποιείται και τις επενδυτικές ευκαιρίες που υπάρχουν. Για παράδειγμα, κάποιες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν μεγάλο ποσό ταμειακών ροών και εξαιτίας των περιορισμένων επενδυτικών ευκαιριών έχουν την δυνατότητα να διανέμουν μεγάλο ποσοστό μερίσματος – τέτοιες επιχειρήσεις είναι αυτές που δραστηριοποιούνται σε κερδοφόρους, αλλά ώριμους και σταθερούς κλάδους – προσελκύοντας έτσι επενδυτές που προτιμούν την υψηλή μερισματική απόδοση. Αντίθετα, επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους λόγω των πολλών επενδυτικών ευκαιριών έχουν πολύ χαμηλό ποσοστό διανομής μερίσματος, καθώς τα αυξανόμενα κέρδη παρακρατούνται για να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές ανάγκες προσελκύοντας επενδυτές που δίνουν βαρύτητα στην κεφαλαιακή απόδοση.

Για τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας οι προτιμήσεις των επενδυτών σχετικά με την μερισματική και την κεφαλαιακή απόδοση διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο. Εκτός, όμως, από αυτές για να καταλήξει η διοίκηση στον καθορισμό του βέλτιστου ποσοστού διανομής (optimal payout ratio) πρέπει να λάβει υπόψη της και τους παρακάτω παράγοντες:

1. Τις πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες για την εταιρεία που υπάρχουν ή πιθανώς να υπάρξουν στο άμεσο μέλλον και οι οποίες θα διαμορφώσουν την επενδυτική πολιτική της και θα καθορίσουν τις ανάγκες της για χρηματοδότηση,
2. Την επιθυμητή κεφαλαιακή της διάρθρωση, καθώς πρέπει να καθορίσει το επιθυμητό μείγμα χρηματοδότησης των επενδύσεών της, ώστε να καθορίσει την αναλογία των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια και να μπορέσει να μεγιστοποιήσει την απόδοση των τελευταίων,
3. Την διαθεσιμότητα και το κόστος του εξωτερικού δανεισμού, καθώς θα επηρεάσει σε σημαντικό βαθμό το ποσό κερδών που θα παρακρατηθούν για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά πλάνα της εταιρείας.

Μια εταιρεία, λοιπόν, αφού καθορίσει τον βέλτιστο προϋπολογισμό κεφαλαιακής επένδυσης, υπολογίζει το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν αυτές τις επενδύσεις και το ποσοστό των κερδών που θα επανεπενδυθούν και το ποσό των κερδών που απομένει διανέμεται στους μετόχους. Αν μια εταιρεία ακολουθήσει την συγκεκριμένη πολιτική για την διανομή μερίσματος, τότε το ποσό των μερισμάτων που θα διανεμηθούν κάθε έτος μπορούν να εκφραστούν από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Ετήσιο Μέρισμα} = \text{Καθαρά Κέρδη} - \text{Κέρδη προς χρηματοδότηση Επενδύσεων}$$

$$\text{Ετήσιο Μέρισμα} = \text{Καθαρά Κέρδη} - \left( \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}} \right) \times \left( \begin{array}{l} \text{Ανάγκες} \\ \text{κεφαλαιακής} \\ \text{επένδυσης} \end{array} \right)$$

Η συγκεκριμένη πολιτική ονομάζεται υπολειμματική μερισματική πολιτική (residual dividend policy) καθώς όπως υποδηλώνει και ο όρος «υπολειμματική» το μέρισμα προέρχεται από τα κέρδη που απομένουν.

Από την στιγμή που τόσο οι επενδυτικές ευκαιρίες όσο και τα κέρδη θα ποικίλλουν από χρονιά σε χρονιά μια αυστηρή προσκόλληση στο συγκεκριμένο μοντέλο θα έχει ως αποτέλεσμα ένα ασταθές ποσοστό διανομής. Το ένα έτος μπορεί η επιχείρηση να μην προχωρήσει σε διανομή

μερίσματος, γιατί έπρεπε να χρηματοδοτήσει κάποιες επενδυτικές ευκαιρίες και το επόμενο έτος μπορεί να διανείμει ένα μεγάλο μέρος των κερδών λόγω έλλειψης αξιόλογων επενδυτικών σχεδίων. Παρομοίως, η διακύμανση των κερδών μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά ποσά διανομής, ανεξάρτητα από την πιθανή σταθερότητα των επενδυτικών ευκαιριών.

Όμως, μια ασταθής μερισματική πολιτική δεν είναι επιθυμητή από τους επενδυτές, είτε πρόκειται για επενδυτές που επικεντρώνονται στην μερισματική απόδοση είτε πρόκειται για επενδυτές που επικεντρώνονται στην κεφαλαιακή απόδοση. Έτσι, μια επιχείρηση θα πρέπει να υπολογίζει ένα μέσο όρο κερδών και επενδυτικών ευκαιριών σε ορίζοντα πενταετίας περίπου, να χρησιμοποιεί αυτή την πρόβλεψη σε συνδυασμό με την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση για να υπολογίσει ένα μέσο ποσό διανομής με βάση το προαναφερθέν μοντέλο και να θέσει ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής (target payout ratio) το οποίο και θα προσπαθήσει να διατηρήσει για την συγκεκριμένη περίοδο.

Συμπερασματικά, οι επιχειρήσεις πρέπει να χρησιμοποιούν το μοντέλο της υπολειμματικής μερισματικής πολιτικής ως οδηγό για να καθορίσουν ένα μακροπρόθεσμο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών και όχι για να καθορίζουν την διανομή μερίσματος από έτος σε έτος. Το μοντέλο είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τις επιχειρήσεις, γιατί συμβάλλει στην καλύτερη κατανόηση των παραγόντων που επηρεάζουν την βέλτιστη μερισματική πολιτική, σε συνδυασμό με σύγχρονα χρηματοοικονομικά μοντέλα προβλέψεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το συγκεκριμένο μοντέλο για να καταλήξουν σε ένα σχέδιο μερισμάτων για μια ορισμένη περίοδο προγραμματισμού, συνήθως πενταετία, το οποίο θα παρέχει επαρκή κεφάλαια να στηρίξουν τον προϋπολογισμό της κεφαλαιακής επένδυσης, χωρίς να χρειαστεί να προχωρήσουν σε πώληση νέων μετοχών ή να μεταβάλλουν τα βέλτιστα ποσοστά κεφαλαιακής διάρθρωσης.

## ΕΝΟΤΗΤΑ 2<sup>Η</sup>: ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ

### 2.1 ΓΕΝΙΚΑ

Με το άνοιγμα των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών και την παγκοσμιοποίηση πιο έντονη από ποτέ, οι δυνατότητες δανεισμού των επιχειρήσεων – κυρίως του ιδιωτικού τομέα – έχουν διεθνοποιηθεί. Το γεγονός αυτό κάνει πιο επιτακτική την ανάγκη ύπαρξης λογιστικών προτύπων που θα εφαρμόζονται σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα, ώστε να εξασφαλίζεται η συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων που συντάσσει η κάθε επιχείρηση στο τέλος κάθε χρήσης.

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα αποτελούν ένα σύνολο διαδικασιών και κανόνων που διέπονται από λογική συνέχεια και συνέπεια, με αποτέλεσμα να αποφεύγονται αντιθέσεις και αντιφάσεις κατά την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων και αυτές να αποκτούν μεγαλύτερη συνοχή. Παρουσιάζουν, επίσης, τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να απεικονίζονται συγκεκριμένες οικονομικές συναλλαγές και γεγονότα, ώστε η συμμόρφωση με αυτούς του κανόνες να θεωρείται αναγκαία για την εύλογη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων.

Σε διεθνές επίπεδο, τα βασικότερα όργανα κατάρτισης λογιστικών προτύπων είναι η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), το Σώμα Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), η Συμβουλευτική Επιτροπή Προτύπων (SAC), η Επιτροπή Διεργητικών Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRIC) και η Ευρωπαϊκή Ένωση. Το IASC συστάθηκε το 1973 ως αποτέλεσμα μιας συμφωνίας των λογιστικών σωμάτων της Αυστραλίας, της Γαλλίας, του Μεξικό, του Καναδά, της Ιρλανδίας, της Ολλανδίας, της Αγγλίας και των ΗΠΑ, με κύριο σκοπό την έκδοση των λογιστικών προτύπων. Αποτελεί την μητρική του IASB το οποίο από το 2001 και μετά είναι πλέον υπεύθυνο για την κατάρτιση και έκδοση των

λογιστικών προτύπων. Τον Μάρτιο του 2001, επίσης, αποφασίστηκε ότι όλα τα Πρότυπα που θα εκδίδονται πλέον από το IASB θα ονομάζονται Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, ενώ τα πρότυπα που έχουν εκδοθεί από το IASC την περίοδο 1973 – 2001 ονομάζονται Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Το 2002 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σε συνεργασία με το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξέδωσαν τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθμό 1606/2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, ο οποίος δημοσιεύτηκε στην επίσημη εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΕΕ L 243) και προβλέπει «ότι για κάθε οικονομικό έτος που αρχίζει από την 01/01/2005 και εφεξής, οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και διέπονται από το δίκαιο ενός κράτους μέλους καταρτίζουν, κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.»

## 2.2 ΟΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν την δομημένη εικόνα μιας επιχείρησης, αναφορικά με την οικονομική θέση της, την απόδοσή της και τις συναλλαγές που έχει πραγματοποιήσει. Κύριος στόχος της κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων είναι η παροχή πληροφοριών σχετικά με την οικονομική θέση, την απόδοση και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης, καθώς και τα αποτελέσματα της αποτελεσματικής ή όχι διαχείρισης των πόρων από την διοίκηση.

Αποτελούν σημαντικό εργαλείο για τους επενδυτές, γιατί τους βοηθούν στην προσπάθειά τους να εκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης και πιο συγκεκριμένα το χρόνο και την βεβαιότητα της δημιουργίας τους. Μια πλήρης σειρά οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει, σύμφωνα με το ΔΛΠ 1, τις παρακάτω οικονομικές καταστάσεις:

- Ισολογισμό,

- Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης,
- Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων, που παρουσιάζει όλες τις μεταβολές στα Ίδια Κεφάλαια ή τις μεταβολές στα Ίδια Κεφάλαια, με την εξαίρεση εκείνων είναι αποτέλεσμα συναλλαγών με τους κατόχους μετοχών, οι οποίοι δρουν υπό την ιδιότητα του μετόχου,
- Κατάσταση Ταμειακών Ροών και
- Επεξηγηματικές Σημειώσεις, οι οποίες περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και άλλες αναγκαίες πληροφορίες.

Στην παρούσα ενότητα, το τμήμα των οικονομικών καταστάσεων που θα μας απασχολήσει είναι η Κατάσταση Ταμειακών Ροών, η σύνταξη της οποίας διέπεται από τις αρχές και τους κανόνες του ΔΛΠ 7.

Σκοπός της κατάστασης ταμειακών ροών είναι να παρέχει στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων χρήσιμες πληροφορίες ώστε να εκτιμούν την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα, αλλά τις ανάγκες της επιχείρησης να χρησιμοποιεί αυτές τις ταμειακές ροές. Μέσα από την μελέτη της συγκεκριμένης κατάστασης ένας επενδυτής μπορεί να αντλήσει χρήσιμες πληροφορίες για μια σειρά θεμάτων, όπως είναι οι πηγές δημιουργίας των ταμειακών ροών, γιατί η δυνατότητα μιας επιχείρησης να έχει εισροές χρηματικών πόρων κατά την διάρκεια μιας περιόδου είναι αποτέλεσμα ενός συνόλου οικονομικών πράξεων, όπως είναι οι κύριες και δευτερεύουσες δραστηριότητες της επιχείρησης, ο ξένος δανεισμός, οι εισφορές κεφαλαίων από τους μετόχους κλπ. Επιπλέον, ένας επενδυτής μπορεί να μάθει τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιήθηκαν τα διαθέσιμα, γιατί οι εκροές χρηματικών πόρων κατά την διάρκεια μιας περιόδου έχουν ως σκοπό την συνέχιση και ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της επιχείρησης μέσα από την απόκτηση των κατάλληλων μέσων.

Εκτός από τα παραπάνω, μέσα από την κατάσταση ταμειακών ροών αναδεικνύεται η ποιότητα των κερδών της επιχείρησης, γιατί χρησιμοποιείται συμπληρωματικά με την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και γίνεται δυνατή η πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών. Τέλος, ο επενδυτής μπορεί να εκτιμήσει από ποιες δραστηριότητες της επιχείρησης δημιουργήθηκαν τα διαθέσιμα, γιατί η σύνταξη της κατάστασης ταμειακών



ρών απαιτεί με βάση το ΔΛΠ 7 την διάκριση και κατάταξη των ταμειακών ροών της χρήσης σε επιμέρους ομάδες δραστηριοτήτων.

Σε γενικές γραμμές, η χρησιμοποίηση της κατάστασης ταμειακών ροών σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης επιτρέπουν σε έναν χρήστη να εκτιμήσει τις μεταβολές στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και στην χρηματοοικονομική της δομή, καθώς και την δυνατότητα και ευελιξία της επιχείρησης να προσαρμόζεται στις ανάγκες της αγοράς επηρεάζοντας τις ταμειακές ροές της. Τέλος, η χρήση της κατάστασης ταμειακών ροών βοηθάει στην σύγκριση της απόδοσης μιας επιχείρησης με τις υπόλοιπες, γιατί περιορίζονται οι επιδράσεις που οφείλονται στους διαφορετικούς λογιστικούς χειρισμούς για τις ίδιες συναλλαγές και οικονομικά γεγονότα.

## 2.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ & ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Σύμφωνα με τις απαιτήσεις του ΔΛΠ 7, οι ταμειακές ροές κάθε επιχείρησης ταξινομούνται και παρουσιάζονται σε τρεις κύριες κατηγορίες:

- Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες,
- Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες, και
- Ταμειακές Ροές από Χρηματοοικονομικές Δραστηριότητες.

Μια επιχείρηση ταξινομεί και παρουσιάζει τις ταμειακές ροές της από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες με τον τρόπο που αρμόζει περισσότερο στην επιχειρηματική μορφή της. Σκοπός της κατάταξης σε δραστηριότητες είναι η παροχή πληροφοριών στους χρήστες ώστε να εκτιμήσουν την επίδραση αυτών των δραστηριοτήτων στην οικονομική θέση της επιχείρησης, το ποσό των ταμειακών της διαθέσιμων και ταμειακών ισοδυνάμων και της σχέσης ανάμεσα σε αυτές τις δραστηριότητες.

### ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα είναι στην ουσία η ένδειξη της δυνατότητας, ή αντίθετα της αδυναμίας, μιας επιχείρησης να παράγει χρηματικά διαθέσιμα που τα χρησιμοποιεί για την διατήρηση και ανάπτυξη της παραγωγικής της ικανότητας, για νέες επενδύσεις χωρίς να προσφεύγει σε ξένο δανεισμό και για την πληρωμή δανείων και μερισμάτων στους μετόχους της. Αυτές οι ταμειακές ροές προέρχονται κατά βάση από τις κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης και κατά συνέπεια πηγάζουν γενικά από συναλλαγές και άλλα γεγονότα που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του καθαρού κέρδους ή της ζημιάς.

Οι παρακάτω κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν παραδείγματα ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες:

- Εισπράξεις από την πώληση αγαθών και την παροχή υπηρεσιών,
- Εισπράξεις από δικαιώματα, αμοιβές, προμήθειες και άλλα έσοδα,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – σε προμηθευτές αγαθών και υπηρεσιών,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – σε εργαζομένους και για λογαριασμό αυτών,
- Εισπράξεις και πληρωμές – τοις μετρητοίς – μιας ασφαλιστικής επιχείρησης για ασφάλιστρα και αποζημιώσεις, συντάξεις και άλλες ασφαλιστικές παροχές,
- Εισπράξεις και πληρωμές – τοις μετρητοίς – από συμβάσεις που κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – ή επιστροφές πάσης φύσεως φόρων, όπως ο φόρος εισοδήματος, ο ΦΠΑ κλπ, εκτός αν μπορεί ειδικά να εξατομικευθούν ως επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές δραστηριότητες,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – ενοικίων για εξοπλισμό που χρησιμοποιείται για την άσκηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Κάποιες συναλλαγές, όπως είναι η πώληση ενός ενσώματου παγίου, μπορεί να έχουν ως οδηγήσουν σε ένα κέρδος ή ζημία, που επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα, όμως οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τέτοιες συναλλαγές εμπίπτουν στις ροές από επενδυτικές λειτουργίες. Από την άλλη

πλευρά, μια επιχείρηση μπορεί να έχει στην κατοχή της χρεόγραφα και δάνεια αποκλειστικά για συναλλακτικούς σκοπούς (hold for trading), οπότε αυτά αντιστοιχούν σε απόθεμα που αγοράστηκε για μεταπώληση και οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τις εν λόγω συναλλαγές εμπίπτουν στις ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Με τον ίδιο τρόπο κατατάσσονται και ταμειακές προκαταβολές και δάνεια που χορηγούνται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, γιατί σχετίζονται με την κύρια δραστηριότητα δημιουργίας εσόδων αυτής της επιχείρησης (ΔΛΠ 7, αναθεώρηση 2008, παρ 15).

Η παρουσίαση των ταμειακών ροών που προέρχονται από λειτουργικές δραστηριότητες μπορεί να γίνει είτε με την άμεση μέθοδο είτε με την έμμεση. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ΔΛΠ 7 προτρέπει τις επιχειρήσεις να εμφανίζουν τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με την άμεση μέθοδο. Ένα βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής σε σχέση με την έμμεση μέθοδο είναι ότι παρέχει πληροφορίες χρήσιμες για την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.

Με την πρώτη μέθοδο, γίνεται η γνωστοποίηση των κύριων κατηγοριών ακαθάριστων εισπράξεων και ακαθάριστων πληρωμών τοις μετρητοίς μέσα στην χρήση. Τα δεδομένα για την σύνταξη της κατάστασης με αυτή την μέθοδο λαμβάνονται από τα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης, από τον υπολογισμό των μεταβολών των λογαριασμών εισπρακτέων, πληρωτέων και των λογαριασμών αποθεμάτων σε συνδυασμό με τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Υπόδειγμα του τρόπου κατάρτισης της κατάστασης ταμειακών ροών με την άμεση μέθοδο παρουσιάζεται στο παράρτημα Α'.

Η έμμεση μέθοδος αναμορφώνει το καθαρό κέρδος ή ζημία με βάση τις επιδράσεις των συναλλαγών μη ταμειακής φύσης, όπως είναι οι αποσβέσεις, των προεισπραχθέντων και εισπρακτέων εσόδων, των προπληρωθέντων και πληρωτέων εξόδων και των στοιχείων εσόδων ή εξόδων που εμπίπτουν σε επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Με την έμμεση μέθοδο υπάρχει η δυνατότητα, εναλλακτικά, να παρουσιάζονται οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζοντας τα έσοδα και τα έξοδα που απεικονίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, καθώς και τις μεταβολές κατά την διάρκεια της χρήσης στα αποθέματα, στις οργανικές απαιτήσεις και στους λογαριασμούς πληρωτέους.

Η διαδικασία της κατάρτισης των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες με την έμμεση μέθοδο ξεκινά από τα κέρδη προ φόρων τα οποία προσαρμόζονται, καθώς εξαλείφονται τα μη ταμειακά έξοδα (όπως είναι οι αποσβέσεις και οι προβλέψεις), τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, (όπως είναι οι τόκοι έξοδα), τα έσοδα και έξοδα που σχετίζονται με τις επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης (όπως είναι τα έσοδα από μερίσματα) και οι λοιπές μη ταμειακές συναλλαγές (όπως είναι οι συναλλαγματικές διαφορές αποτίμησης). Πρέπει να σημειωθεί, ότι οι προσαρμογές που αναφέρθηκαν γίνονται με αντίθετο πρόσημο από αυτό που εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, για παράδειγμα οι αποσβέσεις προστίθενται στα καθαρά κέρδη για τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, γιατί αποτελούν ένα έξοδο χωρίς ταμειακή εκροή.

Αναφορικά με τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης όπως είναι οι μεταβολές των αποθεμάτων, των απαιτήσεων, των φόρων, των προμηθευτών και των λοιπών υποχρεώσεων, κάθε αύξηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και κάθε μείωση των στοιχείων των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αφαιρούνται από τα καθαρά κέρδη και το ανάποδο. Για παράδειγμα μια αύξηση των προμηθευτών προστίθεται στα καθαρά κέρδη, γιατί αντιπροσωπεύει αγορές αγαθών για τις οποίες δεν έχουν γίνει ταμειακές εκροές και μια αύξηση των πελατών αφαιρείται από τα καθαρά κέρδη, γιατί αντιπροσωπεύει έσοδα της χρήσης για τα οποία δεν υπήρξε ταμειακή εισροή. Η κατάρτιση της κατάστασης των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ολοκληρώνεται με την επίδραση των φόρων και τόκων που καταβλήθηκαν μέσα στην χρήση. Υπόδειγμα της κατάρτισης της κατάστασης ταμειακών ροών με την έμμεση μέθοδο αναλύεται στο δεύτερο μέρος του παραρτήματος Α'.

Στο σημείο αυτό να τονίσουμε ότι όποια μέθοδο και αν αποφασίσει μια επιχείρηση να χρησιμοποιήσει για την κατάρτιση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, το τελικό αποτέλεσμα που προκύπτει πρέπει να είναι το ίδιο.

Μέσα από την μελέτη των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες μπορούν να προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα για τους χρήστες. Οι θετικές ταμειακές ροές αποτελούν ένδειξη μια υγιούς επιχείρησης,

καθώς αντιπροσωπεύουν ταμειακές εισροές. Το θετικό πρόσημο όμως των ταμειακών ροών δεν είναι αρκετό, καθώς ο χρήστης πρέπει να συγκρίνει διαχρονικά την πορεία τους, γιατί μια σταδιακή και συνεχιζόμενη μείωση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες μπορεί να είναι ιδιαίτερα ανησυχητική.

Αρνητικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζουν στην πλειοψηφία τους οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης, γιατί δαπανούν μεγάλα ποσά για παραγωγικές εγκαταστάσεις, τρόπους διάθεσης των προϊόντων, έρευνας και ανάπτυξης και αναμένουν εισροές από πελάτες στο μέλλον. Πρέπει να σημειωθεί, ότι στην περίπτωση αρνητικών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες η χρηματοδότηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης γίνεται αναπόφευκτα με ξένο δανεισμό ή με αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, με ρευστοποίηση επενδύσεων ή με μείωση των διαθεσίμων. Οι ενέργειες όμως αυτές δεν μπορεί να έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, γιατί από την μία πλευρά η ρευστοποίηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού για παράδειγμα θέτει το ερώτημα της δυνατότητας της επιχείρησης να συνεχίσει την λειτουργία της και από την άλλη πλευρά θα διακοπεί η χρηματοδότηση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες συνεχίσουν να παρουσιάζουν αρνητικό πρόσημο.

#### **ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ**

Οι ταμειακές ροές από την επενδυτική δραστηριότητα μιας επιχείρησης προκύπτουν από την απόκτηση και διάθεση μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων και άλλων επενδύσεων, οι οποίες δεν περιλαμβάνονται στα ταμειακά ισοδύναμα. Από την στιγμή που οι ταμειακές ροές αυτής της κατηγορίας δείχνουν σε ποιο βαθμό η επιχείρηση έχει προχωρήσει σε μια σειρά επενδύσεων, οι οποίες με την σειρά τους θα είναι μελλοντική πηγή εσόδων, η ιδιαίτερη γνωστοποίησή τους είναι πολύ σημαντική.

Οι παρακάτω κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν παραδείγματα ταμειακών ροών από επενδυτικές δραστηριότητες:

- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – για την απόκτηση ενσώματων παγίων, άυλων περιουσιακών στοιχείων και λοιπών μακροπρόθεσμων

περιουσιακών στοιχείων. Σε αυτές τις πληρωμές περιλαμβάνονται και αυτές που αφορούν στην κεφαλαιοποίηση κόστους ανάπτυξης και ιδιοκατασκευαζόμενα ενσώματα πάγια.

- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – για την απόκτηση συμμετοχών στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, χρεωστικών τίτλων άλλων επιχειρήσεων και δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες, εκτός από αυτές που θεωρούνται ως ταμειακά ισοδύναμα ή κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς.
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – για συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και προθεσμιακές συμβάσεις, συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης (options) και συμβάσεις ανταλλαγών (swaps), εκτός αν οι συμβάσεις κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς ή οι αντίστοιχες πληρωμές κατατάσσονται στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.
- Ταμειακές προκαταβολές και δάνεια που χορηγούνται σε τρίτους, εξαιρούνται οι προκαταβολές και τα δάνεια που χορηγούνται από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.
- Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων και άλλων μακροπρόθεσμων απαιτήσεων και αποπληρωμές χορηγηθέντων δανείων.
- Εισπράξεις από τόκους, μερίσματα, μακροπρόθεσμες απαιτήσεις και συμμετοχές.
- Εισπράξεις από πωλήσεις συμμετοχών, χρεωστικών τίτλων άλλων επιχειρήσεων και δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες, εκτός από αυτές που θεωρούνται ταμειακά ισοδύναμα ή κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς.
- Εισπράξεις από συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και προθεσμιακές συμβάσεις, συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης (options) και συμβάσεις ανταλλαγών (swaps), εκτός αν οι συμβάσεις κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς ή οι αντίστοιχες πληρωμές κατατάσσονται στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί οι επενδυτικές δραστηριότητες αποτελούν την πηγή μελλοντικών εσόδων. Κατά συνέπεια, οι ταμειακές εκροές για

επενδυτικές δραστηριότητες παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους χρήστες για την επέκταση της επιχείρησης και για τα προσδοκώμενα μελλοντικά της κέρδη. Από την άλλη πλευρά, οι ταμειακές εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες προέρχονται από την πώληση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και από την είσπραξη προκαταβολών και δανείων. Αν αυτές οι εισροές από την πώληση στοιχείων του πάγιου ενεργητικού είναι συνεχιζόμενες στην διάρκεια των χρήσεων, τότε δημιουργείται σοβαρή αμφιβολία σχετικά με την δυνατότητα της επιχείρησης να συνεχίσει την εύρυθμη λειτουργία της.

#### **ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ**

Οι ταμειακές ροές από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης οδηγούν σε μεταβολές στο μέγεθος και στην συγκρότηση του μετοχικού ή εταιρικού κεφαλαίου και του δανεισμού της επιχείρησης (ΔΛΠ 7, αναθεώρηση 2008, παρ 6). Η ιδιαίτερη γνωστοποίηση των ταμειακών ροών της συγκεκριμένης κατηγορίας είναι πολύ σημαντική, γιατί πληροφορεί τους χρήστες σχετικά με τους τρόπους χρηματοδότησης της επιχείρησης σε κάθε χρήση.

Οι παρακάτω κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν παραδείγματα ταμειακών ροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες:

- Εισπράξεις μετρητών από την έκδοση μετοχών ή άλλων συμμετοχικών τίτλων,
- Εισπράξεις μετρητών από την έκδοση ομολόγων, δανείων, γραμματίων, ομολογιών ενυπόθηκων δανείων και άλλων βραχυπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων δανείων,
- Εκταμιεύσεις για αποπληρωμή δανείων,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – μερισμάτων κοινών ή προνομιούχων μετοχών,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – στους μετόχους ή εταίρους για να εξαγοραστούν ή να επιστραφούν οι μετοχές της επιχείρησης,
- Πληρωμές – τοις μετρητοίς – μισθωτή για την μείωση του οφειλόμενου υπολοίπου χρηματοοικονομικής μίσθωσης.

Από την μελέτη των ταμειακών ροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης ένας χρήστης μπορεί να καταλήξει σε μια προεκτίμηση των διεκδικήσεων πάνω στις μελλοντικές ταμειακές ροές από τους χρηματοδότες της επιχείρησης. Αναφορικά με τις ταμειακές εισροές της εν λόγω κατηγορίας, στην περίπτωση που μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου βελτιώνει την σχέση του δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια, εμφανίζεται μια θετική εικόνα για την επιχείρηση και μειώνεται η πιθανότητα μελλοντικής παύσης της λειτουργίας της. Στην αντίθετη περίπτωση, που η επιχείρηση, δηλαδή, αγοράσει ίδιες μετοχές και προχωρήσει στην ουσία σε μείωση κεφαλαίου, η ενέργεια είναι επιτρεπτή μόνο εφόσον υπάρξει βεβαίωση από αρμόδιες αρχές ότι τα κεφάλαια της εταιρείας μετά την μείωση είναι επαρκή για να εξυπηρετηθούν οι χρηματοδότες της και οι τρίτοι.

Επιπλέον, πρέπει να σημειωθεί ότι ένας αναλυτής, αλλά και οι επενδυτές, θέλουν να γνωρίζουν τις συνέπειες που μπορεί να έχει μια αύξηση των ξένων κεφαλαίων και ποια είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει μελλοντικά τον δανεισμό, οπότε στην περίπτωση που υπάρχει αυτή η δυνατότητα ο δανεισμός αντιμετωπίζεται προς όφελος της επιχείρησης.

Τόσο για τις επενδυτικές όσο και για τις χρηματοοικονομικές ταμειακές ροές ο τρόπος παρουσίασης είναι ο ίδιος, ανεξάρτητα από το αν η επιχείρηση εφαρμόζει την άμεση ή την έμμεση μέθοδο για την παρουσίαση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

Συμπερασματικά, μια επιχείρηση πρέπει να εμφανίζει ξεχωριστά τις κύριες κατηγορίες ακαθάριστων εισπράξεων και πληρωμών από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, εκτός από τις παρακάτω ταμειακές ροές, οι οποίες μπορεί να εμφανίζονται σε καθαρή βάση:

- Εισπράξεις και πληρωμές για λογαριασμό πελατών, όταν οι ταμειακές ροές αφορούν τις δραστηριότητες του πελάτη και όχι της επιχείρησης, όπως είναι τα κεφάλαια που κατέχονται για λογαριασμό πελατών από μια επιχείρηση επενδύσεων ή τα μισθώματα που εισπράχτηκαν για λογαριασμό των ιδιοκτητών και αποδόθηκαν σε αυτούς.



- Εισπράξεις και πληρωμές για στοιχεία των οποίων η κυκλοφοριακή ταχύτητα είναι υψηλή, τα ποσά είναι μεγάλα και οι λήξεις τους είναι σύντομες, όπως είναι οι προκαταβολές που δίνονται για ποσά που αφορούν πιστωτικές κάρτες πελατών, αγορά και πώληση επενδύσεων και άλλες περιπτώσεις βραχυπρόθεσμου δανεισμού (ΔΛΠ 7, αναθεώρηση 2008, παρ 22 – 23).

Στην ειδική περίπτωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ταμειακές ροές που αφορούν σε εισπράξεις ή πληρωμές για την αποδοχή και αποπληρωμή καταθέσεων με ορισμένη ημερομηνία λήξης, καταθέσεις σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ταμειακές προκαταβολές και δάνεια προς πελάτες και η πληρωμή αυτών, μπορούν να εμφανίζονται επίσης σε καθαρή βάση.

## 2.4 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Για να έχουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα σχετικά με τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης θα αναφερθούμε και σε κάποια ειδικά θέματα που απαιτούν ιδιαίτερο χειρισμό από την επιχείρηση κατά την κατάρτιση των ταμειακών ροών, όπως είναι οι φόροι, οι τόκοι και τα μερίσματα, οι επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες, οι συναλλαγές σε ξένο νόμισμα και οι μη ταμειακές συναλλαγές.

Αναφορικά με τους φόρους, αυτοί πρέπει να παρουσιάζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών ως ξεχωριστό κονδύλι και κατατάσσονται στις λειτουργικές δραστηριότητες, χωρίς όμως να αποκλείεται η κατάταξή τους σε περισσότερες από μία κατηγορίες αν υπάρχουν στοιχεία που επιτρέπουν ένα τέτοιο χειρισμό. Όταν οι ταμειακές εκροές για φόρους κατανέμονται σε περισσότερες από μία δραστηριότητες, πρέπει να γνωστοποιείται το συνολικό ποσό των φόρων που καταβλήθηκε.

Όπως ισχύει για τους φόρους έτσι και οι τόκοι και τα μερίσματα πρέπει να παρουσιάζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών ξεχωριστά. Οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να ταξινομήσουν τα συγκεκριμένα κονδύλια

κατά την κρίση τους σε μία από τις τρεις κατηγορίες ταμειακών ροών, υποχρεώνονται όμως να ακολουθήσουν την ταξινόμηση αυτή με συνέπεια προκειμένου να διασφαλιστεί η συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων. Επιπλέον, συγκεκριμένα για τους τόκους που καταβλήθηκαν, πρέπει να εμφανίζονται στο σύνολό τους στην κατάσταση ταμειακών ροών, ανεξάρτητα από το αν έχουν αναγνωρισθεί ως έξοδο στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ή αν έχουν κεφαλαιοποιηθεί.

Σχετικά με τις επενδύσεις σε θυγατρικές ή συγγενείς επιχειρήσεις, όταν η αναγνώριση γίνεται με την μέθοδο της καθαρής θέσης ή της μεθόδου του κόστους, τότε η επενδύτρια επιχείρηση περιορίζει τις αναφορές της στην κατάσταση ταμειακών ροών, στις ταμειακές ροές μεταξύ αυτής και της συγγενούς ή της θυγατρικής, όπως για παράδειγμα στα μερίσματα που λαμβάνει η μητρική επιχείρηση και στις προκαταβολές (ΔΛΠ 7, αναθεώρηση 2008, παρ 37). Επίσης, ανάλογα με την μέθοδο που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση παρουσιάζει και τα δικαιώματά της σε από κοινού ελεγχόμενες εταιρείες.

Όσον αφορά στις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται σε ξένο νόμισμα, αυτές εμφανίζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών στο νόμισμα λειτουργίας της επιχείρησης. Η ισοτιμία που χρησιμοποιείται για την μετατροπή είναι αυτή που ισχύει κατά την ημερομηνία που γίνεται η ταμειακή ροή. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ή ζημιές από τις μεταβολές του ξένου νομίσματος δεν αντιμετωπίζονται ως ταμειακές ροές, ενώ αντίθετα η επίδραση των μεταβολών του ξένου νομίσματος στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα εμφανίζεται στην κατάσταση ταμειακών ροών για λόγους συμφωνίας ξεχωριστά από τις κύριες κατηγορίες των ταμειακών ροών.

Τέλος, όλες οι συναλλαγές επενδυτικής και χρηματοοικονομικής φύσης που πραγματοποιούνται χωρίς την χρήση ταμειακών διαθεσίμων ή ισοδυνάμων, δεν παρουσιάζονται στην κατάσταση ταμειακών ροών μιας επιχείρησης, αλλά γνωστοποιούνται με τις άλλες οικονομικές καταστάσεις παρέχοντας όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τις αντίστοιχες δραστηριότητες.

Η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι η αξία μιας επιχείρησης βασίζεται στην ικανότητά της να παράγει ταμειακές ροές στο

μέλλον. Αναφορικά με την σχέση των ταμειακών ροών, γενικά, και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, ειδικά, αναμένουμε υψηλή συσχέτιση με την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης. Το μέτρο που επικρατεί μέχρι σήμερα, όμως, τόσο για την μέτρηση της απόδοσης μιας επιχείρησης όσο και για την συσχέτιση με την μερισματική πολιτική της είναι τα καθαρά κέρδη. Κάτι τέτοιο είναι λογικό, καθώς στην πλειοψηφία των περιπτώσεων το μέρισμα καθορίζεται ως ποσοστό επί των καθαρών κερδών. Αναφορά στην σχέση κερδών, μερισμάτων και ταμειακών ροών γίνεται και στο πρώτο κεφάλαιο για την μερισματική πολιτική.

## ΕΝΟΤΗΤΑ 3<sup>Η</sup>: ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

### 3.1 JOHN LINTNER (1956) DISTRIBUTION OF INCOMES OF CORPORATIONS AMONG DIVIDENDS, RETAINED EARNINGS AND TAXES

Η παρούσα μελέτη έχει ως σκοπό να παρουσιάσει κάποια από τα σημαντικότερα αποτελέσματα σχετικά με την μερισματική πολιτική των εταιριών και τα οποία έχουν σχετικά άμεση σχέση με τις κυκλικές διακυμάνσεις και τις μακροπρόθεσμες τάσεις ανάπτυξης στην οικονομία. Η μελέτη επικεντρώνεται στις αποφάσεις που αφορούν την μερισματική πολιτική, γιατί έχει αποδειχτεί ότι τα μερίσματα αποτελούν την κυρίαρχη μεταβλητή για την λήψη αποφάσεων στις περισσότερες περιπτώσεις.

Από ένα σύνολο 600 περίπου εταιριών επιλέχθηκε ένα δείγμα 28 επιχειρήσεων για έρευνα, οι οποίες ανήκουν στον ευρύτερο βιομηχανικό τομέα, με βάση συγκεκριμένα κριτήρια που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική. Κάποια από αυτά τα κριτήρια είναι το μέγεθος, η συχνότητα μεταβολής των επιτοκίων, ο μέσος όρος των κερδών που επενδύονται, ο δείκτης P/E, η ρευστότητα των κεφαλαίων, η κεφαλαιοποίηση, το ποσοστό ιδιοκτησίας μετοχών από την διοίκηση και άλλες ομάδες που μπορούν να ασκήσουν επιρροή κλπ. Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν κάλυπταν ένα ευρύ φάσμα χαρακτηριστικών και περιπτώσεων.

Μετά από χρηματοοικονομική ανάλυση των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων των εταιριών και την διενέργεια συνεντεύξεων με τα στελέχη των εταιριών, προέκυψαν κάποια σημαντικά γενικά χαρακτηριστικά. Σε κάθε περίπτωση το υπάρχον ποσοστό μερίσματος αποτελούσε βασικό παράγοντα για την απόφαση διανομής μερίσματος της επόμενης περιόδου. Η γενικότερη πεποίθηση των διευθυντικών στελεχών ότι οι μέτοχοι προτιμούν μια σχετική σταθερότητα στην μεταβολή του μερίσματος και ότι η αγορά επιβραβεύει αυτή την σταθερότητα της μερισματικής πολιτικής ή και την

σταδιακή μεταβολή της, οδηγούσαν τις εταιρείες στην αποφυγή δραστικών αυξήσεων στο ποσοστό του μερίσματος που πιθανόν να χρειαζόταν να αντιστραφεί μετά από ένα ή δύο χρόνια. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη ενός σχετικά σταθερού σχεδίου στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών, και το οποίο βασιζόταν στην μεταβολή του μερίσματος κάθε έτους ως ποσοστό της μεταβολής των οικονομικών τους στοιχείων. Με αυτό τον τρόπο η διοίκηση ελαχιστοποιούσε πιθανές αρνητικές αντιδράσεις από τους μετόχους και απέφευγε σε σημαντικό βαθμό την αβεβαιότητα μελλοντικών εξελίξεων.

Κάθε παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την απόφαση για μεταβολή της μερισματικής πολιτικής πρέπει να είναι από την μία πλευρά πειστικός και να δίνει ισχυρά κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη και από την άλλη να είναι κατανοητός και επίσης πειστικός για τους μετόχους και την ευρύτερη χρηματοοικονομική κοινότητα. Ο παράγοντας που καλύπτει πιο ολοκληρωμένα τις παραπάνω προϋποθέσεις είναι τα καθαρά κέρδη της περιόδου, τα οποία είναι ένα στοιχείο που ανακοινώνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα, τυγχάνει ευρείας δημοσιότητας στον οικονομικό τύπο και είναι κατανοητά από τον μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών. Έτσι, στην πλειοψηφία των εταιρειών, τα καθαρά κέρδη της περιόδου αντικατόπτριζαν σε μεγάλο βαθμό μια μεταβολή στο μέρισμα της περιόδου, θετική ή αρνητική. Αντίθετα με τα κέρδη, άλλα σημαντικά στοιχεία των εταιρειών, όπως η αποπληρωμή των δανείων ή άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την ρευστότητα, δεν θεωρούνταν ευρέως γνωστά, κατανοητά και κατ' επέκταση πιο εύκολα αποδεκτά από τους μετόχους στην διαμόρφωση της διανομής μερίσματος.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις είχαν σχεδιάσει μια σχετικά καθορισμένη πολιτική αναφορικά με το ιδανικό ή επιθυμητό ποσοστό μερίσματος προς τα κέρδη, η οποία δεν ήταν περιοριστική καθορίζοντας αυστηρά ένα συγκεκριμένο ποσοστό διανομής κάθε έτος. Αντίθετα, το επιθυμητό ποσοστό διανομής λειτουργούσε ως στόχος προς τον οποίο κινούνταν η επιχείρηση από έτος σε έτος. Στην πλειοψηφία των εταιρειών, η προσαρμογή του μερίσματος από έτος σε έτος γινόταν σε απόλυτους όρους και όχι με την μορφή ποσοστού στην μεταβολή του μερίσματος. Αξίζει να σημειωθεί ότι μια αύξηση στο μέρισμα είναι αναμενόμενο να παρατηρηθεί ακόμα και σε

περιόδους που τα κέρδη παρουσίασαν μείωση αν προηγούνται περίοδοι σημαντικής κερδοφορίας, λόγω της σταδιακής προσαρμογής των μερισμάτων στον στόχο. Η πολιτική κάθε εταιρείας για το επιθυμητό ποσοστό διανομής και το ποσοστό προσαρμογής αντανάκλούσε μια σειρά διαφορετικών παραγόντων στην εμπειρία της εταιρείας, τους στόχους και την λειτουργία της, όπως οι προοπτικές ανάπτυξης της βιομηχανίας, οι προοπτικές ανάπτυξης της κάθε εταιρείας, η ρευστότητα των κεφαλαίων, η πολιτική δανεισμού της εταιρείας και η σημασία που δίνεται από την διοίκηση στις προτιμήσεις των μετόχων. Η διοίκηση κάθε εταιρείας σχεδίαζε την μερισματική πολιτική της και την επίτευξη του στόχου μακροπρόθεσμα, ώστε να μην επηρεάζεται από πιθανά προσωρινά προβλήματα ρευστότητας και η χρηματοδότηση έκτακτων επενδυτικών ευκαιριών να πραγματοποιείται με δανεισμό ή με ίδια κεφάλαια εφόσον αυτά μπορούσαν να εξυπηρετήσουν και την διανομή μερίσματος και την υλοποίηση των επενδύσεων.

Όσον αφορά σε ένα μικρό ποσοστό των εταιρειών του δείγματος που εξετάστηκαν, αυτές δεν είχαν αναπτύξει επίσημα ή καλά ορισμένα πρότυπα σχετικά με το επιθυμητό ποσοστό διανομής ή την ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συμπεριφορά των εταιρειών αυτών ήταν πολύ κοντά σε αυτήν που θα αναμενόταν αν είχαν αναπτύξει μια καλά ορισμένη μερισματική πολιτική, όπως αυτή που αναπτύχθηκε παραπάνω.

Όλα τα παραπάνω συμπεράσματα που αφορούν στην λήψη αποφάσεων για τα μερίσματα μπορούν να περιγραφούν από την παρακάτω εξίσωση :

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (3.1)$$

Όπου  $r$  είναι το καθορισμένο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών ως προς τα κέρδη  $P$ ,  $D^*_{it} = rP_t$ ,  $\Delta D_t$  είναι η μεταβολή των μερισμάτων και  $D_t$  και  $D_{t-1}$  είναι τα μερίσματα δύο συνεχόμενων ετών. Η παράμετρος  $c$  δείχνει τον βαθμό προσαρμογής στο καθορισμένο επιθυμητό ποσοστό διανομής, δηλαδή το μέρος της διαφορά ανάμεσα στο επιθυμητό ποσοστό στόχο και στην

πραγματική καταβολή μερίσματος το προηγούμενο έτος που η εταιρεία σκοπεύει να αποτυπώσει στην καταβολή μερίσματος του τρέχοντος έτους.

Το μοντέλο μπορεί, επίσης, να μετασχηματιστεί ως εξής:

$$D_{it} = a_{it} + b P_{it} + d D_{i(t-1)} + u_{it} \quad (3.2)$$

Όπου  $b = cr$  και  $d = (1 - c)$ .

Η εμπειρική ανάλυση του μοντέλου κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η εξίσωση που παρουσιάστηκε παραπάνω ενσωματώνει τους κυρίαρχους παράγοντες που καθορίζουν τις εταιρικές αποφάσεις για την μερισματική πολιτική και ότι οι παράμετροι που προέκυψαν παραμένουν σχετικά σταθεροί μακροπρόθεσμα περιλαμβάνοντας ουσιώδεις αλλαγές στις εξωγενείς συνθήκες.

### 3.2 M. J. GORDON (1959) DIVIDENDS, EARNINGS AND STOCK PRICES

Η μελέτη της μεταβολής των τιμών των κοινών μετοχών είναι ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για την εύρεση επενδυτικών ευκαιριών που θα αποφέρουν κέρδος, για την διαμόρφωση της οικονομικής πολιτικής μιας εταιρείας και για την κατανόηση της επενδυτικής συμπεριφοράς.

Όταν ένας επενδυτής αποκτά μιας κοινή μετοχή, μπορούμε να υποθέσουμε ότι αγοράζει τα μερίσματα και τα κέρδη της μετοχής, αγοράζει μόνο τα μερίσματα ή αγοράζει μόνο τα κέρδη. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να αξιολογήσει τις παραπάνω υποθέσεις μέσα από την σχέση που προκύπτει ανάμεσα στις μεταβλητές κάθε υπόθεσης και να τις ελέγξει εμπειρικά. Το εύρος των μελετών στο συγκεκριμένο θέμα είναι αρκετά περιορισμένο και το συμπέρασμα ότι υπάρχει μια σχέση που συνδέει τις τιμές των μετοχών με τα κέρδη και τα μερίσματα δεν έχει ακόμα υποστηριχθεί εμπειρικά.

Το δείγμα της μελέτης αποτελείται από τέσσερεις βιομηχανικούς κλάδους, περιλαμβάνοντας συνολικά 164 επιχειρήσεις, σε διάστημα δύο ετών, 1951 και 1954. Στοιχεία, όπως το μέγεθος των επιχειρήσεων, η κερδοφορία, και η δομή της αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται ποικίλει ανάμεσα στους κλάδους. Η επιλογή του δείγματος έγινε ώστε τα αποτελέσματα της έρευνας να είναι πιο αξιόπιστα, γιατί καλύπτεται ένα σημαντικό εύρος επιχειρήσεων του βιομηχανικού κλάδου και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Η πρώτη υπόθεση υποστηρίζει ότι οι μέτοχοι ενδιαφέρονται τόσο για το μέρισμα ανά μετοχή όσο και για το εισόδημα ανά μετοχή. Όμως, μια μετοχή, όπως και κάθε άλλο περιουσιακό στοιχείο, αγοράζεται για το αναμενόμενο εισόδημα που θα αποφέρει, το οποίο μπορεί να είναι είτε το μέρισμα είτε τα κέρδη ανά μετοχή, όχι όμως και τα δύο. Ως αποτέλεσμα το μοντέλο που προτείνεται είναι σχετικά αδύναμο και από την εμπειρική μελέτη δεν μπορεί να εξαχθεί μια λογική δομή για την αποτίμηση μιας μετοχής.

Αναφορικά με την δεύτερη υπόθεση, η οποία υποστηρίζει ότι ο επενδυτής όταν αποκτά μια μετοχή αγοράζει το μέρισμα ανά μετοχή, θεωρούμε ότι επενδύει στο σύνολο των μερισμάτων που θα αποφέρει η μετοχή για όσο διάστημα την διακρατήσει. Στην αξιολόγηση της δεύτερης υπόθεσης εισάγεται η μεταβλητή των παρακρατημένων κερδών, που είναι και η σημαντικότερη αιτία της αύξησης του μερίσματος μιας εταιρείας. Από την μελέτη προκύπτει ότι η μεταβολή της τιμής μπορεί να προβλεφθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια με το μέρισμα όταν τα παρακρατημένα κέρδη μένουν σταθερά παρά όταν η αύξηση προκύπτει από αυτά, τα αποτελέσματα όμως δεν είναι αρκετά διασαφηνιστικά.

Η λογική της τρίτης υπόθεσης βρίσκεται στο γεγονός ότι ο μέτοχος έχει αγοράσει μέρος των κερδών ανεξάρτητα αν θα διανεμηθούν με την μορφή μερίσματος. Η υπόθεση υποστηρίζει ότι με δεδομένα τα κέρδη, το ποσοστό του κέρδους που αναμένεται από μια μετοχή αυξάνεται με το μέρος των κερδών που δεν διανέμονται.

Προσπαθώντας να ξεπεράσει περιορισμούς των μοντέλων που έχουν προκύψει από τις παραπάνω υποθέσεις, όπως είναι η συσχέτιση μεταξύ των



μεταβλητών, η ποιότητα και το εύρος των μεταβλητών, η μελέτη προτείνει ένα μοντέλο αποτίμησης της τιμής μια μετοχής σε συνάρτηση με τα μερίσματα και τα κέρδη που δεν διανέμονται. Τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης δείχνουν ότι δεν έχουν ξεπεραστεί όλοι οι περιορισμοί, είναι όμως περισσότερο αξιόπιστα από τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών.

### 3.3 EUGENE F. FAMA AND HARVEY BABIAK (1968) DIVIDEND POLICY: AN EMPIRICAL ANALYSIS

Η παρούσα εργασία εξετάζει τις μερισματικές πολιτικές μεμονωμένων επιχειρήσεων ξεκινώντας με το "μοντέλο μερικής προσαρμογής" που πρότεινε ο Lintner. Το μοντέλο του Lintner, στο οποίο η μεταβολή του μερίσματος από το έτος  $t-1$  στο έτος  $t$  είναι μειωμένη κατά μία σταθερά, το επίπεδο των μερισμάτων κατά  $t-1$  και το επίπεδο των κερδών κατά  $t$ , εξηγεί τις αλλαγές του μερίσματος για μεμονωμένες επιχειρήσεις αρκετά καλά σε σχέση με άλλα μοντέλα που έχουν ελεγχθεί. Όμως, ένα μοντέλο στο οποίο ο σταθερός όρος μειώνεται και το επίπεδο των κερδών για  $t-1$ , προστίθεται, αποτελεί την καλύτερη πρόβλεψη των μερισμάτων για τα δεδομένα ενός χρόνου που δεν χρησιμοποιούνται για να προσαρμοστούν οι μειώσεις.

Το μοντέλο του Lintner είναι μία εφαρμογή ενός μερικώς τροποποιημένου μοντέλου. Για οποιοδήποτε έτος  $t$  τα μερίσματα στόχοι  $D_{it}^*$  για την επιχείρηση  $i$ , σχετίζονται με τα κέρδη  $E_{it}$  σύμφωνα με την εξίσωση:

$$D_{it}^* = r_{it} \times E_{it} \quad (3.3)$$

όπου το  $r_{it}$  είναι ο στόχος της επιχείρησης για το λόγο μερισμάτων προς κέρδη. Σε οποιοδήποτε έτος η επιχείρηση θα προσαρμοστεί μερικώς στο επίπεδο στόχο των μερισμάτων, έτσι ώστε η μεταβολή στην πληρωμή μερισμάτων από το έτος  $t-1$  στο έτος  $t$  να θεωρείται ίση με:

$$\Delta D_{it} = D_{it} - D_{it-1} = \alpha_i + c_i(D_{it}^* - D_{it-1}) + u_{it} \quad (3.4)$$

όπου το  $c_i$  είναι ο συντελεστής της ταχύτητας της προσαρμογής και το  $u_{it}$  είναι ενός όρος σφάλματος.

Με την αντικατάσταση της εξίσωσης (3.3) στην (3.4) παίρνουμε:

$$\Delta D_{it} = \alpha_i + c_i r_i E_{it} - c_i D_{it-1} + u_{it} \quad (3.5)$$

ή

$$\Delta D_{it} = a_{it} + \beta_1 D_{it-1} + \beta_2 E_{it} + u_{it} \quad (3.6)$$

Παρόλο που η τελευταία εξίσωση αναπτύχθηκε για να εξηγηθούν οι μερισματικές αποφάσεις των μεμονωμένων επιχειρήσεων, το περισσότερο μέρος της εμπειρικής εργασίας του Lintner, αφορά συναθροισμένα δεδομένα. Το μοντέλο μας θα εφαρμοστεί σε δεδομένα για μεμονωμένες επιχειρήσεις. Το πρόβλημα προσεγγίζεται ως εξής:

- Τα περισσότερα συμπεριφορικά μοντέλα που συμφωνούν με την εξίσωση (3.6) υποδεικνύουν ότι το τρέχον μέρισμα είναι μία συνάρτηση των τωρινών και παρελθοντικών κερδών. Στην παρούσα εργασία και στις επιχειρήσεις που ελέγχθηκαν διαπιστώθηκε ένα είδος φαινομένου κατανεμημένης υστέρησης.
- Μετέπειτα εξετάστηκε η εξίσωση (3.6) ως μία περιγραφή των μερισματικών μεταβολών. Εξετάστηκαν επίσης και τα ζητήματα που προκύπτουν από την εκτίμηση των συντελεστών και διάφορα εναλλακτικά μοντέλα.
- Κατόπιν πραγματοποιήθηκαν πειράματα Monte Carlo για να μελετηθούν οι στατιστικές ιδιότητες των διαφορετικών μερισματικών μοντέλων που δεν μπορούσαν να εξεταστούν αναλυτικά.
- Τέλος, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από ένα νέο έτος για να συγκρίνουν τις προβλέψεις του «καλύτερου» μοντέλου παλινδρόμησης με αυτές διάφορων «απλοϊκών» διαδικασιών πρόβλεψης.

Αν και η μερισματική πολιτική των μεμονωμένων επιχειρήσεων είναι σίγουρα ένα θέμα οικονομικού ενδιαφέροντος, ένα μεγάλο μέρος της

καινοτομίας αυτής της μελέτης ήταν μεθοδολογικό. Για να αποφευχθούν ψευδή αποτελέσματα που θα μπορούσαν να προκύψουν από την εκτεταμένη εκβάθυνση στα δεδομένα που εμπλέκονται στην εύρεση ενός "καλά ταιριασμένου" μερισματικού, μόνο οι μισές από τις διαθέσιμες επιχειρήσεις χρησιμοποιήθηκαν κατά την αρχική έρευνα, ενώ οι υπόλοιπες επιχειρήσεις εξυπηρετούν ως έλεγχος για τα συμπεράσματα. Επιπλέον, δεδομένου ότι τα μοντέλα που δοκιμάστηκαν είναι αυτοπαλίνδρομα, οι στατιστικές τους ιδιότητες δεν μπορούν πάντα να εξετάζονται αναλυτικά. Το πρόβλημα αυτό ξεπεράστηκε σε κάποιο βαθμό, χρησιμοποιώντας προσομοιώσεις για να μελετηθούν τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τα δεδομένα για τις μεμονωμένες επιχειρήσεις. Η καινοτομία στη χρήση των προσομοιώσεων είναι ότι κατευθύνονται για να ελέγξουν συγκεκριμένα εμπειρικά αποτελέσματα και όχι την επαλήθευση των ιδιοτήτων κάποιου γενικού μοντέλου. Τέλος, τα συμπεράσματα από την ανάλυση παλινδρόμησης και από τις προσομοιώσεις, ελέγχονται και πάλι με τη βοήθεια των διαφόρων μοντέλων για την πρόβλεψη των μεταβολών του μερίσματος, για τα δεδομένα ενός νέου έτους. Η συνέπεια των αποτελεσμάτων που λήφθηκαν με τους διαφορετικούς αυτούς ελέγχους, δικαιολογεί ασφαλή συμπεράσματα σε σχέση με το "καλύτερο" μερισματικό μοντέλο και τις ιδιότητές του.

Οι παλινδρομήσεις στα δεδομένα των επιχειρήσεων, οι προσομοιώσεις και οι έλεγχοι πρόβλεψης, παρέχουν συνεπή στοιχεία στα μερισματικά μοντέλα για μεμονωμένες επιχειρήσεις. Το μοντέλο των δύο μεταβλητών του Lintner, που συμπεριλαμβάνει ένα σταθερό όρο, τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης και τα καθαρά κέρδη της τρέχουσας, αποδίδει καλά σε σχέση με άλλα μοντέλα. Σε γενικές γραμμές, πάντως, η διαγραφή του σταθερού όρου και η πρόσθεση της μεταβλητής των κερδών προηγούμενης χρήσης οδηγεί σε ελαφρά βελτίωση της προβλεπτικής ικανότητας του μοντέλου. Κατά την εφαρμογή μοντέλων μερίσματος στα δεδομένα των περισσότερων επιχειρήσεων, τα καθαρά έσοδα φαίνεται να επιτρέπουν τον ακριβέστερο υπολογισμό των κερδών, σε σχέση με τις ταμειακές ροές ή το καθαρό κέρδος και την απόσβεση που περιλαμβάνονται ως ξεχωριστές μεταβλητές στο μοντέλο. Τέλος, στα μοντέλα που δοκιμάστηκαν, η τμηματική εξάρτηση στις διαταραχές δεν φαίνεται να αποτελεί σοβαρό πρόβλημα.

### 3.4 ROBERT M. BOWEN, DAVID BURGSTHALER AND LANE A. DALEY (1986) EVIDENCE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS AND VARIOUS MEASURES OF CASH FLOW

Τα τελευταία χρόνια, έχει υπάρξει ανανεωμένο ενδιαφέρον για τις ταμειακές ροές. Στην εργασία αυτή, εξετάζονται ιδιαίτερα οι σχέσεις μεταξύ κερδών και των διαφόρων μετρήσεων της ταμειακής ροής, με επίκεντρο τις διαφορές μεταξύ των ορισμών της ταμειακής ροής.

Η εργασία αυτή περιγράφει εμπειρικές σχέσεις μεταξύ των σημάτων που παρέχονται από τα δεδουλευμένα κέρδη και των διαφόρων μετρήσεων της «ταμειακής ροής». Μεταξύ των ορισμών για την ταμειακή ροή περιλαμβάνονται τόσο «παραδοσιακές» μετρήσεις που περιέχουν απλές ρυθμίσεις για τα δεδομένα των κερδών (δηλαδή, τα καθαρά έσοδα συν την απόσβεση και το χρεολύσιο καθώς και το κεφάλαιο κίνησης από την λειτουργία), καθώς και «εναλλακτικές» μετρήσεις, που απαιτούν πιο εκτεταμένες προσαρμογές.

Παρουσιάζονται στοιχεία για τρία συγκεκριμένα ερωτήματα που απευθύνει αυτή η εργασία:

- Υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των παραδοσιακών μετρήσεων για την ταμειακή ροή που έχουν χρησιμοποιηθεί σε προηγούμενες έρευνες, με τις εναλλακτικές μετρήσεις της ταμειακής ροής που έχουν πρόσφατα υποστηριχτεί από ακαδημαϊκούς και επαγγελματίες;  
Για να απαντηθεί αυτή η ερώτηση, εξετάστηκαν οι συσχετισμοί μεταξύ των διαφόρων μετρήσεων της ταμειακής ροής για να καθοριστεί αν το σήμα που παρέχεται από μία συγκεκριμένη μέτρηση ταμειακής ροής, διαφέρει από το σήμα που παρέχεται από άλλους.
- Υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ της λογιστικής των δεδουλευμένων κερδών και των μετρήσεων της ταμειακής ροής;  
Για να απαντηθεί αυτή η ερώτηση, συσχετίστηκαν διάφορες μετρήσεις ταμειακής ροής, με τα κέρδη για να βρεθούν στοιχεία πάνω στο αν η ταμειακή ροή και τα κέρδη έχουν παρόμοια σήματα.

- Τα κέρδη ή μία μεταβλητή ταμειακή ροή μπορεί να προβλέψει καλύτερα τις μελλοντικές ταμειακές ροές;

Παρέχονται αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με την ικανότητα των κερδών και των μετρήσεων της ταμειακής ροής, για την πρόβλεψη μίας και δύο μελλοντικών προσεχών περιόδων ταμειακής ροής και, στο πλαίσιο αυτό, εξετάζουμε τους ισχυρισμούς του FASB (Συμβούλιο Πρότυπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής), ότι τα κέρδη είναι ανώτερα από την ταμειακή ροή στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Τα δεδομένα που απαιτούνται για τις μετατροπές των ταμειακών ροών είναι διαθέσιμα μετά το 1971, όπου και έγινε υποχρεωτική η ανακοίνωση των κεφαλαίων. Δεδομένου ότι για την ανάλυση απαιτείται μια χρονοσειρά των μεταβλητών, μόνο οι επιχειρήσεις με πλήρη δεδομένα σχετικά με όλα τα απαραίτητα στοιχεία για την περίοδο 1971-1981 συμπεριλήφθηκαν στην μελέτη. Αρχικά υπήρχαν 1.289 επιχειρήσεις στη βάση δεδομένων Compustat που πληρούσαν αυτή την απαίτηση. Για να εξασφαλιστεί ότι η διαδικασία μετατροπής των ταμειακών ροών είναι συνεπής μεταξύ των επιχειρήσεων και σε όλο το χρονικό διάστημα, συμπεριλήφθηκαν μόνο οι επιχειρήσεις που χρησιμοποίησαν το σχήμα του κεφαλαίου κίνησης, κάθε χρόνο. Ο έλεγχος αυτός άφησε ένα τελικό δείγμα 324 επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας μπορούν να συνοψιστούν ως εξής. Πρώτον, η παρατηρούμενη συσχέτιση μεταξύ των παραδοσιακών μετρήσεων των ταμειακών ροών και των εναλλακτικών μετρήσεων των ταμειακών ροών που απαιτούν πιο εκτεταμένες προσαρμογές, είναι μικρή. Δεύτερον, οι συσχετίσεις μεταξύ των εναλλακτικών μετρήσεων της ταμειακής ροής και των κερδών είναι χαμηλές, ενώ οι συσχετίσεις μεταξύ των παραδοσιακών μετρήσεων της ταμειακής ροής και των κερδών είναι υψηλές. Αυτά τα δύο πρώτα αποτελέσματα είναι συνεπή με το ότι τα κέρδη και οι εναλλακτικές μετρήσεις της ταμειακής ροής που απαιτούν πιο εκτεταμένες προσαρμογές, μεταφέρουν διαφορετικά σήματα. Τέλος, για τέσσερις από τις πέντε μεταβλητές της ταμειακής ροής, τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την υπόθεση ότι το μοντέλο τυχαίων βημάτων προβλέπει την ταμειακή ροή τόσο όσο (και συχνά καλύτερα από) τα μοντέλα που βασίζονται σε άλλες μεταβλητές ροής. Μια εξαίρεση σε αυτό το γενικό αποτέλεσμα είναι ότι τα

καθαρά έσοδα συν την απόσβεση και το χρεολύσιο και το κεφάλαιο κίνησης από την λειτουργία, φαίνεται να είναι η καλύτερη πρόβλεψη των ταμειακών ροών από την λειτουργία. Συνολικά, τα αποτελέσματα αυτά δεν συνάδουν με τις δηλώσεις του FASB, ότι τα νούμερα των κερδών παρέχουν καλύτερες προβλέψεις των μελλοντικών ταμειακών ροών από ότι τα νούμερα των ταμειακών ροών.

Η παρούσα μελέτη αναφέρει περιγραφικές αποδείξεις πάνω στις ταυτόχρονες συσχετίσεις μεταξύ των διαφόρων μετρήσεων των ταμειακών ροών και των δεδουλευμένων κερδών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι παραδοσιακές μετρήσεις της ταμειακής ροής, σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τα κέρδη, ενώ οι συσχετισμοί των εναλλακτικών μετρήσεων της ταμειακής ροής με τα κέρδη είναι χαμηλοί. Έτσι, οι προηγούμενες μελέτες που έχουν στηριχθεί σε παραδοσιακές μετρήσεις ταμειακών ροών, έχουν χρησιμοποιήσει μια μεταβλητή με ουσιαστικά διαφορετικές ιδιότητες από τις εναλλακτικές μετρήσεις των ταμειακών ροών που απαιτούν επιπλέον προσαρμογές. Ο συνδυασμός της ζήτησης που παρατηρήθηκε στην αγορά για τις εν λόγω εναλλακτικές μετρήσεις των ταμειακών ροών, μαζί με τη σχετική έλλειψη αντιστοιχίας με ευρέως χρησιμοποιούμενα παραδοσιακά υποκατάστατα, μπορεί να ενεργοποιήσει ένα νέο γύρο εμπειρικών ερευνών.

Συγκρίθηκαν αρκετά μοντέλα πρόβλεψης προκειμένου να δοθούν στους μελλοντικούς ερευνητές στοιχεία σχετικά με τις μετρήσεις των αναμενόμενων ταμειακών ροών, καθώς επίσης και για να αξιολογηθούν οι ισχυρισμοί σχετικά με την ανωτερότητα των δεδουλευμένων κερδών για την πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών. Τα αποτελέσματα είναι προκαταρκτικά, λόγω της απλότητας των επιλεγμένων μοντέλων και του μικρού αριθμού ετών για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Επιπλέον, τα αποτελέσματα που προέκυψαν με βάση απλών μοντέλων πρόβλεψης της επόμενης και μεθεπόμενης περιόδου ταμειακής ροής, δεν υποστηρίζουν τους ισχυρισμούς του FASB, ότι τα κέρδη παρέχουν καλύτερες προβλέψεις στις μελλοντικές ταμειακές ροές από ότι οι μετρήσεις των ταμειακών ροών.

### 3.5 LARRY H. P. LANG AND ROBERT H. LITZENBERGER (1989) DIVIDEND ANNOUNCEMENTS: CASH FLOW SIGNALLING VS. FREE CASH FLOW HYPOTHESIS?

Η θετική συσχέτιση μεταξύ ανακοινώσεων μερισματικών αλλαγών και των κινήσεων των τιμών μετοχών, έχει τεκμηριωθεί σε διάφορες εμπειρικές μελέτες. Αυτές οι μελέτες δείχνουν ότι οι ανακοινώσεις των μερισματικών αλλαγών μεταφέρουν όντως πληροφορίες στην αγορά. Ωστόσο, το ερώτημα «Ποιες πληροφορίες περιέχονται στις μερισματικές ανακοινώσεις;», δεν έχει πλήρως απαντηθεί.

Πολλοί συγγραφείς έχουν εντοπίσει μία σύνδεση χρονικής σειράς μεταξύ των ετήσιων μερισμάτων και των κερδών που είναι συνεπής με την άποψη ότι οι επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα, αυξάνουν τα μερίσματά τους, μόνον όταν η διοίκηση είναι σχετικά βέβαιη ότι μπορούν να διατηρηθούν οι υψηλότερες πληρωμές.

Σε μια προσπάθεια να γίνει διάκριση μεταξύ των προβλέψεων της υπόθεσης σηματοδότησης των ταμειακών ροών και της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών, η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί εμπειρικές εκτιμήσεις της αναλογίας Tobin's Q, για να καθορίσει μια ομάδα υπέρ-επενδυτικών επιχειρήσεων.

Αν υποθεθεί ότι οι επενδύσεις μιας επιχείρησης είναι επεκτεινόμενες με βάση μία κλίμακα και παρουσιάζουν φθίνουσα οριακή απόδοση του κεφαλαίου, μία μέση τιμή Q, μικρότερη από την μονάδα, υποδηλώνει υπερεπενδύσεις. Εάν μια επιχείρηση έχει αναλάβει το επίπεδο της μεγιστοποίησης των επενδύσεων, ο μέσος όρος της Q θα υπερβαίνει την μονάδα. Η υπόθεση της υπερεπένδυσης προβλέπει ότι η μέση απόδοση κέρδους ως απόκριση για τις ανακοινώσεις μεγάλων μερισματικών μεταβολών, είναι μεγαλύτερη για τις υπερεπενδυτικές επιχειρήσεις από ότι για αυτές που μεγιστοποιούν την αξία.

Εντοπίσαμε ότι η μέση απόδοση που συνδέεται με τις ανακοινώσεις μεγάλων μερισματικών μεταβολών, είναι σημαντικά υψηλότερη για τις επιχειρήσεις με μέσο όρο  $Q$  μικρότερο της μονάδας, από ότι είναι για επιχειρήσεις με μέσο όρο  $Q$  μεγαλύτερο από την μονάδα.

Αν και αυτά τα εμπειρικά στοιχεία είναι συνεπή με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, είναι επίσης σύμφωνα με την υπόθεση σηματοδότησης ταμειακής ροής αν οι επενδυτές προβλέπουν μεγάλες αυξήσεις μερίσματος για τις επιχειρήσεις με μέσο όρο  $Q$  μεγαλύτερο από την μονάδα. Περαιτέρω δοκιμές στις οποίες εμπλέκεται μία πιο λεπτομερής διαμερισματοποίηση των δεδομένων και της σχέσης μεταξύ της ανακοίνωσης των μερισματικών αλλαγών και μεταγενέστερων αλλαγών στις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη, υποστηρίζει την υπόθεση της υπερεπένδυσης περισσότερο από την υπόθεση σηματοδότησης ταμειακής ροής.

Στην παρούσα εργασία περιγράφεται η θεωρητική βάση των δοκιμών καθώς επίσης και τα δεδομένα και οι αποδείξεις σύμφωνες τόσο με την υπόθεση της υπερεπένδυσης όσο και με την υπόθεση σηματοδότησης. Παρουσιάζεται επίσης, μια δοκιμή που προσπαθεί να διακρίνει μεταξύ των δύο υποθέσεων, καθώς μία σύνοψη της μελέτης για την ερμηνεία των πληροφοριών στις μερισματικές ανακοινώσεις.

Πραγματοποιήθηκαν δύο προτάσεις. Η πρόταση 1, αναφέρει ότι ένας μέσος όρος  $Q$  μεγαλύτερος από την μονάδα, αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για να βρίσκεται μια επιχείρηση στο επίπεδο μεγιστοποίησης της αξίας των επενδύσεων. Η πρόταση 2 αναφέρει ότι ένας μέσος όρος  $Q$  μικρότερος από την μονάδα είναι η ικανή συνθήκη για να συγκαταλέγεται μια επιχείρηση στην υπερεπένδυση.

Η εργασία αυτή διερεύνησε το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων στο πλαίσιο εργασίας του μοντέλου που αναπτύχθηκε από τους Berle και Means και επέκτεινε ο Jensen. Εάν οι διευθυντές υπερεπενδύουν, η αύξηση του μερίσματος θα μειώσει την υπερεπένδυση και θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης στην αγορά. Ομοίως, μία μείωση μερίσματος σηματοδοτεί την ανάληψη περισσότερων αρνητικής-καθαρής-τρέχουσας-αξίας προγραμμάτων. Για τις επιχειρήσεις μεγιστοποίησης αξίας, το επίπεδο των επενδύσεων



θεωρητικολογείται να είναι ανεξάρτητο από τα μερίσματα. Η παρούσα μελέτη χωρίζει τις επιχειρήσεις σε υπερεπενδυτικές και μία μικτή ομάδα μεγιστοποίησης αξίας και οριακών υπερεπενδυτών βάσει του Tobin's Q. Ο μέσος όρος των κερδών για τις επιχειρήσεις με μέσο όρο Q μικρότερο της μονάδας, είναι σημαντικά μεγαλύτερος από ότι στις επιχειρήσεις με μέσο όρο Q μεγαλύτερο της μονάδας. Αυτά τα στοιχεία είναι συνεπή με την υπόθεση ότι οι μερισματικές αλλαγές για τις υπερεπενδυτικές επιχειρήσεις, σηματοδοτούν πληροφορίες σχετικά με τις επενδυτικές πολιτικές. Είναι επίσης συνεπή με την υπόθεση σηματοδότησης ταμειακών ροών αν οι επενδυτές προβλέπουν μεγάλες μερισματικές αυξήσεις για τις επιχειρήσεις με μέσο όρο Q μεγαλύτερο από την μονάδα.

### 3.6 KATHLEEN SIMONS (1994) THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND CHANGES AND CASH FLOW: AN EMPIRICAL ANALYSIS

Τα μερίσματα είναι πολύ σημαντικά για τους μετόχους καθώς επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Πολύ συχνά γίνεται η υπόθεση ότι οι χρηματοοικονομικές ροές μιας εταιρείας επηρεάζουν την μερισματική της πολιτική. Αν αυτή η υπόθεση είναι πραγματική, τότε οι πληροφορίες σχετικά με τις ροές μπορεί να εξηγήσουν τις μεταβολές των μερισμάτων, σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να αξιολογήσει την πληροφόρηση που παρέχεται από τις χρηματοοικονομικές ροές σε σχέση με άλλες παραμέτρους, όπως τα κέρδη και τα μερίσματα προηγούμενων ετών στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών.

Από προηγούμενες μελέτες έχει αποδειχτεί ότι τα καθαρά κέρδη έχουν την μεγαλύτερη συσχέτιση με την μερισματική πολιτική και η προσπάθεια συσχέτισης των χρηματοοικονομικών ροών με τις μερισματικές μεταβολές ήταν αναποτελεσματική. Η παρούσα μελέτη αντιμετωπίζει τις χρηματοροές ως μεταβλητή στο μοντέλο υπολογισμού των μερισμάτων, λαμβάνοντας υπόψη εναλλακτικές συνθήκες και μέτρα. Η μεταβλητή των χρηματοοικονομικών

ρών από λειτουργικές δραστηριότητες αξιολογείται και συγκρίνεται με εναλλακτικά μέτρα σε συνθήκες θετικής ή αρνητικής μεταβολής των μερισμάτων. Έτσι, η μελέτη προτείνει τρία διαφορετικά μέτρα των χρηματοοικονομικών ρών, τις ροές από λειτουργική δραστηριότητα, το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο που είναι ένας δείκτης των διατηρήσιμων κεφαλαίων πριν αυξηθούν τα μερίσματα και τις συνολικές χρηματοροές πριν μειωθούν τα μερίσματα.

Η βασική υπόθεση είναι ότι το μέτρο των χρηματοοικονομικών ρών που χρησιμοποιείται σε κάθε περίπτωση όταν ενσωματωθεί στο μοντέλο υπολογισμού των μερισμάτων με τα κέρδη και τα μερίσματα προηγούμενων ετών μπορεί να παρέχει επιπλέον πληροφόρηση σχετικά με τις μεταβολές των μερισμάτων.

Η μελέτη έχει χρησιμοποιήσει ένα δείγμα από 441 επιχειρήσεις σε δύο διαδοχικές περιόδους 1983 – 1984 και 1984 – 1985 και έχει ερευνήσει πως επηρεάζουν τις μεταβολές στα μερίσματα τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα των προηγούμενων ετών και οι χρηματοοικονομικές ροές. Επίσης, έχει υπολογιστεί ο συντελεστής συσχέτισης ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή και σε κάθε μέτρο υπολογισμού των χρηματοοικονομικών ρών που χρησιμοποιεί η μελέτη. Οι εταιρείες που παρουσιάζουν μεταβολές στα μερίσματα έχουν χωριστεί σε δύο μεγάλες κατηγορίες ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής και έχουν επιπλέον ταξινομηθεί σε τεταρτημόρια σύμφωνα με το μέγεθος της συσχέτισης ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή και τις χρηματοοικονομικές ροές. Στις επιχειρήσεις με την μεγαλύτερη συσχέτιση αναμένεται ότι η προσθήκη των χρηματοοικονομικών ρών στην εκτίμηση των μερισματικών μεταβολών δεν θα παρέχει επιπλέον πληροφόρηση, ενώ το αντίθετο αναμένεται να ισχύει για τις επιχειρήσεις με την χαμηλότερη συσχέτιση.

Αναφορικά με την πρώτη υπόθεση και την προσθήκη των χρηματοοικονομικών ρών από λειτουργικές δραστηριότητες, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν εμφανίζεται μια σαφής και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές ροές και τις μεταβολές των μερισμάτων, ενώ ο πιο συνεπής δείκτης όταν αυξάνονται τα μερίσματα είναι τα κέρδη ανά μετοχή και όταν μειώνονται είναι τα μερίσματα του

προηγούμενου έτους. Η επόμενη υπόθεση, εξετάζει ως μέτρο των ροών το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο ανά μετοχή στην ομάδα των επιχειρήσεων που παρουσιάζει θετική μεταβολή στα μερίσματα, και πάλι όμως δεν εμφανίζεται να είναι πάντα σημαντικό για την εκτίμηση των μερισμάτων. Η τελευταία υπόθεση, μελετά ως μέτρο τις συνολικές χρηματοροές στην ομάδα των επιχειρήσεων με αρνητική μεταβολή στα μερίσματα. Τα αποτελέσματα της μελέτης για την ομάδα αυτή δείχνουν ότι οι χρηματοοικονομικές ροές εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές μόνο για ένα τεταρτημόριο και όχι για αυτό που αναμενόταν.

Περιορισμοί της έρευνας περιλαμβάνουν την επιλογή του δείγματος και την λειτουργικότητα των μεταβλητών. Το δείγμα που επιλέχθηκε αφορούσε μόνο επιχειρήσεις με μεταβολές στην μερισματική πολιτική τους και δεν περιλάμβανε επιχειρήσεις που είχαν σκοπό να καταβάλουν μέρισμα ή που η μερισματική πολιτική δεν είχε προτεραιότητα. Επιπλέον, χρησιμοποιήθηκαν μόνο οι χρηματοοικονομικές ροές του τρέχοντος έτους κάθε φορά καθώς τα κέρδη ανά μετοχή λειτουργούν ως πιο αξιόπιστος δείκτης για τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές ροές.

Η παρούσα μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη και το μέρισμα του προηγούμενου έτους είναι οι στατιστικά σημαντικότεροι παράγοντες που εξηγούν την μεταβολή στην μερισματική πολιτική και κανένα από τα μέτρα υπολογισμού των χρηματοοικονομικών ροών δεν προσθέτουν επιπλέον σημαντική πληροφόρηση στον υπολογισμό της μεταβολής αυτής.

### 3.7 ANDREAS CHARITOU AND NIKOS VAFEAS (1998) THE ASSOCIATION BETWEEN OPERATING CASH FLOWS AND DIVIDEND CHANGES: AN EMPIRICAL INVESTIGATION

Δεδομένης της σχέσης ανάμεσα στα κέρδη και τις μερισματικές μεταβολές, μελέτες με σκοπό να αποδείξουν μια σχέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές ροές και τις μερισματικές μεταβολές, με δεδομένα τα

κέρδη, δεν είχαν το αναμενόμενο αποτέλεσμα. Βασικός στόχος της παρούσας έρευνας είναι να εκτιμήσει την σημαντικότητα της πληροφόρησης που παρέχουν οι ταμειακές ροές στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών, με δεδομένα τα κέρδη.

Παρά το γεγονός ότι η αξία μιας εταιρείας βασίζεται στην ροή των μελλοντικών χρηματοοικονομικών ροών της το πιο συνηθισμένο μέτρο που χρησιμοποιείται για την μέτρηση της απόδοσής της είναι τα κέρδη. Στον βαθμό που οι μεταβολές στα μερίσματα καθορίζονται από την απόδοση της εταιρείας, οι χρηματοοικονομικές ροές και τα συνολικά έσοδα τις επηρεάζουν σημαντικά. Η πιθανή χειραγώγηση των εσόδων από τα διευθυντικά στελέχη για ίδιους σκοπούς και το γεγονός ότι οι χρηματοοικονομικές ροές είναι ένα πιο άμεσο μέτρο της ρευστότητας μια εταιρείας συνιστούν ότι η χρήση των χρηματοοικονομικών ροών υπερισχύει σε σχέση με τα έσοδα στην εκτίμηση των μερισματικών μεταβολών.

Σύμφωνα και με τα παραπάνω, οι ροές από λειτουργικές δραστηριότητες πρέπει να είναι θετικά συσχετισμένες με τις μερισματικές μεταβολές στον βαθμό που αυτές αποτελούν ένα μέτρο της απόδοσης και της ρευστότητας της εταιρείας, πρόταση που είναι και η βασική υπόθεση της έρευνας: Οι χρηματοοικονομικές ροές από λειτουργική δραστηριότητα είναι θετικά συσχετισμένες με τις μερισματικές μεταβολές, δεδομένων των κερδών.

Προηγούμενες μελέτες έχουν αποδείξει ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές ροές και τις μεταβολές στα μερίσματα και συνεπώς έχουν απορρίψει την παραπάνω υπόθεση. Οι μελέτες αυτές, όπως και η βασική υπόθεση της παρούσας έρευνας έχουν χρησιμοποιήσει συνολικά στοιχεία υποθέτοντας ότι η σχέση μεταξύ των μεταβλητών είναι ομοιογενής μεταξύ των εταιρειών. Η υπόθεση, όμως, ότι οι επενδυτές αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο στα κέρδη και τις ροές όλων των εταιρειών δεν είναι ρεαλιστική. Για αυτό τον λόγο, η παρούσα έρευνα υποθέτει η ομοιογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων δεν υπάρχει εξαιτίας διατμηματικών διαφορών στο μέγεθος των συνολικών εσόδων και στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Η μελέτη υποστηρίζει ότι οι χρηματοοικονομικές ροές είναι πιο σημαντικά μέτρα πρόβλεψης των μερισματικών μεταβολών όταν το μέγεθος των εσόδων είναι μικρό και η σχέση ροών και μερισματικών μεταβολών είναι πιο ισχυρή στις εταιρείες με μέτρια ανάπτυξη.

Ο λόγος για την πρώτη υπόθεση είναι ότι συχνά η δυνατότητα μιας εταιρείας να μεταβάλει την μερισματική πολιτική της καθορίζεται από την ρευστότητά της. Όταν το ύψος των χρηματοοικονομικών ροών είναι επαρκές, η εταιρεία βασίζει την μερισματική πολιτική της στην απόδοσή της και το ύψος των μερισμάτων καθορίζεται από τα κέρδη της. Αντίθετα, όταν το ύψος των διαθέσιμων ροών δεν είναι επαρκές αυτή η δυνατότητα της επιχείρησης είναι περιορισμένη και άρα οι χρηματοοικονομικές ροές σε συνδυασμό με τα κέρδη παίζουν σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής. Έτσι οδηγούμαστε στην δεύτερη υπόθεση που εξετάζει η έρευνα: Με δεδομένα τα κέρδη, η σχέση μεταξύ λειτουργικών χρηματοροών και μερισματικών μεταβολών είναι σημαντικά θετικά για εταιρείες με χαμηλές λειτουργικές χρηματοροές.

Εναλλακτικά, η σχέση των χρηματοοικονομικών ροών και των μερισματικών μεταβολών ρυθμίζεται σε σχέση με τις μελλοντικές ευκαιρίες για ανάπτυξη. Όσο οι προοπτικές για μελλοντική ανάπτυξη αυξάνονται τόσο μεγαλύτερη βαρύτητα δίνεται από τις εταιρείες στην επανεπένδυση των χρηματοοικονομικών ροών σε βάρος την πληρωμής μερισμάτων. Επιπλέον, όταν οι ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη είναι αρκετά περιορισμένες είναι πιο πιθανό τα διευθυντικά στελέχη να προτιμήσουν τις επενδύσεις παρά την πληρωμή μερισμάτων. Οδηγούμαστε έτσι στην τρίτη υπόθεση που εξετάζει η έρευνα: Οι χρηματοοικονομικές ροές από λειτουργική δραστηριότητα μπορούν να προβλέψουν αποτελεσματικότερα τις μερισματικές μεταβολές σε εταιρείες με μέτριες προοπτικές ανάπτυξης.

Η έρευνα έχει χρησιμοποιήσει δεδομένα από 5997 εταιρείες που ανήκουν στον βιομηχανικό τομέα την περίοδο 1981 – 1991, και έχει επικεντρωθεί στις μεταβολές της μερισματικής απόδοσης και της σχέσης της με το καθαρό λειτουργικό εισόδημα, τις χρηματοοικονομικές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και το μέρισμα των προηγούμενων ετών.

Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση ο συντελεστής των χρηματοοικονομικών ροών αναμένεται να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός και όπως και σε προηγούμενες μελέτες, οι συντελεστές των κερδών και των μερισμάτων προηγούμενων ετών αναμένονται θετικοί και αρνητικοί αντίστοιχα. Για να εξεταστεί η δεύτερη υπόθεση, το δείγμα των εταιρειών ταξινομήθηκε σε πέντε ίσα χαρτοφυλάκια με κριτήριο το ύψος των εσόδων. Στην συγκεκριμένη περίπτωση ο συντελεστής των χρηματοοικονομικών ροών αναμένεται να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός για τις εταιρείες που ανήκουν στις ομάδες με το χαμηλότερο μέγεθος εσόδων. Για να εξεταστεί η τρίτη υπόθεση, το δείγμα των εταιρειών ταξινομήθηκε σε πέντε ίσα χαρτοφυλάκια με κριτήριο τον δείκτη market – to – book ratio. Σύμφωνα με την τρίτη υπόθεση, ο συντελεστής των χρηματοοικονομικών ροών αναμένεται να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός για τα χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν τις εταιρείες με μέτρια ανάπτυξη.

Αναφορικά με την πρώτη υπόθεση, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν εμφανίζεται κάποια σημαντική σχέση ανάμεσα στις μερισματικές μεταβολές και τις χρηματοοικονομικές ροές, με δεδομένα τα κέρδη και ως αποτέλεσμα δεν καταφέρνει να την απορρίψει. Η επόμενη υπόθεση, προβλέπει ότι η ισχυρότερη σχέση ανάμεσα στις ροές και τις μερισματικές μεταβολές είναι στην ομάδα των εταιρειών με το χαμηλότερο επίπεδο εσόδων, κάτι που ενισχύεται από τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης. Σύμφωνα με την τελευταία υπόθεση αναμένεται ότι η σχέση των χρηματοοικονομικών ροών και των μερισματικών μεταβολών θα είναι ισχυρότερη στις ομάδες των εταιρών με μέτριες προοπτικές ανάπτυξης, γιατί οι συγκεκριμένες εταιρείες αντιμετωπίζουν μικρότερο κόστος ευκαιρίας των μερισμάτων σε σχέση με τις εταιρείες με αυξημένες προοπτικές ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης ενισχύουν την υπόθεση, γιατί ο συντελεστής των ροών προκύπτει στατιστικά ασήμαντος στις ομάδες εταιρειών με τις ακραίες προοπτικές ανάπτυξης.

Παρά το γεγονός ότι οι περισσότεροι ερευνητές υποστηρίζουν ότι τα έσοδα είναι λιγότερο αξιόπιστος δείκτης σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές ροές στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής κυρίως γιατί τα έσοδα

μπορεί να γίνουν αντικείμενο χειραγώγησης, τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης δεν έδειξαν μια ισχυρή σχέση ανάμεσα στις ροές και τις μερισματικές μεταβολές. Οι ερευνητές κατάφεραν να αναγνωρίσουν δύο συνθήκες που υποδεικνύουν την αυξημένη βαρύτητα των χρηματοοικονομικών ροών στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής και οι οποίες σχετίζονται με την ποιότητα των ταμειακών ροών και την ρευστότητα της επιχείρησης, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η εμπειρική μελέτη κλίνει περισσότερο υπέρ της χρησιμότητας των χρηματοοικονομικών ροών στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής με άξονα την ρευστότητα παρά υπέρ της διοίκησης των εσόδων.

### 3.8 MICHAEL BRADLEY, DENNIS R. CAPOZZA AND PAUL J. SEGUIN (1998) DIVIDEND POLICY AND CASH FLOW UNCERTAINTY

Η μερισματική πολιτική αποτελεί τον πυρήνα των εταιρικών οικονομικών. Σε αυτή την εργασία διερευνάται ο ρόλος της αναμενόμενης μεταβλητότητας της ταμειακής ροής, ως καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο. Αν και πολλές μελέτες διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερους συντελεστές συστηματικού κινδύνου (βήτα), προσφέρουν χαμηλότερες μερισματικές αποδόσεις, υποστηρίζουμε ότι η μεταβλητότητα των διαθεσίμων ρευστών για τα μερίσματα, επηρεάζεται από παράγοντες που σχετίζονται τόσο με την αγορά, όσο και με την επιχείρηση. Έτσι, πρέπει να εξεταστούν και οι δύο πηγές μεταβλητότητας, και όχι μόνο η σχετική με την αγορά μεταβλητότητα. Η υπόθεση αυτή ελέγχεται καλύτερα σε δεδομένα από έναν κλάδο όπου οι διακυμάνσεις από την διασταύρωση των παρατηρήσεων στα βήτα, υπερβαίνονται από τις διακυμάνσεις στα ειδικά προς την επιχείρηση στοιχεία.

Έτσι, για να ελέγξουμε την υπόθεση αυτή, αξιοποιούμε τη δύναμη μιας μοναδικής βάσης δεδομένων που προέρχεται από την υψηλού μερίσματος βιομηχανία REIT. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 75 μετοχικών REIT κατά

την περίοδο 1985-1992, επιβεβαιώνουμε πρώτα τη σχέση μεταξύ των μεταβολών στις τιμές των μετοχών και τις μεταβολές των μερισμάτων που βρέθηκε σε άλλες έρευνες. Εξετάζουμε στη συνέχεια τη σχέση μεταξύ των ποσοστών των μερισμάτων που διανεμήθηκαν προς τα κέρδη της εταιρίας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και της μεταβλητότητας των υποκείμενων ταμειακών ροών. Τα στατιστικά αποτελέσματα έρχονται να επιβεβαιώσουν μία έντονα αρνητική σχέση μεταξύ της αναμενόμενης μεταβλητότητας των ταμειακών ροών και των επιπέδων μερίσματος.

Αναπτύξαμε ένα απλό μοντέλο μίας περιόδου, δύο ημερομηνιών, με ουδέτερου ρίσκου παράγοντες για να δείξουμε την επίδραση της αβεβαιότητας της ταμειακής ροής στην μερισματική πολιτική, όταν υπάρχει μια ποινή αποτίμησης για την αποτυχία στην εκπλήρωση του στόχου του μερίσματος.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι τα ποσοστά της μερισματικής πολιτικής – δηλαδή το ποσό των μερισμάτων που διανεμήθηκαν προς τα κέρδη της εταιρίας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα – είναι χαμηλότερα για τις επιχειρήσεις με την υψηλότερη αναμενόμενη μεταβλητότητα ταμειακής ροής. Αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με εξηγήσεις που βασίζονται σε πληροφορίες της μερισματικής πολιτικής, αλλά όχι με θεωρίες κόστους ενεργειών.

Σε αυτή τη μελέτη, μοντελοποιήσαμε την βέλτιστη μερισματική πολιτική, όταν οι ταμειακές ροές είναι αβέβαιες και, όταν οι τιμές των μετοχών πέφτουν αν οι επιχειρήσεις δεν πληρούν τους στόχους μερίσματος. Σε μία σηματοδοτική ισορροπία, η ύπαρξη μίας διακριτής ποινής μείωσης, σημαίνει ότι οι διευθυντές θα χρησιμοποιήσουν την μερισματική πολιτική, για να επισημάνουν όχι μόνο το αναμενόμενο επίπεδο των κερδών, αλλά και την μεταβλητότητά τους. Για ένα δεδομένο επίπεδο ταμειακών ροών, οι επιχειρήσεις με τα πιο ασταθή κέρδη, υπόσχονται χαμηλότερα μερίσματα. Ένα σημαντικό σημείο της ανάλυσης είναι ότι τα επίπεδα μερισμάτων ποικίλλουν ανάλογα με τη συνολική μεταβλητότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών και όχι μόνο την συστηματική ή με την σχετική με την αγορά συνιστώσα του κινδύνου.



Παρέχουμε ισχυρά εμπειρικά στοιχεία μίας διακριτής ποινής μετοχικής τιμής, όταν τα μερίσματα μειώνονται. Συγκεκριμένα, αν και η τιμή της μετοχής αντιδρά με το πρόσημο και το μέγεθος της μεταβολής των μερισμάτων, δείχνουμε ότι υπάρχει μια οικονομικά σημαντική διακριτή συνιστώσα της πτώσης της τιμής των συμμετοχικών τίτλων που συνδέεται με την περικοπή του μερίσματος, ανεξάρτητα από το μέγεθος της περικοπής. Αυτή η διακριτή ποινή παρατηρείται τόσο σε ετήσιους ορίζοντες όσο και σε παράθυρα γεγονότων 3-ημερών.

Στην εμπειρική ανάλυση μας χρησιμοποιούμε τέσσερις μετρήσεις σχετικά με την αναμενόμενη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών: το μέγεθος της επιχείρησης, την οικονομική της δύναμη και δύο δείκτες Herfindahl του τύπου του προϊόντος και της περιφερειακής διαφοροποίησης. Όλα έχουν το αναμενόμενο πρόσημο και όλα πλην ενός είναι στατιστικά σημαντικά. Ως εκ τούτου, η αναμενόμενη αστάθεια των ταμειακών ροών δεν είναι μόνο ένας οικονομικά σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής, αλλά επίσης έχει μεγάλη στατιστική σημασία σε σχέση με παράγοντες του παρελθόντος.

Τα στοιχεία μας για την μερισματική πολιτική, βοηθούν στο να γίνει διάκριση μεταξύ δύο ανταγωνιστικών θεωριών. Περιλαμβάνουμε μετρήσεις της αναμενόμενης αβεβαιότητας των ταμειακών ροών σε μια εμπειρική ανάλυση της μερισματικής πολιτικής και διαπιστώνουμε ότι για όλα τα μέτρα, τα υψηλότερα επίπεδα της αναμενόμενης αβεβαιότητας συνδέονται με χαμηλότερα ποσοστά μερισμάτων που διανεμήθηκαν. Τα αποτελέσματα δεν είναι συνεπή με εξηγήσεις παραγόντων κόστους, οι οποίες προβλέπουν μια θετική σχέση μεταξύ των ποσοστών μερισμάτων που διανεμήθηκαν και της αβεβαιότητας. Ωστόσο, τα αποτελέσματα είναι συνεπή με τις θεωρίες της μερισματικής πολιτικής που βασίζονται στις πληροφορίες.

Αν και τα αποτελέσματα μας παρέχουν ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία για τη σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και μεταβλητότητας των ταμειακών ροών, πρέπει να αναγνωρισθεί ότι τα δεδομένα μας προέρχονται από ένα μόνο κλάδο με μοναδικά χαρακτηριστικά. Τα χαρακτηριστικά του κλάδου REIT καθιστούν δυνατή την κατασκευή μοναδικών δοκιμών των υποθέσεων. Παρά

το γεγονός ότι αυτή η βιομηχανία υπόκειται σε περιορισμούς για την μερισματική πολιτική, έχουμε δείξει ότι αυτοί οι περιορισμοί δεν είναι πολύ δεσμευτικοί. Ως εκ τούτου, δεν βλέπουμε κανένα λόγο για τον οποίο οι θεμελιώδεις οικονομικές σχέσεις που εκτιμήθηκαν σε αυτή την έρευνα, να μην εφαρμόζουν εξίσου καλά και σε άλλες βιομηχανίες. Παρ' όλα αυτά, εξαιτίας του περιορισμού σε μία βιομηχανία, τα γενικά συμπεράσματα πρέπει να εξαχθούν μετά από μελέτες άλλων βιομηχανιών και άλλων χρονικών περιόδων.

### 3.9 GEORGE M. FRANKFURTER AND BOB G. WOOD JR. (2002) DIVIDEND POLICY THEORIES AND THEIR EMPIRICAL TESTS

Το θέμα της εταιρικής μερισματικής πολιτικής έχει γοητεύσει τους οικονομολόγους εδώ και πολύ καιρό, με αποτέλεσμα την εντατική θεωρητική μοντελοποίηση και πολλές εμπειρικές εξετάσεις. Ένας αριθμός αντικρουόμενων θεωρητικών μοντέλων τα οποία στερούνται ισχυρής εμπειρικής στήριξης, καθορίζουν τις τρέχουσες προσπάθειες να εξηγηθεί η εταιρική μερισματική συμπεριφορά.

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να καθορίσει το αν η μέθοδος ανάλυσης που χρησιμοποιείται, η περίοδος του δείγματος, ή/και η συχνότητα των δεδομένων, είναι υπεύθυνες για αυτή την ασυνέπεια. Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται εδώ είναι συνεπή με τον ισχυρισμό ότι κανένα μερισματικό μοντέλο, είτε από μόνο του, είτε σε συνδυασμό με άλλα μοντέλα, μπορεί να υποστηριχτεί αμετάβλητο. Στην παρούσα μελέτη αναπτύσσονται μέσω διαφορετικών μοντέλων, οι τρέχουσες θεωρίες των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, αναπτύσσονται τα πλήρους πληροφόρησης μοντέλα, τα μοντέλα με ασύμμετρη πληροφόρηση, τα σηματοδοτικά μοντέλα και διάφορα συμπεριφορικά μοντέλα. Κατόπιν πραγματοποιείται ανάλυση των εμπειρικών δοκιμών των διαφορετικών μερισματικών θεωριών.

Για τους σκοπούς της μελέτης χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ανάλυσης κατηγοριών δεδομένων (CDAM) για να καθοριστεί αν η μέθοδος ανάλυσης, η συχνότητα της παρατήρησης και η περίοδος υπό εξέταση, μπορεί να προβλέψει και να εξηγήσει τα αποτελέσματα μιας μελέτης. Η CDAM είναι μία εξειδικευμένη τεχνική ανάλυση πολλαπλών μεταβλητών, για την αξιολόγηση της ανταπόκρισης και των ερμηνευτικών μεταβλητών, μέσω διαδικασιών σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (WLS).

Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της ανάλυσης, οι συντελεστές της μεθόδου ανάλυσης, τύπου δεδομένων και περιόδου δείγματος, δεν διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν και επομένως δεν επηρεάζουν το αποτέλεσμα της ανάλυσης. Οι εκτιμήσεις κάθε μία επεξηγηματικής μεταβλητής είναι εξαιρετικά μικρές και οι αναφερόμενες τιμές διαστήματος εμπιστοσύνης  $P$  κυμάνθηκαν από 0,152 μέχρι 0,976. Επίσης βρέθηκε ότι καμία από τις ανεξάρτητες μεταβλητές δεν έδειξε καμία σημαντική επεξηγηματική ισχύ. Κατά συνέπεια, αντίθετα με ότι πιστευόταν μέχρι τώρα, η επιλογή της μεθόδου ανάλυσης, ο τύπος των δεδομένων και η περίοδος υπό εξέταση, δεν επηρεάζουν σημαντικά τα αποτελέσματα της έρευνας.

Αρκετοί σημαντικοί ερευνητές έχουν καταλήξει στην εξής παρατήρηση: «Η σχεδόν καθολική πολιτική της καταβολής σημαντικών μερισμάτων είναι ο κύριος γρίφος στα οικονομικά της εταιρικής χρηματοδότησης». Μια σειρά αντικρουόμενων θεωρητικών μοντέλων, από τα οποία λείπει μία ισχυρή εμπειρική στήριξη, ορίζουν τις τρέχουσες προσπάθειες της έρευνας στη χρηματοδότηση για να εξηγήσουν το φαινόμενο των μερισμάτων. Επίσης, δεν μπορεί η εταιρική μερισματική πολιτική να αποδοθεί στους υφιστάμενους κανονιστικούς περιορισμούς. Ο ελλιπής χαρακτήρας των σημερινών θεωριών και την ευαισθησία των δεδομένων σε αλλαγές στις προδιαγραφές, αποκλείουν κάθε δογματισμό.

Έχει υποστηριχθεί ότι η μερισματική πολιτική είναι προβληματική σε περίπτωση χαμηλών κερδών με αποθέματα τα οποία δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση του μερίσματος. Επιπλέον, εξατομικευμένες ατέλειες της αγοράς δεν εξηγούν αποτελεσματικά τους λόγους για τις πληρωμές μερισμάτων. Η συστηματική συμπεριφορά της εταιρικής μερισματικής

πολιτικής συνεπάγεται ότι δεν μπορεί να εξηγηθεί η πρακτική από συγκεκριμένες ως προς την επιχείρηση θεωρητικές ερμηνείες της μερισματικής πολιτικής.

Η πλειοψηφία των μετόχων πρέπει να πληρώσει φόρους για εισόδημα από μερίσματα. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών υποστηρίζει την υπόθεση ότι οι αποδόσεις των μερισμάτων από μετοχές, αυξάνονται για να αντισταθμίσουν τη φορολογική υποχρέωση των μερισμάτων πληρωμών. Η απουσία έντονης διαφοράς στα χαρτοφυλάκια των φυσικών προσώπων της υψηλής και χαμηλής φορολογικής κλίμακας δημιουργεί αμφιβολίες, ωστόσο, ως προς τη σημασία των φόρων κατά τον καθορισμό της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Η γνώμη των συγγραφέων της παρούσας μελέτης είναι ότι η ραγδαία πολυπλοκότητα το μόνο που θα προκαλέσει είναι να προσθέσει σύγχυση, χωρίς κανένα θετικό όφελος από την σύνδεση της φορολογικής επίδρασης στην μερισματική πολιτική.

Η εταιρική παράδοση καταβολής μερισμάτων είναι το συνολικό ποσό πάνω από 300 χρόνων εξέλιξης της πρακτικής των μερισματικών πληρωμών. Παρά τις επιμέρους διαφορές στην πολιτική, συνεπή και αναγνωρίσιμα μοτίβα μερισματικής πληρωμής, επαναλαμβάνονται μέσω των εταιρειών. Οι διευθυντές είναι απρόθυμοι να μειώσουν τις πληρωμές μερισμάτων, ακόμα και σε περιόδους οικονομικής δυσχέρειας. Επιπλέον, τα μερίσματα αυξάνονται μόνο αν η διοίκηση της εταιρείας έχει την πεποίθηση ότι τα υψηλότερα επίπεδα μπορούν να διατηρηθούν. Τα στελέχη πιστεύουν ότι οι μέτοχοι περιμένουν να πληρωθούν σημαντικά μερίσματα και οι μέτοχοι πιστεύουν ότι αξίζουν αυτά τα μερίσματα. Τέλος, οι μέτοχοι προτιμούν της πληρωμές μερισμάτων, παρά την φορολογική υποχρέωση.

Τα πρόσφατα μοντέλα της εταιρικής μερισματικής πολιτικής σε μεγάλο βαθμό αγνοούν τη συμπεριφορά και τις κοινωνικοοικονομικές επιδράσεις των δραστηριοτήτων των διευθυντών και των μετόχων. Εκτός και αν αυτές οι επιδράσεις ενσωματωθούν σε μελλοντικά μοντέλα, η προτίμησή μερίσματος θα είναι δύσκολο να εξηγηθεί, ως κάτι άλλο εκτός από μία παράλογη επιθυμία των επενδυτών για μερίσματα. Ο αποκλεισμός αυτών των κινήτρων από τα οικονομικά μοντέλα, περιορίζει σοβαρά την εφαρμογή τους στις

επιχειρηματικές δραστηριότητες και τον καθορισμό της πολιτικής. Η μερισματική πολιτική επηρεάζεται από τις ίδιες μανίες και μόδες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, επειδή οι διευθυντές που κατευθύνουν τη μερισματική πολιτική, επηρεάζονται από συμπεριφορικές και κοινωνικοοικονομικές επιδράσεις. Όπως υποστηρίζει ο Shiller, ένα μοντέλο το οποίο θα ενσωματώνει ένα συνδυασμό σύγχρονων οικονομικών θεωριών και συμπεριφορικών και ψυχολογικών επιρροών, θα μπορούσε να εξηγήσει καλύτερα την εταιρική μερισματική πολιτική. Μέχρι να αναπτυχθεί ένα τέτοιο μοντέλο, οι έλεγχοι και οι δοκιμές των θεωριών της μερισματικής πολιτικής θα παραμείνουν τόσο ασαφείς όσο και αντιφατικοί.

### 3.10 SAMY BEN NACEUR, MOHAMED GOAIED AND AMEL BELANES (2005) ON THE DETERMINANTS AND DYNAMICS OF DIVIDEND POLICY

Η μερισματική πολιτική βρίσκεται στο πυρήνα της θεωρίας για τα εταιρικά οικονομικά. Είναι ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα ζητήματα στην βιβλιογραφία των οικονομικών επιστημών. Πολλοί ερευνητές έχουν επινοήσει θεωρίες και έχουν δώσει εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με τα καθοριστικά στοιχεία πάνω στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Το θέμα της μερισματικής πολιτικής παρόλα αυτά παραμένει άλυτο. Παρόλο το μέγεθος της βιβλιογραφίας, δεν έχουν ακόμα εμφανιστεί σαφείς κατευθυντήριες γραμμές για μια «βέλτιστη πολιτική πληρωμής». Ωστόσο, εμείς ακόμα δεν έχουμε μια αποδεκτή εξήγηση για την παρατηρούμενη συμπεριφορά των μερισμάτων των εταιρειών. Δεν έχουμε ακόμη κατανοήσει πλήρως τους παράγοντες που διέπουν την απόφαση των μερισμάτων και τον τρόπο με τον οποίο αυτοί οι παράγοντες αλληλεπιδρούν. Αυτό είναι γνωστό ως ο γρίφος των μερισμάτων στη βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών.

Αρκετές υποθέσεις έχουν προταθεί για να ρίξουν λίγο φως σε αυτό το γρίφο, αλλά μάταια. Πριν από τρεις δεκαετίες, ο Fisher Black έγραψε ότι όσο πιο πολύ κοιτάμε την εικόνα του μερίσματος, τόσο περισσότερο μας φαίνεται

σαν ένα πάζλ με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους. Πιο πρόσφατα, οι Brealey και Myers κατηγοριοποιούν τα μερίσματα ως ένα από τα κορυφαία δέκα σημαντικά άλυστα προβλήματα στα χρηματοοικονομικά. Η κατάσταση είναι λίγο πολύ η ίδια σήμερα και τα λόγια του Fisher Black μπορούν κάλλιστα να εφαρμοσθούν στο σημερινό πλαίσιο. Σε μια πρόσφατη έρευνα, οι Allen και Michaely, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι απαιτείται πολύ περισσότερη εμπειρική και θεωρητική έρευνα επί των μερισμάτων, πριν την επίτευξη συναίνεσης.

Πολλοί ερευνητές από διαφορετικά ρεύματα, έχουν εργαστεί επί των μερισμάτων και έχουν προτείνει διάφορες θεωρίες για να εξηγήσουν τη συμπεριφορά του μερίσματος. Ενώ πολλές προηγούμενες μελέτες επισημαίνουν τη θεωρία προτίμησης λόγω φόρου, πολλές πρόσφατες μελέτες τονίζουν περισσότερο τις υποθέσεις σηματοδότησης και του κόστους υπηρεσίας. Ωστόσο, το σύνολο του μερίσματος μας προβληματίζει ακόμα. Πολλές ερωτήσεις, είτε είναι ακόμη αναπάντητες ή οι απαντήσεις τους είναι αντικρουόμενες. Πολλές άλλες ερωτήσεις δεν έχουν γίνει ακόμα. Αλλά πάνω από όλα, η συνεισφορά της εργασίας αυτής έγκειται στην παροχή μιας περαιτέρω γνώσης όσον αφορά την μερισματική πολιτική, στην πρωτεύουσα της Τυνησίας με τη χρήση δυναμικών στοιχείων.

Οι συγγραφείς μελετούν την μερισματική πολιτική των 48 εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Τυνησίας κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996-2002. Η μελέτη ελέγχει το κατά πόσο οι διευθυντές στη Τυνησία ομαλοποιούν τα μερίσματά τους ή όχι. Εκτός από αυτό, η μελέτη περιγράφει τους βασικούς καθοριστικούς παράγοντες που μπορεί να διέπουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Τυνησίας.

Οι συγκεντρωμένες παλινδρομήσεις, τόσο από στατικά όσο και από δυναμικά πάνελ δεδομένων, χρησιμοποιούνται προκειμένου να καθοριστεί η γενική δυναμική σχέση. Πιο συγκεκριμένα, προσπαθούμε να βρούμε απαντήσεις στα ακόλουθα ερωτήματα: Μήπως οι εταιρείες στην Τυνησία ακολουθούν σταθερές μερισματικές πολιτικές; Διαφέρουν οι μερισματικές

αποδόσεις μεταξύ των κλάδων; Ποιοι είναι οι κύριοι παράγοντες που καθορίζουν τη χάραξη μερισματικής πολιτικής;

Αρχικά εφαρμόζεται το μοντέλο Lintner χρησιμοποιώντας δεδομένα παλινδρομήσεων από στατικά και δυναμικά πάνελ. Τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι οι εταιρείες της Τυνησίας βασίζονται περισσότερο στις σημερινά κέρδη από ότι στα προηγούμενα μερίσματα, για να καθορίσουν τις πληρωμές μερισμάτων τους, καθώς τα μερίσματα τείνουν να είναι πιο ευαίσθητα στα σημερινά κέρδη από ότι τα προηγούμενα μερίσματα. Οποιαδήποτε διακύμανση των κερδών της εταιρίας αντικατοπτρίζεται άμεσα στο επίπεδο των μερισμάτων. Αυτή εγκρίνεται από την υψηλή τιμή της ταχύτητας προσαρμογής, η οποία είναι περίπου 96% (86,68% όταν εξαιρούνται οι επιχειρήσεις που δεν καταβάλουν μερίσματα και 75,4%, όταν εξαιρούνται οι ρυθμιζόμενες). Οι διευθυντές στη Τυνησία, όπως και οι διευθυντές σε άλλες αναπτυσσόμενες αγορές, δεν ομαλοποιούν τις πληρωμές των μερισμάτων τους. Επιπλέον, ο επιδιωκόμενος δείκτης αποπληρωμής μερίσματος, είναι πολύ χαμηλός, 14% για το σύνολο του δείγματος και 32% με τις επιχειρήσεις καταβολής μερίσματος. Ως εκ τούτου, το χαμηλό ποσοστό στόχος και η υψηλή ταχύτητα προσαρμογής επισημαίνουν την αστάθεια της μερισματικής πολιτικής στην Τυνησία.

Από την άλλη πλευρά, μπορούμε να υπογραμμίσουμε μερικούς καθοριστικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν το μοτίβο της μερισματικής πολιτικής. Πρώτον, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία με πιο σταθερά κέρδη μπορούν να αντέξουν μεγαλύτερες ελεύθερες ταμειακές ροές και κατά συνέπεια να πληρώσουν μεγαλύτερα μερίσματα. Επιπλέον, οι ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα, έτσι ώστε να προσελκύσουν επενδυτές. Αυτό συμφωνεί με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Από την άλλη πλευρά, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας δεν έχει καμία επίπτωση στην καταβολή μερίσματος. Στην πραγματικότητα, καθώς διοικούνται στενά, οι επιχειρήσεις της Τυνησίας υπόκεινται σε μικρότερες συγκρούσεις υπηρεσιών και οι μέτοχοι τους, δεν καταφεύγουν σε μερίσματα προκειμένου να μειώσουν την διοικητική σύνεση και να προστατεύσουν τα συμφέροντά τους. Εξάλλου, η ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς έχει

αρνητική επίδραση η οποία επιβεβαιώνει ότι η εφαρμογή του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών στο TSE έχει διευκολύνει την πραγματοποίηση της υπεραξίας και έχει μειώσει την ανάγκη των πληρωμών μερισμάτων. Τέλος, ο αρνητικός συντελεστής για το μέγεθος που βρέθηκε στο πλήρες δείγμα, εξαφανίζεται όταν εξαιρούνται οι ρυθμιζόμενες επιχειρήσεις οι οποίες μειώνουν την αξιοπιστία του παράγοντα αυτού.

### 3.11 YOUSUF KHAN (2005) CASH FLOWS AS DETERMINANTS OF DIVIDENDS POLICY IN MATURE FIRMS: EVIDENCE FROM FTSE 250 AND AIM LISTED FIRMS

Τα κέρδη χρησιμοποιούνται εδώ και καιρό ως ένα μέτρο για να καθοριστεί η μερισματική πολιτική στις επιχειρήσεις. Αν και πολλές μελέτες έχουν καταδείξει τη σύνδεση μεταξύ των κερδών και των μερισματικών μεταβολών, δεν υπάρχουν μελέτες που να έχουν αποδείξει ότι το ίδιο συμβαίνει και με τις ταμειακές ροές. Σε αυτή τη μελέτη υποστηρίζεται ότι, ενώ τα κέρδη είναι ένας σημαντικός παράγοντας για τον καθορισμό της μερισματικής διαδικασίας, η ρευστότητα της επιχείρησης είναι πιο σημαντική για τις μερισματικές μεταβολές, καθώς οι επιχειρήσεις δεν επιθυμούν να αλλάξουν τα μερίσματα, εκτός και αν η φύση της μεταβολής στα κέρδη και την ταμειακή ροή είναι επίσης μόνιμη.

Η μερισματική πολιτική έχει κεντρική σημασία για όλες τις επιχειρήσεις. Οι επενδυτές ανταμείβονται για τις επενδύσεις τους, είτε μέσω των κερδών από πώληση παγίων ή από πληρωμές μερισμάτων. Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν την μία ή την άλλη μέθοδο για να αποζημιωθούν για την ανάληψη του κινδύνου από την πραγματοποίηση επενδύσεων σε επιχειρήσεις κεφαλαίου. Ο κυριότερος παράγοντας επιλογής μεταξύ των δύο μεθόδων είναι η φορολογία. Τα μερίσματα επιβαρύνονται με φόρο, όταν καταβάλλονται. Τα κεφαλαιακά κέρδη, από την άλλη πλευρά, υπόκεινται σε φορολογία μόνο όταν πραγματοποιούνται. Ο στόχος αυτής της έρευνας είναι να καθοριστεί ότι



οι ταμειακές ροές είναι καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής στις επιχειρήσεις εν γένει και ειδικότερα στις ώριμες επιχειρήσεις.

Η έρευνα αυτή αποσκοπεί να προτείνει μια σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και τις μερισματικής πολιτικής στις ώριμες επιχειρήσεις, που έχουν πρόσβαση σε ταμειακές ροές, σε περίπτωση απουσίας επενδυτικών ευκαιριών που σχετίζονται με τις θετικές NPV ταμειακές ροές, θεσπίζοντας μια δυναμική μερισματική πολιτική ως ανταπόδοση προς τους επενδυτές. Σε αυτή τη μελέτη προσπαθήσαμε να κατοχυρώσουμε ότι οι ταμειακές ροές είναι ο κύριος λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις έχουν μια μερισματική πολιτική και ότι οι ταμειακές ροές είναι καθοριστικοί παράγοντες της πληρωμής μερισμάτων. Προσπαθήσαμε επίσης να επαληθεύσουμε ότι οι πληροφορίες σηματοδότησης είναι ένα παραπροϊόν της πληρωμής μερισμάτων, παρά μία ξεχωριστή άσκηση από τους διαχειριστές, οι οποίοι προσπαθούν να μεταδίδουν πληροφορίες προς τους επενδυτές σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης. Πολλές μελέτες προσπάθησαν να εμπλέξουν την σηματοδότηση ως τον κύριο λόγο πίσω από τις αλλαγές σε μερίσματα για να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με μελλοντικές επιδόσεις. Ωστόσο, οι ίδιες μελέτες έχουν επίσης δείξει ότι, παρόλα όσα έχουν γίνει, ο μόνιμος χαρακτήρας των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι η πραγματική αιτία πίσω από τις μερισματικές αλλαγές.

Επιλέχθηκαν περίπου 25 επιχειρήσεις από το FTSE 350 και 25 από το FTSE AIM του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, για την ανάλυση των δεδομένων και ελέγχθηκαν με τη χρήση της μέθοδο παλινδρόμησης πολλαπλών μεταβλητών OLS. Αρχικά προτάθηκαν τέσσερις επιμέρους υποθέσεις, ωστόσο, οι δύο πρώτες υποθέσεις συγχωνεύθηκαν σε μία υπό-υπόθεση. Επίσης, ορισμένες από τις μεταβλητές που αρχικώς είχαν δηλωθεί είτε διαγράφηκαν είτε αντικαταστάθηκαν από πιο κατάλληλες μεταβλητές.

Τα αποτελέσματα δείχνουν δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών αλλαγών. Ωστόσο, επιβεβαιώνουν προηγούμενα ευρήματα σχετικά με το ότι οι μερισματικές αλλαγές συνδέονται στενά με τα κέρδη. Το σκεπτικό πίσω από το μοντέλο παλινδρόμησης είναι ότι, ενώ υπάρχουν επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα στο FTSE 350,

υπάρχει έλλειψη μερισματικών δεδομένων στις επιχειρήσεις AIM, για αυτό και αναπτύχθηκαν έλεγχοι των μοντέλων για τις μερισματικές αλλαγές με δεδομένες ταμειακές ροές στις επιχειρήσεις FTSE 350 (ώριμες επιχειρήσεις) και των κεφαλοποιήσιμων κερδών στις επιχειρήσεις FTSE AIM (εταιρείες ανάπτυξης), χρησιμοποιώντας την μερισματική μεταβολή ως την εξαρτημένη μεταβλητή στις ώριμες επιχειρήσεις και την κίνηση της τιμής της μετοχής για τις επιχειρήσεις ανάπτυξης.

Είναι προφανές ότι υπάρχει ένα πελατειακό φαινόμενο μεταξύ των επενδυτών, που διαμορφώνει την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να επιβάλλουν ή να θέσουν μερισματικούς στόχους για τους διευθυντές και αυτοί μπορούν να αποτελούν μέρος των κινήτρων του διευθυντή. Τα κέρδη υπόκεινται σε διαχείριση από τους διευθυντές για την επίτευξη των στόχων και ως εκ τούτου, οι ταμειακές ροές μπορούν να θεωρηθούν ως καθυστερημένα δεδουλευμένα. Έτσι, υπάρχει ανάγκη να απομονωθούν οι επιπτώσεις των δεδουλευμένων ή ανώμαλων δεδουλευμένων για να δοκιμαστεί η αληθινή φύση των κερδών που βασίζονται στα δεδουλευμένα, σε σχέση με την μερισματική πολιτική και την αλλαγή του μερίσματος.

Το χρέος μιας εταιρείας μπορεί να διαδραματίσει ένα σημαντικό ρόλο σε θέματα ταμειακών ροών στην επιχείρηση, αλλά αυτό μπορεί να αποτελεί μία βραχυπρόθεσμη επίδραση. Είναι προφανές ότι το χρέος αυξάνει τα μετρητά ή τη διαθεσιμότητα των μετρητών για την επιχείρηση, αλλά αυξάνει επίσης το παθητικό της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν το χρέος για να «δημιουργήσουν» ταμειακές ροές μπορεί να στείλουν λάθος μηνύματα και κάθε μη-κερδισμένη ταμειακή ροή της επιχείρησης, πρέπει να υπόκειται σε άλλες μεταβλητές, εάν το χρέος πρόκειται να χρησιμοποιηθεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή και να περιλαμβάνονται ως μέρος των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης.

Παρόλο που έχει αναγνωριστεί εδώ και καιρό ότι το προσωπικό συμφέρον των διευθυντών μπορεί να επηρεάσει την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, το ζήτημα αυτό πρέπει να αξιολογηθεί ξεχωριστά από τις επιπτώσεις που έχει για τα κέρδη και τις ταμειακές ροές.

### 3.12 DAN GODE AND JAMES A. OHLSON (2006) A UNIFIED VALUATION FRAMEWORK FOR DIVIDENDS, FREE CASH FLOWS, RESIDUAL INCOME AND EARNINGS BASED MODELS

Οι μέθοδοι αξιολόγησης είναι σημαντικές τόσο στους επαγγελματίες όσο και στους ακαδημαϊκούς. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να συμβάλει στην κατανόηση των μέτρων που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της καθαρής θέσης μιας εταιρείας, παρέχοντας ένα απλό θεωρητικό πλαίσιο χρησιμοποίησης μέτρων εναλλακτικά από τα μερίσματα και χρησιμοποιώντας το για να ενισχύσει την αποτίμηση που βασίζεται στα κέρδη.

Ένα από τα πιο διαδεδομένα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση της καθαρής θέσης είναι το μοντέλο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μερισμάτων. Σύμφωνα με την μελέτη, το σημαντικότερο μειονέκτημα του μοντέλου είναι ότι επικεντρώνεται στην διανομή του πλούτου και όχι στην παραγωγή του. Ένα μοντέλο που κινείται πιο κοντά στην τροχιά της παραγωγής πλούτου είναι αυτό των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών. Και αυτό όμως επειδή λαμβάνει υπόψη μόνο ταμειακές ροές και αγνοεί άλλα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού, στην ουσία ασχολείται με μία περιορισμένη πτυχή του πλούτου μιας εταιρείας, επικεντρώνοντας την προσοχή στην παραγωγή ταμειακών ροών και όχι πλούτου. Με την σειρά του το μοντέλο αξιολόγησης με βάση το εισόδημα που απομένει επικεντρώνεται στην λογιστική αξία της καθαρής θέσης, γιατί είναι ένα πιο κατανοητό μέτρο του καθαρού πλούτου μιας εταιρείας. Παρουσιάζει την αξία ως το άθροισμα της λογιστικής αξίας και της υπεραξίας που προκύπτει από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων έναντι του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Το συγκεκριμένο μοντέλο συνδέει την αποτίμηση με τις λογιστικές αξίες και για αυτό η πρακτική του εφαρμογή είναι προβληματική για τις εταιρείες που η λογιστική τους αξία δεν είναι και κατά προσέγγιση η αγοραία τους αξία.

Παρά το γεγονός ότι τα κέρδη και η αύξηση των κερδών χρησιμοποιούνται πολύ συχνά στη αποτίμηση μια θεωρία που να βασίζεται στα κέρδη δεν έχει αναπτυχθεί. Μια δημοφιλής προσέγγιση, που παρουσιάζεται στην μελέτη, και αφορά στην προσπάθεια ενσωμάτωσης της αύξησης των κερδών σε ένα μοντέλο αξιολόγησης, είναι μια προσαρμογή του μοντέλου του Gordon που αφορά στα μερίσματα. Είναι μια προσέγγιση όμως που δεν έχει αποδειχτεί θεωρητικά και εμπειρικά δεν μπορεί να γενικευτεί, ιδίως για τις εταιρείες που δεν διανέμουν μέρισμα στα πρώτα στάδια της ανάπτυξής τους.

Σύμφωνα με την παρούσα μελέτη, χρειάζεται ένα μοντέλο που θα συσχετίζει τα κέρδη με την αξία. Ένα τέτοιο μοντέλο απορρέει από την ένωση των παραπάνω μοντέλων σε ένα ενιαίο πλαίσιο για την αξιολόγηση της καθαρής θέσης. Έχοντας ως πυρήνα το μοντέλο προεξόφλησης των μερισμάτων καταφέρνει να συνδέσει την αξία, να επικεντρωθεί στην παραγωγή πλούτου και να εφαρμόσει το πλαίσιο αυτό στα μοντέλα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών και της λογιστικής αξίας. Το συμπέρασμα που προκύπτει από αυτή την εφαρμογή είναι ότι ο καθορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών απαιτεί τον διαχωρισμό των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων από τις αντίστοιχες χρηματοοικονομικές, κάτι που δεν είναι πάντα εφικτό σε όλες τις εταιρείες. Το ίδιο ισχύει και για την εφαρμογή στο μοντέλο που συσχετίζει την αξία με την λογιστική αξία.

Προτείνοντας ένα εναλλακτικό μοντέλο, το μοντέλο της αύξησης των μελλοντικών κερδών (Forward Earnings Growth model), η μελέτη αντί να βασίσει την αποτίμηση στην λογιστική αξία, ξεκινάει με τα αναμενόμενα κέρδη του επόμενου έτους κεφαλαιοποιημένα με τον μελλοντικό πολλαπλασιαστή P/E. Η αξία της καθαρής θέσης προκύπτει από τα κεφαλαιοποιημένα μελλοντικά κέρδη όταν σε αυτά προστεθεί η υπεραξία για μη αναμενόμενη αύξηση στα κέρδη. Οι αναλυτές επικεντρώνονται περισσότερο στα κέρδη από ό, τι στην λογιστική αξία, γιατί είναι πιο εύκολη η πρόβλεψη των κερδών σε μια περίοδο σταθερότητας για τις εταιρείες. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι οι διαφορετικές πολιτικές λογιστικής και χρήσης των διαφόρων λογιστικών μεθόδων επηρεάζουν την λογιστική αξία σε όλες τις φάσεις μιας

εταιρείας, ανάπτυξη – σταθερότητα – συρρίκνωση, ενώ τα κέρδη δεν επηρεάζονται στις προβλέψεις όταν μια εταιρεία είναι σε φάση σταθερότητας.

Προχωρώντας σε μια παραμετροποίηση του μοντέλου και για να είναι πιο ρεαλιστικό, η μελέτη εισάγει την έννοια της κεφαλαιοποιημένης μεταβολής των κερδών που έχουν προσαρμοστεί για τα μερίσματα, αντί για τα ίδια τα κέρδη και η εφαρμογή του τύπου γίνεται με την χρήση των προβλέψεων των κερδών ανά μετοχή (EPS).

Για να αξιολογήσουν και να συγκρίνουν τις τιμές διαφορετικών μετοχών, οι επενδυτές χρησιμοποιούν δείκτες όπως είναι ο πολλαπλασιαστής PE και ο δείκτης PEG. Και οι δύο δείκτες έχουν μειονεκτήματα, τα οποία αντιμετωπίζονται από το μοντέλο που προτείνει η μελέτη καθώς ενσωματώνει πιο ολοκληρωμένα τα αναμενόμενα κέρδη και την αύξηση των αναμενόμενων κερδών χρησιμοποιώντας το νοητό κόστος κεφαλαίου (implied cost of capital). Εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι το κόστος κεφαλαίου έχει μεγαλύτερη ισχύ σε σχέση με τον δείκτη PEG γιατί σχετίζεται καλύτερα με τους παράγοντες κινδύνου, και ένα πολύ υψηλό κόστος κεφαλαίου συνεπάγεται την αναθεώρηση προς τα κάτω των κερδών και αντίστροφα.

Η μελέτη αφού παρουσίασε τις τρεις υπάρχουσες μεθόδους αξιολόγησης, προχώρησε στην δημιουργία ενός πλαισίου που ενοποιεί τις τρεις αυτές προσεγγίσεις. Με αυτό τον τρόπο κατέληξε σε ένα μοντέλο το οποίο βασίζεται στα κέρδη και την ανάπτυξή τους, δύο από τα μέτρα που συγκεντρώνουν την μεγαλύτερη προσοχή των επενδυτών, το οποίο είναι εύκολο να εφαρμοστεί στην πράξη και μπορεί να παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για την αξία μιας επιχείρησης. Το κυριότερο πλεονέκτημα της προσέγγισης που παρουσιάζει η μελέτη είναι ότι παρέχει στις εταιρείες ένα θεωρητικό υπόβαθρο για ευρέως χρησιμοποιούμενα μέτρα που μέχρι τώρα δεν είχαν παρουσιαστεί θεωρητικά με επιτυχία.

## 3.13 LITERATURE REVIEW TABLE

ΕΤΟΣ	ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ
1956	Lintner J. <i>“Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes”</i>	Διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ετήσια δεδομένα επιχειρήσεων του ευρύτερου βιομηχανικού τομέα</li> <li>Περίοδος εξέτασης: 1947 – 1953</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ανάλυση δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων / διενέργεια συνεντεύξεων με τα αρμόδια στελέχη</li> <li>Στατιστική ανάλυση του μοντέλου που προέκυψε.</li> </ul>	Ο συγγραφέας κατέληξε ότι οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής είναι τα κέρδη και το επίπεδο του μερίσματος του προηγούμενου έτους.
1959	Gordon M. J. <i>“Dividends, Earnings and Stock Prices”</i>	Διερεύνηση της σχέσης που συνδέει τις τιμές των μετοχών με την μερισματική και κεφαλαιακή τους απόδοση.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ετήσια δεδομένα επιχειρήσεων από τέσσερις βιομηχανικούς κλάδους</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross sectional analysis των μοντέλων που προέκυψαν.</li> </ul>	Με δεδομένους τους περιορισμούς των μοντέλων που προέκυψαν η μελέτη καταλήγει σε ένα μοντέλο αποτίμησης της

			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Περίοδος εξέτασης: δύο έτη, 1951 και 1954</li> </ul>		<p>τιμής μια μετοχής σε συνάρτηση με τα μερίσματα και τα κέρδη που δεν διανέμονται.</p>
1968	<p><b>Fama E. F., Babiak H.</b>  <b><i>“Dividend Policy: An empirical analysis”</i></b></p>	<p>Μελέτη των προσδιοριστικών παραγόντων της πληρωμής μερίσματος για μεμονωμένες επιχειρήσεις.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα επιχειρήσεων του ευρύτερου βιομηχανικού τομέα</li> <li>• Περίοδος εξέτασης: 1947 – 1964</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cross sectional analysis του αρχικού μοντέλου του Lintner (1956) και παραλλαγών του.</li> <li>• Έλεγχοι προσομοίωσης και προβλεπτικής ικανότητας των μοντέλων.</li> </ul>	<p>Τα μερίσματα προηγούμενης χρήσης και τα καθαρά κέρδη παρουσιάζουν την σημαντικότερη σχέση με τις μερισματικές μεταβολές, με το καθαρό εισόδημα να αποτελεί καλύτερο μέτρο των κερδών από τις ταμειακές ροές.</p>
1986	<p><b>Bowen R.M., Burgstahler D., Daley A.</b>  <b><i>“Evidence on the relationship between Earnings and various measures of Cash Flow”</i></b></p>	<p>Η μελέτη της σχέσης των κερδών και των διαφόρων μέτρων των ταμειακών ροών και η αξιολόγηση της προβλεπτικής τους ικανότητας</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα για επιχειρήσεις που πληρούσαν συγκεκριμένα</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αναφορά περιγραφικών στοιχείων σχετικά με τις συσχετίσεις</li> </ul>	<p>Τα παραδοσιακά μέτρα των ταμειακών ροών παρουσιάζουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τα κέρδη σε σχέση με</p>

για τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

- Περίοδος εξέτασης: 1971 – 1981.
- Σύγκριση μοντέλων πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών.

μεταξύ των διαφόρων μετρήσεων των ταμειακών ροών και των δεδουλευμένων κερδών.

διάφορα εναλλακτικά μέτρα και τα αποτελέσματα των μοντέλων πρόβλεψης, αν και προκαταρκτικά, δεν στηρίζουν την άποψη ότι τα κέρδη παρέχουν καλύτερες προβλέψεις στις μελλοντικές ταμειακές ροές από ότι οι μετρήσεις των ταμειακών ροών.

**Lang L., Litzenberger R.**  
**“Dividend announcements – Cash Flow Signalling vs. Cash Flow Hypothesis?”**

Χρησιμοποίηση εμπειρικών εκτιμήσεων σε μια προσπάθεια να γίνει διάκριση μεταξύ των προβλέψεων της υπόθεσης των σημάτων που επικοινωνούν οι ταμειακές ροές και της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

- Ποικιλία δεδομένων από την βάση δεδομένων CRSP, από το Moody’s Bond Record και από την βάση δεδομένων του

- Εκτίμηση του δείγματος με την αναλογία του Tobin’s Q

Τα αποτελέσματα της μελέτης στηρίζουν την θεωρία ότι οι μερισματικές αλλαγές για επιχειρήσεις που τείνουν να υπερεπενδύουν σηματοδοτούν πληροφορίες σχετικά με την επενδυτική τους



			FASB		πολιτική.
			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Περίοδος εξέτασης: 1979 – 11984</li> </ul>		
1994	<p><b>Simons K.</b>  <i>“The relationship between Dividend Changes and Cash Flow: An empirical Analysis”</i></p>	<p>Η μελέτη των ταμειακών ροών ως μεταβλητής στο μοντέλο των μερισματικών μεταβολών λαμβάνοντας υπόψη διαφορετικά μέτρα υπολογισμού και συνθήκες.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα</li> <li>• Περίοδος εξέτασης: δύο διαδοχικά έτη, 1983 – 1985</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cross section analysis</li> </ul>	<p>Η συγγραφέας δεν εντόπισε σημαντική σχέση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και τις μερισματικές μεταβολές.</p>
1998	<p><b>Charitou A., Vafeas N.</b>  <i>“The association between operating cash flows and Dividend Changes: An empirical investigation”</i></p>	<p>Η επαναξιολόγηση της σημαντικότητας της πληροφόρησης που παρέχουν οι λειτουργικές ταμειακές ροές στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών, με δεδομένα τα κέρδη.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα για επιχειρήσεις του βιομηχανικού τομέα</li> <li>• Περίοδος εξέτασης: 1981 – 1991</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pooled cross sectional / time series analysis</li> </ul>	<p>Η σημαντικότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών στο μοντέλο είναι εμφανής σε ορισμένες περιπτώσεις και γενικότερα η σχέση που τις συνδέει με τις μερισματικές μεταβολές παραμένει αόριστη.</p>

1998

**Bradley M., Capozza D. R.,  
Seguin P. J.**  
***“Dividend Policy and Cash Flow  
uncertainty”***

Διερεύνηση του ρόλου της αναμενόμενης μεταβλητότητας των ταμειακών ροών ως καθοριστικού παράγοντα της μερισματικής πολιτικής, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο.

- Δεδομένα επιχειρήσεων που ανήκουν στον τομέα REIT (Real Estate Investment Trusts)
- Στατιστική ανάλυση των μοντέλων που προέκυψαν.
- Περίοδος εξέτασης: 1985 – 1992

Τα αποτελέσματα της μελέτης παρέχουν ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία για τη σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και μεταβλητότητας των ταμειακών ροών με δεδομένο τον περιορισμό της έρευνας σε ένα μόνο κλάδο.

2002

**Frankfurter G., Wood Jr. B. G.**  
***“Dividend policy theories and  
their empirical tests”***

Ανάλυση των θεωρητικών μοντέλων μερισματικής πολιτικής και αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς τους.

- Συγκέντρωση δεδομένων από τις προηγούμενες μελέτες
- Τα δεδομένα έχουν χωριστεί σε δύο ομάδες, πριν το 1976 και μετά το 1976
- Categorical Data Analysis Method (CDAM)

Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι μέχρι να αναπτυχθεί ένα μοντέλο που να συνδυάζει τις σύγχρονες οικονομικές θεωρίες με τις συμπεριφορικές και ψυχολογικές επιρροές οι έλεγχοι και οι δοκιμές των θεωριών της μερισματικής

2005

**Ben Naceur S., Goaid M.,  
Belanes A.**  
*“On the determinants and  
dynamics of Dividend Policy”*

Μελέτη της μερισματικής πολιτικής εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές και συγκεκριμένα επικεντρώνεται σε αυτές του χρηματιστηρίου της Τυνησίας.

- Ετήσια δεδομένα εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο της Τυνησίας.
- Περίοδος εξέτασης: 1996 – 2002

- Dynamic panel data analysis

πολιτικής θα παραμείνουν τόσο ασαφείς όσο και αντιφατικοί.

Τα αποτελέσματα εξηγούν την αστάθεια που παρατηρείται στην μερισματική πολιτική των εταιρειών και υπογραμμίζουν καθοριστικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν το μοτίβο της.

2005

**Khan Y.**  
*“Cash Flows as determinants of  
dividends policy in mature  
firms: Evidence from FTSE 350  
and AIM listed firms”*

Η μελέτη των παραγόντων που σχετίζονται με τις μερισματικές μεταβολές και κυρίως η σχέση των λειτουργικών ταμειακών ροών και των κερδών με αυτές.

- Ετήσια δεδομένα για επιχειρήσεις του δείκτη FTSE 350 και AIM με καθορισμένη μερισματική πολιτική.

- Pooled cross sectional / time series analysis

Τα αποτελέσματα της μελέτης δεν καταφέρνουν να ορίσουν αποφασιστικά την σημαντικότητα της σχέσης των ταμειακών ροών με τις μερισματικές μεταβολές.

2006

**Gode D., Ohlson J. A.**  
***“A unified valuation framework  
 for Dividends, Free Cash Flows,  
 Residual Income and Earnings  
 Growth Based Models”***

Παρουσίαση ενός θεωρητικού πλαισίου εναλλακτικών μέτρων αντί για το μοντέλο των μερισμάτων για την αξιολόγηση της καθαρής θέσης μιας εταιρείας, βασιζόμενο στα κέρδη.

- Περίοδος εξέτασης: 1998 – 2002

- Η μελέτη βασίζεται σε θεωρητική ανάλυση μοντέλων.

- Σύγκριση των υπαρχόντων μοντέλων αποτίμησης και παρουσίαση ενός μοντέλου που τα ενοποιεί.

Οι συγγραφείς καταλήγουν σε ένα θεωρητικό μοντέλο που βασίζεται στα κέρδη και την ανάπτυξή τους, είναι εύκολο να εφαρμοστεί στην πράξη και μπορεί να παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για την αξία μιας επιχείρησης.

## ΕΝΟΤΗΤΑ 4<sup>Η</sup>: ΦΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

### 4.1 ΓΕΝΙΚΑ

Στις ενότητες που προηγήθηκαν προσεγγίσαμε θεωρητικά το κομμάτι της χρηματοοικονομικής διοίκησης που αφορά στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων και τα ζητήματα που επηρεάζουν την διαδικασία αυτή και αναλύσαμε την έννοια και την σημασία των ταμειακών ροών για μια επιχείρηση, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού και παρουσίασης των αντίστοιχων καταστάσεων σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Στην συνέχεια αναφερθήκαμε στις εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι τώρα και αφορούν τόσο στην διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων γενικότερα όσο και στην προσπάθεια συσχέτισης της μεταβολής των μερισμάτων με τις ταμειακές ροές, θέμα που απασχολεί και την συγκεκριμένη μελέτη.

Στην ενότητα αυτή θα αναφερθούμε στην μεθοδολογία στην οποία βασίζεται η παρούσα εργασία και στον σχηματισμό της υπόθεσης που θα στηριχθεί το οικονομετρικό μοντέλο που θα ελέγξουμε εμπειρικά, τα αποτελέσματα του οποίου παρουσιάζονται και αναλύονται στην επόμενη ενότητα.

### 4.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η παρούσα εργασία αφορά την μελέτη της σχέσης μεταξύ μερισματικών μεταβολών και ταμειακών ροών. Ως πηγή άντλησης των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων DATASTREAM και όλα τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν συλλέχθηκαν σε ετήσια βάση.

Αν και σύμφωνα τόσο με την εγχώρια νομοθεσία όσο και με το IASC η κατάρτιση καταστάσεων ταμειακών ροών είναι υποχρεωτική για όλες τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ακολουθώντας και προηγούμενες μελέτες όπως των Charitou και Vafeas (1998) και του Lintner (1956), αποκλείσαμε από το δείγμα των εταιρειών τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις εταιρείες συμμετοχών, κυρίως λόγω της διαφοροποίησης στην φύση λειτουργίας των εταιρειών αυτών, αφού η κύρια δραστηριότητά τους στηρίζεται στο χρήμα αυτό καθαυτό και ως αποτέλεσμα οι λειτουργικές ταμειακές ροές τους ειδικά και οι ταμειακές ροές γενικά παρουσιάζονται αρκετά διαφοροποιημένες από τις υπόλοιπες εταιρείες, όπως είναι οι βιομηχανικές και οι εταιρείες παροχής υπηρεσιών.

Σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του κατάλληλου δείγματος διαδραματίζει η επιλογή εταιρειών που μπορούν να παρέχουν στοιχεία για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Ως χρονική περίοδος της ανάλυσης ορίστηκε η περίοδος από το 2005 ως και το 2009. Οι λόγοι για την επιλογή της συγκεκριμένης περιόδου είναι ότι σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα οι εισηγμένες εταιρείες πρέπει να δημοσιεύουν μαζί με τις υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις και καταστάσεις ταμειακών ροών υποχρεωτικά για κάθε οικονομικό έτος από 01/01/2005, οπότε και τα δεδομένα που έχουν συλλεχθεί για την συγκεκριμένη περίοδο είναι αξιόπιστα και συγκρίσιμα, γιατί έχουν παρουσιαστεί βασιζόμενα στους ίδιους κανόνες και επιπλέον η συγκεκριμένη περίοδος ήταν σχετικά σταθερή αναφορικά με την εξέλιξη του επιπέδου των τιμών. Στοιχεία για το 2010 δεν περιλαμβάνονται στην εργασία, γιατί κατά την φάση της εμπειρικής μελέτης οι εταιρείες δεν είχαν δημοσιεύσει τις τελικές οικονομικές καταστάσεις για το οικονομικό έτος 2010, με ημερομηνία 31/12/2010.

Με βάση και τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω συγκεντρώσαμε ετήσια στοιχεία για όλες τις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την διάρκεια της περιόδου 2005 – 2009 (5 χρόνια) και καταλήξαμε σε ένα δείγμα 226 εταιρειών.

### 4.3 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

Αν και στην σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία η αξία μιας εταιρείας βασίζεται στην ροή των μελλοντικών χρηματοοικονομικών ροών της, το πιο συνηθισμένο μέτρο που χρησιμοποιείται για την μέτρηση της απόδοσής της είναι τα κέρδη. Στον βαθμό που οι μεταβολές στα μερίσματα καθορίζονται από την απόδοση της εταιρείας, όπως συμβαίνει και στο μοντέλο που έχει προτείνει ο Lintner (1956), οι χρηματοοικονομικές ροές και τα συνολικά έσοδα τις επηρεάζουν σημαντικά. Με βάση την μέχρι τώρα ανάλυση σχετικά με τις ταμειακές ροές και την μερισματική πολιτική, αλλά και τις υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες καταλήξαμε στον σχηματισμό δύο υποθέσεων στις οποίες θα στηριχτεί το οικονομετρικό μοντέλο που θα εφαρμόσουμε.

Όπως και οι προηγούμενες έρευνες, των Charitou και Vafeas (1998) και της Simons (1994), θα βασιστούμε στο μοντέλο που πρότεινε ο Lintner (1956), ο οποίος είχε καταλήξει ότι τα καθαρά κέρδη και το μέρισμα του προηγούμενου έτους είναι οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες στην μεταβολή των μερισμάτων. Βασική μας υποστήριξη είναι ότι στον βαθμό που οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα αντανakλούν όχι μόνο την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, όπως συμβαίνει με τα καθαρά κέρδη, αλλά και την ρευστότητά της, τότε οι ταμειακές ροές είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας των μερισματικών μεταβολών. Οδηγούμαστε έτσι στην πρώτη υπόθεση:

***H<sub>1</sub>:** Υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα και των μερισματικών μεταβολών.*

Στην δεύτερη υπόθεση, εξετάζουμε την επίδραση στις μερισματικές μεταβολές εναλλακτικών μέτρων των ταμειακών ροών. Πιο συγκεκριμένα, αντικαθιστούμε στο μοντέλο τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα με τις συνολικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Οι συνολικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, όπως έχουμε ήδη αναφέρει στην σχετική ενότητα, προκύπτουν όχι μόνο από την κύρια/ λειτουργική δραστηριότητα της

επιχείρησης, αλλά και από την επενδυτική και χρηματοοικονομική της δραστηριότητα. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση βασίζεται στην αποτελεσματική αξιοποίηση των ταμειακών ροών από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες για να στηρίξει και να δώσει ώθηση στην κύρια δραστηριότητά της και κατ' επέκταση και στις λειτουργικές ταμειακές ροές, οπότε θα μπορούσαμε να πούμε ότι μακροπρόθεσμα το σύνολο των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης μπορεί να αποτελέσει ένα ευρύ μέτρο της αποδοτικότητας και της ρευστότητάς της. Καταλήγουμε έτσι στην δεύτερη υπόθεση που θα εξετάσουμε:

**H<sub>2</sub>:** Υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των συνολικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών.

Από τα παραπάνω, τα οικονομετρικά μοντέλα που θα εξετάσουμε για την πρώτη υπόθεση είναι:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CFFO_{it} + e_{it} \quad (4.1)$$

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + e_{it} \quad (4.2)$$

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CFFO_{it} + e_{it} \quad (4.3)$$

Όπου:

**$\Delta DIV_{it}$**  =  **$DIV_{it} - DIV_{it-1}$** : η μεταβολή στο μέρισμα ανά μετοχή για δύο διαδοχικές περιόδους για την εταιρεία i,

**EPS**: τα κέρδη ανά μετοχή για την εταιρεία i την περίοδο t,

**$DIV_{t-1}$** : το μέρισμα ανά μετοχή της περιόδου t-1 για την εταιρεία i, και

**CFFO**: οι ταμειακές ροές ανά μετοχή από λειτουργική δραστηριότητα για την εταιρεία i την περίοδο t.

Με την ίδια λογική, τα οικονομετρικά μοντέλα που θα εξετάσουμε για την δεύτερη υπόθεση είναι:



$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CF_{it} + e_{it} \quad (4.4)$$

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + e_{it} \quad (4.5)$$

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CF_{it} + e_{it} \quad (4.6)$$

Όπου αντί για τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα έχουμε τις συνολικές ταμειακές ροές ανά μετοχή της εταιρείας  $i$  για την περίοδο  $t$ ,  $CF_{it}$ .

Σύμφωνα και με τις δύο υποθέσεις αναμένουμε τον συντελεστή  $\beta_3$  για κάθε μοντέλο να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, αναδεικνύοντας έτσι την σημασία των ταμειακών ροών στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών. Παρόμοια με τις προηγούμενες μελέτες, αναμένουμε τον συντελεστή των κερδών  $\beta_1$  να είναι θετικός και τον συντελεστή των μερισμάτων του προηγούμενου έτους  $\beta_2$  να είναι αρνητικός.

#### 4.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για να διερευνήσουμε την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις μερισματικές μεταβολές και τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων μέσα από το μοντέλο και τις υποθέσεις που αναπτύχθηκαν παραπάνω είναι αυτή των ελαχίστων τετραγώνων (least squares) για panel data τα οποία περιλαμβάνουν cross section/ time series. Η συγκεκριμένη μέθοδος ενδείκνυται για δεδομένα όπου ο χρονικός ορίζοντας των επιμέρους μεταβλητών είναι περιορισμένος και δεν έχουμε την δυνατότητα να πραγματοποιήσουμε αποτελεσματικές εκτιμήσεις, όπως συμβαίνει με την περίπτωση των ταμειακών ροών για τις οποίες η διαθεσιμότητα των στοιχείων σύμφωνα με τις απαιτήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων είναι μικρότερη της δεκαετίας για κάθε εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή, που έχουμε χρονοσειρές για περισσότερες από μία μεμονωμένες περιπτώσεις (individuals) μπορούμε να συνδυάσουμε structural data και time series data σε μια ανάλυση panel.

Να σημειώσουμε ότι structural data έχουμε όταν εξετάζουμε χαρακτηριστικά ενός δείγματος το οποίο έχει σχηματιστεί από διαφορετικά άτομα που ξεχωρίζουν με τον δείκτη  $i$ , στην περίπτωση μας οι εταιρείες του δείκτη. Από την άλλη πλευρά time series data έχουμε στην περίπτωση που εξετάζουμε την εξέλιξη μιας μεταβλητής στον χρόνο, και η τιμή της κάθε μεταβλητής για κάθε περίοδο  $t$  που εξετάζουμε διαχωρίζεται με τον δείκτη  $t$ , στην περίπτωση μας τα έτη από το 2005 ως και το 2009. Έτσι, με την μέθοδο του panel το σύνολο των παρατηρήσεων του δείγματος υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Συνολικός Αριθμός Παρατηρήσεων} = \text{Χρονικός Ορίζοντας} \times \text{Δομικά Μέλη}$$

Στην περίπτωση μας, αφού οι εξετάζουμε έναν χρονικό ορίζοντα πέντε ετών, από το 2005 ως και το 2009, για ένα δείγμα 226 εταιρειών, ο συνολικός αριθμός παρατηρήσεων του δείγματος είναι 1130. Στην ουσία το panel μας επιτρέπει να τρέξουμε μία παλινδρόμηση που θα εκφράζει το σύνολο των εταιρειών του δείγματος και να εκτιμήσουμε ένα συντελεστή συσχέτισης για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή, EPS,  $DIV_{t-1}$ , CF και CFFO.

#### 4.5 ΈΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΣΙΜΟΤΗΤΑΣ – PANEL UNIT ROOT TESTS

Ένα από τα βασικότερα θέματα που πρέπει να λάβουμε υπόψη κατά την μοντελοποίηση χρονοσειρών είναι το φαινόμενο της στασιμότητας (stationarity). Για να εξασφαλίζεται η προβλεπτική και επεξηγηματική ικανότητα της εκάστοτε χρονοσειράς πέρα από τον χρονικό ορίζοντα στον οποίο αναφέρεται θα πρέπει η χρονοσειρά να είναι στάσιμη.

Αυτό σημαίνει ότι μια χρονοσειρά  $Y_t$  για να είναι στάσιμη θα πρέπει να πληροί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- $E(Y_t) = \mu \rightarrow$  σταθερός
- $var(Y_t) = \sigma^2 \rightarrow$  σταθερή
- $cov(Y_t, Y_{t+s}) = f(s) \rightarrow$  είναι συνάρτηση της χρονικής απόστασης  $s$

Όταν συντρέχουν και οι τρεις προϋποθέσεις έχουμε στασιμότητα δεύτερης τάξης (second order stationarity) ή στασιμότητα ασθενούς μορφής, ενώ στην περίπτωση της στασιμότητας πρώτης τάξης πρέπει να ισχύει μόνο η πρώτη προϋπόθεση. Να σημειώσουμε ότι για να εκφραστεί η ύπαρξη μη – στασιμότητας σε μια χρονοσειρά χρησιμοποιείται και ο όρος unit root. Η σημασία της στασιμότητας έγκειται στο γεγονός ότι όταν η παλινδρόμηση περιέχει δεδομένα που είναι μη – στάσιμα τα σφάλματα που παράγονται δεν είναι αμερόληπτα με αποτέλεσμα να υπάρχει σοβαρή πιθανότητα από την παλινδρόμηση να προκύψουν στατιστικά σημαντικές σχέσεις οι οποίες δεν ισχύουν πραγματικά. Αν η χρονοσειρά που εξετάζουμε έχει μοναδιαία ρίζα (unit root), δηλαδή δεν είναι στάσιμη, πρέπει να την διαφοροποιήσουμε ανάλογα με τον βαθμό ολοκλήρωσής της για να την κάνουμε έτσι στάσιμη και να μπορέσουμε να προχωρήσουμε στην μοντελοποίηση της χρονοσειράς.

Οι έλεγχοι στασιμότητας στα panel data είναι παρόμοιοι, όχι όμως ακριβώς ίδιοι, με αυτούς που πραγματοποιούνται για μεμονωμένες χρονοσειρές. Οι πιο διαδεδομένοι έλεγχοι στασιμότητας που χρησιμοποιούνται για panel data είναι οι:

- Levin, Lin & Chu (LLC) test,
- Im, Pesaran and Shin (IPS) test,
- Fisher – ADF και Fisher – PP tests.

Το πρώτο test βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει μια κοινή και ίδια μοναδιαία ρίζα σε όλα τα cross – sections, ενώ τα υπόλοιπα tests επιτρέπουν την ύπαρξη μεμονωμένων unit roots ανάμεσα στα cross – sections. Αυτά τα tests χαρακτηρίζονται από τον συνδυασμό των μεμονωμένων unit roots tests για να προκύψει ένα ενιαίο αποτέλεσμα για το panel. Να σημειωθεί ότι όλοι οι έλεγχοι που αναφέρθηκαν ορίζουν ως μηδενική υπόθεση (null hypothesis)  $H_0$  την ύπαρξη unit root. Τα αποτελέσματα των ελέγχων παρουσιάζονται αναλυτικά στην επόμενη ενότητα.

#### 4.6 FIXED / RANDOM EFFECTS – HAUSMAN TEST

Στην ανάλυση των panel data, καταλήγουμε σε ένα μοντέλο που στην γενική μορφή του μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta x_{it} + \gamma z_{it} + \alpha_{it} + u_{it} \quad (4.6)$$

Όπου,  $y_{it}$  είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,  $x_{it}$  και  $z_{it}$  είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές,  $u_{it}$  είναι ο όρος του σφάλματος και το  $\alpha_{it}$  αντιπροσωπεύει την μεμονωμένη επίδραση της σχέσης που δεν παρατηρείται (individual specific effect). Γίνονται δύο βασικές υποθέσεις σχετικά με το individual specific effect, η υπόθεση της τυχαίας επίδρασης (random effects) και η υπόθεση της σταθερής επίδρασης (fixed effects). Η πρώτη υπόθεση, που πραγματοποιείται σε ένα μοντέλο random effects, υποστηρίζει ότι τα individual specific effects δεν συσχετίζονται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, είναι δηλαδή ανεξάρτητα. Το αντίθετο υποθέτει ένα μοντέλο fixed effects. Αν η υπόθεση των random effects ισχύει τότε το αντίστοιχο μοντέλο είναι πιο αποδοτικό από το μοντέλο των fixed effects. Αντίθετα, αν η υπόθεση δεν ισχύει τότε το μοντέλο random effects δεν θεωρείται συνεπές.

Να σημειώσουμε εδώ ότι τα μοντέλα αυτά βοηθούν να ελέγξουμε την ετερογένεια που πιθανώς δεν μπορούμε να εντοπίσουμε όταν αυτή είναι σταθερή κατά το πέρασμα του χρόνου και συσχετισμένη με τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Μια από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να ελέγξουμε την υπόθεση των random effects είναι η πραγματοποίηση ενός ελέγχου Hausman για να συγκρίνουμε τις εκτιμήσεις των συντελεστών για fixed και random effects. Σύμφωνα με την μηδενική υπόθεση του Hausman test, και οι δύο εκτιμητές, των fixed και random effects δηλαδή, είναι συνεπείς και το μοντέλο των random effects είναι πιο αποδοτικό. Αν απορριφθεί η μηδενική υπόθεση μόνο ο εκτιμητής των fixed effects είναι συνεπής, και στην περίπτωση αυτή η σωστή διαδικασία εκτίμησης είναι μέσα από ένα μοντέλο fixed effects.

Το Hausman test είναι ένας τρόπος να ελέγξουμε αν έχουμε ορίσει σωστά το μοντέλο μας, και αν χρειάζεται να μεταβάλλουμε τις προδιαγραφές του. Τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου ελέγχου για τα επιμέρους οικονομετρικά μοντέλα των δύο υποθέσεων παρουσιάζονται και αναλύονται στην επόμενη ενότητα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## ΕΝΟΤΗΤΑ 5<sup>H</sup>: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

### 5.1 ΓΕΝΙΚΑ

Στην ενότητα αυτή θα προχωρήσουμε στην οικονομετρική ανάλυση των δύο βασικών υποθέσεων, όπως αυτές αναπτύχθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, με την εφαρμογή της μεθοδολογίας των ελαχίστων τετραγώνων για panel data. Ακολουθώντας την εφαρμοζόμενη μεθοδολογία τα αποτελέσματα παρουσιάζονται για κάθε υπόθεση και επιμέρους μοντέλο ξεχωριστά. Στο τελευταίο μέρος της ενότητας θα πραγματοποιήσουμε σύγκριση των αποτελεσμάτων του μοντέλου της παρούσας εργασίας με αντίστοιχες μελέτες που έχουν γίνει στο παρελθόν και η πλειοψηφία των οποίων έχει παρουσιαστεί σε προηγούμενο κεφάλαιο.

### 5.2 PANEL UNIT ROOT TESTS

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα πριν προχωρήσουμε στην μοντελοποίηση χρονοσειρών που μας ενδιαφέρουν είναι σημαντικό να τις ελέγξουμε για την ύπαρξη του φαινομένου της στασιμότητας.

Τα αποτελέσματα των unit root tests για κάθε μεταβλητή του μοντέλου μας παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 5.1: Panel Unit Root test on  $\Delta$ DIV

Method	Statistic	Prob.
Levin, Lin & Chu test	-39.5757	0.0000
Im, Pesaran and Shin test	-10.7273	0.0000
ADF - Fisher test	399.392	0.0000
PP - Fisher test	443.419	0.0000

Η τιμή της  $p$  – value είναι το κριτήριο με το οποίο θα συμπεράνουμε αν υπάρχει ή όχι στασιμότητα στις χρονοσειρές μας. Η μηδενική υπόθεση και για τα τέσσερα tests είναι ότι υπάρχει unit root, δηλαδή μη στασιμότητα. Να σημειώσουμε εδώ ότι ο έλεγχος LLC βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει μια κοινή και ίδια μοναδιαία ρίζα σε όλα τα cross – sections, ενώ τα υπόλοιπα tests επιτρέπουν την ύπαρξη μεμονωμένων unit roots ανάμεσα στα cross – sections. Για την εξαρτημένη μεταβλητή, λοιπόν, των μοντέλων μας σε όλα τα tests προκύπτει ότι όλες οι τιμές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, γιατί η probability είναι μικρότερη του 0,05. Οπότε μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση με βεβαιότητα 95%.

Πίνακας 5.2: Panel Unit Root test on EPS

Method	Statistic	Prob.
Levin, Lin & Chu test	-215.869	0.0000
Im, Pesaran and Shin test	-21.6552	0.0000
ADF - Fisher test	503.613	0.0000
PP - Fisher test	603.457	0.0000

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα αποτελέσματα των ελέγχων στασιμότητας για την μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή. Από τις τιμές του πίνακα συμπεραίνουμε ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 95% απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση για ύπαρξη unit root τόσο για κοινή ρίζα σε όλα τα cross – sections όσο και για μεμονωμένη.

Πίνακας 5.3: Panel Unit Root test on  $DIV_{t-1}$

Method	Statistic	Prob.
Levin, Lin & Chu test	-105.588	0.0000
Im, Pesaran and Shin test	-14.1271	0.0000
ADF - Fisher test	317.528	0.0085
PP - Fisher test	356.606	0.0000

Αναφορικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή των μερισμάτων του προηγούμενου έτους παρατηρούμε ότι η τιμή της  $p$  – value είναι μικρότερη του 0,05, οπότε όπως συνέβη και με τις άλλες μεταβλητές μέχρι στιγμής, από τους ελέγχους επιβεβαιώνεται η στασιμότητα της συγκεκριμένης χρονοσειράς.

Πίνακας 5.4: Panel Unit Root test on CFFO

Method	Statistic	Prob.
Levin, Lin & Chu test	-48.5247	0.0000
Im, Pesaran and Shin test	-19.1421	0.0000
ADF - Fisher test	784.093	0.0000
PP - Fisher test	947.144	0.0000

Παρατηρούμε από τον πίνακα ότι και τα τέσσερα tests που πραγματοποιήσαμε καταλήγουν στο ίδιο αποτέλεσμα. Σε όλα τα tests προκύπτει ότι όλες οι τιμές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, γιατί η probability είναι μικρότερη του 0,05. Οπότε μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση με βεβαιότητα 95%.

Πίνακας 5.5: Panel Unit Root test on CF

Method	Statistic	Prob.
Levin, Lin & Chu test	-1857.95	0.0000
Im, Pesaran and Shin test	-137.877	0.0000
ADF - Fisher test	625.863	0.0000
PP - Fisher test	760.043	0.0000

Στον τελευταίο πίνακα που αφορά τις συνολικές ταμειακές ροές, οι έλεγχοι που πραγματοποιήσαμε καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει unit root και άρα και αυτή η χρονοσειρά είναι στάσιμη.

Αφού με τα tests καταλήξαμε ότι όλες οι χρονοσειρές μας είναι στάσιμες, καθώς απορρίψαμε την ύπαρξη unit roots, μπορούμε να προχωρήσουμε στην



εφαρμογή των μοντέλων όπως έχουν παρουσιαστεί στην προηγούμενη ενότητα.

### 5.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ & ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Η πρώτη υπόθεση εξετάζει αν οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα προσθέτουν ερμηνευτική αξία σε ένα μοντέλο μερισματικών μεταβολών το οποίο ήδη περιλαμβάνει τα καθαρά κέρδη και το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης. Η σχέση που προβλέπεται για τις λειτουργικές ταμειακές ροές και τις μερισματικές μεταβολές είναι θετική.

Με μαθηματικούς όρους το μοντέλο είναι:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CFFO_{it} + e_{it} \quad (4.1)$$

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.6: Υπόθεση H<sub>1</sub> – Μοντέλο 1

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.001802	0.005901	-0.305371	0.7602
$EPS_{it}$	0.064197	0.008989	7.141836	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.250578	0.024769	-10.11680	0.0000
$CFFO_{it}$	0.021677	0.004394	4.933163	0.0000
R <sup>2</sup>	0.106261			
Adjusted R <sup>2</sup>	0.103374			

Να σημειώσουμε εδώ ότι αφού έχουμε θέσει ως αρχική υπόθεση:

**H<sub>1</sub>:** Υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα και των μερισματικών μεταβολών, τότε η μηδενική υπόθεση ορίζεται ως:

**H<sub>0</sub>:** Οι συντελεστές  $\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ , δηλαδή δεν είναι στατιστικά σημαντικοί.

Παρατηρούμε ότι σύμφωνα και με τις προηγούμενες έρευνες τα καθαρά κέρδη σχετίζονται θετικά με τις μερισματικές μεταβολές και τα μερίσματα προηγούμενης χρήσης σχετίζονται αρνητικά. Οι συντελεστές των καθαρών κερδών και των μερισμάτων προηγούμενης χρήσης  $\beta_1$  και  $\beta_2$  αντίστοιχα είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 5%, γιατί η τιμή της  $p$  – value είναι και για τους δύο μικρότερη του 0,05, οπότε και απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση.

Αναφορικά με την σχέση των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών όπως αναμενόταν υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα τους και ο συντελεστής των ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα είναι στατιστικά σημαντικός, γιατί η τιμή της  $p$  – value είναι μικρότερη του 0,05. Οπότε μπορούμε να αποδεχτούμε την σημαντικότητα του μοντέλου με βεβαιότητα 95%. Στο σημείο αυτό όμως πρέπει να σημειώσουμε ότι ο δείκτης adjusted  $R^2$  του μοντέλου είναι περίπου 11%, κυμαίνεται δηλαδή σε σχετικά μέτρια επίπεδα, γεγονός που σημαίνει ότι η ερμηνευτική ικανότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών σε σχέση με την εξαρτημένη είναι σχετικά περιορισμένη.

Το δεύτερο μοντέλο που περιλαμβάνει η πρώτη υπόθεση, και είναι στην ουσία το ίδιο με το αντίστοιχο της δεύτερης υπόθεσης, αποτελεί το βασικό μοντέλο που παρουσίασε ο Lintner (1956), και έχουν ελέγξει και οι προηγούμενες μελέτες. Με μαθηματικούς όρους το μοντέλο είναι:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + e_{it} \quad (4.2)$$

Τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 5.7: Μοντέλο Lintner:

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.002091	0.005924	-0.352946	0.7242
$EPS_{it}$	0.070726	0.008965	7.888789	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.210090	0.023541	-8.924452	0.0000
$R^2$	0.082991			
Adjusted $R^2$	0.081036			

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης στηρίζουν την αρχική θεωρία του Lintner (1956). Επιβεβαιώνεται η σημαντικότητα των καθαρών κερδών στον καθορισμό των μερισματικών μεταβολών και φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη μερισματική απόδοση παρουσιάζουν κατά μέσο όρο μεγαλύτερες θετικές μερισματικές μεταβολές. Επιπλέον, παρατηρούμε ότι το μοντέλο αυτό παρουσιάζει ελαφρώς μικρότερο adjusted  $R^2$ , περίπου 8%, από το μοντέλο που περιέχει και τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα, γεγονός που δεν ήταν αναμενόμενο με βάση τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών.

Ολοκληρώνουμε την ανάλυση της πρώτης υπόθεσης, με την εξέταση του τρίτου μοντέλου, το οποίο αντικαθιστά στο προηγούμενο μοντέλο τα καθαρά κέρδη με τις λειτουργικές ταμειακές ροές, σε μια προσπάθεια να ελέγξουμε αν οι μερισματικές μεταβολές μπορούν να εξηγηθούν μόνο από τις λειτουργικές ταμειακές ροές ως μέτρου αποδοτικότητας της επιχείρησης. Το μοντέλο που ελέγχουμε εκφράζεται ως:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CFFO_{it} + e_{it} \quad (4.3)$$

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης εμφανίζονται παρακάτω:

Πίνακας 5.8: Υπόθεση  $H_1$  – Μοντέλο 3

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	0.002669	0.005867	0.454978	0.6492
$DIV_{it-1}$	-0.143106	0.019968	-7.166814	0.0000
$CFFO_{it}$	0.025535	0.004376	5.834976	0.0000
$R^2$	0.056276			
Adjusted $R^2$	0.054306			

Βλέπουμε ότι οι συντελεστές τόσο των μερισμάτων προηγούμενης χρήσης όσο και των λειτουργικών ταμειακών ρών είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Όμως, η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου είναι σημαντικά μειωμένη μετά την αφαίρεση των καθαρών κερδών ως προσδιοριστικού παράγοντα των αλλαγών στα μερίσματα. Το γεγονός αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι αν και η αρχική μας υπόθεση για την θετική συσχέτιση των λειτουργικών ταμειακών ρών με τις μερισματικές μεταβολές στηρίζεται από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, αυτά μπορεί να μην είναι τόσο αληθοφανή λόγω της απουσίας της μεταβλητής των κερδών από το μοντέλο.

#### 5.4 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ & ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Αφού εξετάσαμε την επίδραση που έχουν οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα στις μερισματικές μεταβολές, θα ελέγξουμε με ένα ευρύτερο μέτρο των ταμειακών ρών αν η σχέση αυτή εξακολουθεί να ισχύει. Πιο συγκεκριμένα, όπως έχουμε αναφέρει και στην προηγούμενη ενότητα, θα αντικαταστήσουμε στο μοντέλο μας τις λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή με τις συνολικές ταμειακές ροές ανά μετοχή. Ο λόγος για την επιλογή των συνολικών ταμειακών ρών ως εναλλακτικού μέτρου και η διερεύνηση

της σχέσης με τις μεταβολές στα μερίσματα βασίζεται στο γεγονός ότι μακροπρόθεσμα οι συνολικές ταμειακές ροές παρέχουν μια συνολική εικόνα για την αποδοτικότητα και ρευστότητα της επιχείρησης.

Η δεύτερη υπόθεση που αναπτύξαμε ελέγχει την σχέση αυτή, η οποία εκφρασμένη με μαθηματικούς όρους είναι:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CF_{it} + e_{it} \quad (4.4)$$

Σύμφωνα με την υπόθεση αναμένουμε οι συντελεστές  $\beta_1$  και  $\beta_3$  θα είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί και ο συντελεστής των μερισμάτων του προηγούμενου έτους  $\beta_2$  θα είναι αρνητικός.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται παρακάτω:

Πίνακας 5.9: Υπόθεση  $H_2$  – Μοντέλο 1

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.003662	0.005872	-0.623598	0.5330
$EPS_{it}$	0.065503	0.008943	7.324187	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.224829	0.023513	-9.561995	0.0000
$CF_{it}$	0.010818	0.002355	4.593206	0.0000
$R^2$	0.103184			
Adjusted $R^2$	0.100313			

Ορίζουμε ως αρχική μας υπόθεση, όπως έχει διαμορφωθεί και από τα προηγούμενα, ότι:

$H_2$ : Υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των συνολικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών, οπότε η μηδενική (Null Hypothesis) που εξετάζει η παλινδρόμηση είναι:

$H_0$ : Οι συντελεστές  $\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ , δηλαδή δεν είναι στατιστικά σημαντικοί.

Η τιμή της  $p$  – value για κάθε συντελεστή  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  και  $\beta_3$  είναι μικρότερη του 0,05 για επίπεδο σημαντικότητας 5%, επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση. Επιπλέον, από τα αποτελέσματα επιβεβαιώνεται η θετική σχέση των μερισματικών μεταβολών με τα καθαρά κέρδη και η αντίστοιχη αρνητική σχέση με τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης. Συγκεκριμένα για τις συνολικές ταμειακές ροές στηρίζεται η αρχική μας υπόθεση ότι οι ταμειακές ροές επηρεάζουν τις μερισματικές μεταβολές και η σχέση ανάμεσά τους είναι θετική. Σε σχέση με το πρώτο μοντέλο της πρώτης υπόθεσης παρατηρούμε ότι ο συντελεστής των συνολικών ταμειακών ροών είναι ελάχιστα μικρότερος από αυτόν των λειτουργικών ταμειακών ροών όπως και ο δείκτης  $\text{adjusted } R^2$ , γεγονός που θα μπορούσε να σημαίνει ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα έχουν εντονότερη επίδραση στις μερισματικές μεταβολές και μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα.

Το δεύτερο μοντέλο της υπόθεσης είναι το μοντέλο που παρουσίασε ο Lintner (1956) και το αναλύσαμε παραπάνω στα πλαίσια της πρώτης υπόθεσης (Πίνακας 2 – Μοντέλο Lintner). Τα αποτελέσματα είναι τα ίδια και για την δεύτερη υπόθεση, καθώς στο συγκεκριμένο μοντέλο δεν υπάρχει μεταβλητή των ταμειακών ροών.

Η μελέτη της δεύτερης υπόθεσης ολοκληρώνεται με τον έλεγχο του τελευταίου μοντέλου, το οποίο αποτελεί παραλλαγή του αρχικού μοντέλου του Lintner (1956), όπου έχουμε αντικαταστήσει την μεταβλητή των καθαρών κερδών με τις συνολικές ταμειακές ροές. Όπως και στην πρώτη υπόθεση, σκοπός του συγκεκριμένου ελέγχου είναι να εξετάσουμε αν οι μερισματικές μεταβολές μπορούν να εξηγηθούν μόνο από τις ταμειακές ροές ως μοναδικού μέτρου της αποδοτικότητας της επιχείρησης στο μοντέλο.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση του μοντέλου:

$$\Delta DIV_{it} = \beta_0 + \beta_2 DIV_{it-1} + \beta_3 CF_{it} + e_{it} \quad (4.6)$$

Πίνακας 5.10: Υπόθεση H<sub>2</sub> – Μοντέλο 3

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	0.000695	0.005844	0.118932	0.9054
$DIV_{it-1}$	-0.110779	0.017695	-6.260378	0.0000
$CF_{it}$	0.013088	0.002371	5.518762	0.0000
R <sup>2</sup>	0.052693			
Adjusted R <sup>2</sup>	0.050733			

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης στηρίζουν την αρχική μας υπόθεση. Ο συντελεστής των μερισμάτων προηγούμενης χρήσης έχει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικός και ο συντελεστής των συνολικών ταμειακών ροών είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός επίσης.

Όμως, όπως συμβαίνει και με το αντίστοιχο μοντέλο που ελέγξαμε για την πρώτη υπόθεση, η ερμηνευτική του ικανότητα μετά την αφαίρεση από αυτό της μεταβλητής των καθαρών κερδών είναι σημαντικά μειωμένη, γεγονός που δεν μπορεί να παραβλεφθεί. Καταλήγουμε επομένως στο συμπέρασμα ότι αν και τα αποτελέσματα είναι σε συμφωνία με την αρχική μας υπόθεση, ως μοντέλο η ερμηνευτική του ικανότητα είναι πολύ περιορισμένη εξαιτίας της απουσίας των καθαρών κερδών από αυτό.

## 5.5 HAUSMAN TEST RESULTS

Για να πραγματοποιήσουμε τον έλεγχο των μοντέλων με το Hausman test, τα εκτιμήσαμε σε πρώτη φάση ξανά με προδιαγραφές για random effects. Τα αποτελέσματα των νέων παλινδρομήσεων παρουσιάζονται για κάθε μοντέλο ξεχωριστά στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 5.11: Υπόθεση  $H_1$  – Μοντέλο 1 random effects

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.002016	0.010417	-0.193511	0.8466
$EPS_{it}$	0.064696	0.008961	7.219571	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.253024	0.024698	-10.24493	0.0000
$CFFO_{it}$	0.022377	0.004383	5.104900	0.0000

Ο πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το πρώτο μοντέλο της πρώτης υπόθεσης που έχουμε αναπτύξει, με προδιαγραφές για period random effects. Παρατηρούμε ότι είναι σε συμφωνία με τα αρχικά αποτελέσματα, όπου όλοι οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών μας είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ενώ οι διαφορές στις τιμές των εκτιμητών είναι αμελητέες.

Πίνακας 5.12: Μοντέλο Lintner random effects

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.002354	0.010635	-0.221356	0.8249
$EPS_{it}$	0.071381	0.008952	7.973863	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.211089	0.023492	-8.985742	0.0000

Στο μοντέλο του Lintner (1956) δεν παρουσιάζονται σημαντικές μεταβολές στις τιμές των συντελεστών και της στατιστικής σημαντικότητάς τους σε σχέση με τις πρώτες εκτιμήσεις, και μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση με βεβαιότητα 95%.



Πίνακας 5.13: Υπόθεση  $H_1$  – Μοντέλο 3 random effects

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	0.002544	0.007931	0.320805	0.7484
$DIV_{it-1}$	-0.144073	0.019897	-7.241112	0.0000
$CFFO_{it}$	0.026019	0.004365	5.960600	0.0000

Σχετικά με το τελευταίο μοντέλο που εξετάζει η πρώτη υπόθεση βλέπουμε ότι οι συντελεστές τόσο των μερισμάτων προηγούμενης χρήσης όσο και των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, γιατί η τιμή της  $p$  – value είναι μικρότερη από 0,05. Για άλλη μια φορά, οι τιμές των συντελεστών δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές με τις αρχικές εκτιμήσεις.

Πίνακας 5.14: Υπόθεση  $H_2$  – Μοντέλο 1 random effects

Dependent Variable: $\Delta DIV_{it}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	-0.003935	0.014928	-0.263602	0.7921
$EPS_{it}$	0.066249	0.008939	7.410865	0.0000
$DIV_{it-1}$	-0.225673	0.023472	-9.614351	0.0000
$CF_{it}$	0.010668	0.002355	4.528974	0.0000

Στον πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με τις προδιαγραφές για random effects για το πρώτο μοντέλο της δεύτερης υπόθεσης, όπου εξετάζουμε την σχέση των μερισματικών μεταβολών με τα καθαρά κέρδη του τρέχοντος έτους, το επίπεδο των μερισμάτων του προηγούμενου έτους και των συνολικών ταμειακών ροών. Δεν παρατηρούμε σημαντικές μεταβολές στις τιμές των εκτιμητών σε σχέση με τα αρχικά

αποτελέσματα και σε επίπεδο σημαντικότητας 5% όλοι οι συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί.

Πίνακας 5.15: Υπόθεση  $H_2$  – Μοντέλο 3 random effects

Dependent Variable: $\Delta DIV_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\beta_0$	0.000529	0.011262	0.046954	0.9626
$DIV_{it-1}$	-0.110299	0.017665	-6.243784	0.0000
$CF_{it}$	0.012987	0.002371	5.476596	0.0000

Στον τελευταίο πίνακα, εξετάζεται για την δεύτερη υπόθεση το τελευταίο μοντέλο, όπου έχουν αντικατασταθεί στο αρχικό μοντέλο του Lintner (1956) τα καθαρά κέρδη χρήσης με τις συνολικές ταμειακές ροές. Από τις τιμές της  $p$  – value που είναι μικρότερη από 0,05 για όλους τους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών απορρίπτουμε με βεβαιότητα 95% την μηδενική υπόθεση. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σε συμφωνία και με τις αρχικές εκτιμήσεις τους μοντέλου που παρουσιάστηκαν παραπάνω.

Γενικά, από τα αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν παραπάνω για τις νέες παλινδρομήσεις των μοντέλων με τις προδιαγραφές για random effects παρατηρούμε ότι δεν παρουσιάστηκαν σημαντικές μεταβολές στις τιμές των συντελεστών και της στατιστικής σημαντικότητάς τους σε σχέση με τις πρώτες εκτιμήσεις, γεγονός που σημαίνει ότι αν με τον έλεγχο Hausman καταλήξουμε σε αποδοχή των random effects τότε η αρχική εκτίμηση των μοντέλων μας είναι ορθή.

Στην συνέχεια πραγματοποιούμε το Hausman test για κάθε μοντέλο, για να ελέγξουμε το μοντέλο των random effects που υιοθετήσαμε έναντι των fixed. Σύμφωνα με την μηδενική υπόθεση, όπως έχει αναφερθεί και στα προηγούμενα, και τα δύο μοντέλα είναι συνεπείς εκτιμητές και το μοντέλο των

random effects είναι πιο αποδοτικό. Εναλλακτικά, μόνο το μοντέλο των fixed effects είναι συνεπές. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω:

Πίνακας 5.16: Αποτελέσματα Hausman test

Test Summary	Prob.
Μοντέλο Lintner	0.6470
Υπόθεση $H_1$ – Μοντέλο 1	0.4506
Υπόθεση $H_1$ – Μοντέλο 3	0.1179
Υπόθεση $H_2$ – Μοντέλο 1	0.9561
Υπόθεση $H_2$ – Μοντέλο 3	0.9238

Από τα αποτελέσματα του ελέγχου για όλα τα μοντέλα παρατηρούμε ότι σε κάθε επιμέρους μοντέλο στηρίζεται η μηδενική υπόθεση, γιατί η τιμή της  $p$  – value σε όλα είναι μεγαλύτερη από 0,05, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο των random effects που εκτιμήσαμε είναι το πιο αποδοτικό.

## 5.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ουσία της ανάλυσης που προηγήθηκε ήταν να διερευνηθεί η ύπαρξη και η σημασία της σχέσης μεταξύ μερισματικών μεταβολών και ταμειακών ροών σε στατιστικό επίπεδο. Βασιζόμενοι στο μοντέλο που πρότεινε ο Lintner (1956) το οποίο εκφράζει τις μερισματικές μεταβολές σε συνάρτηση με τα καθαρά κέρδη του τρέχοντος έτους και τα μερίσματα του προηγούμενου, και ακολουθώντας και άλλες μελέτες που εξέτασαν εμπειρικά την ίδια σχέση, με κυριότερες των Charitou και Vafeas (1998) και της Simons (1994), προεκτείναμε αυτό το αρχικό μοντέλο προσθέτοντας τις ταμειακές ροές και το ελέγξαμε εμπειρικά κάτω από διαφορετικές συνθήκες.

Ως πρώτο συμπέρασμα της εμπειρικής μας μελέτης μπορούμε να πούμε ότι τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων στηρίζουν την αρχική θεωρία του Lintner (1956), για την σχέση που συνδέει τα κέρδη και το επίπεδο των μερισμάτων της προηγούμενης χρήσης με τις μερισματικές μεταβολές. Αυτό αποδεικνύεται από την στατιστική σημαντικότητα των εκτιμητών τόσο στο αρχικό μοντέλο του Lintner (1956) που εξετάσαμε όσο και στο εναλλακτικό μοντέλο με τις ταμειακές ροές που προτείναμε.

Η θετική συσχέτιση των καθαρών κερδών και η αντίστοιχη αρνητική του επιπέδου του μερίσματος του προηγούμενου έτους με τις εκάστοτε μεταβολές στο μέρισμα του τρέχοντος έτος έρχονται σε συμφωνία με την χρηματοοικονομική θεωρία και όσα έχουμε ήδη αναπτύξει σε προηγούμενη ενότητα για τους παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική. Η απόφαση μιας διοίκησης να μεταβάλει την μερισματική πολιτική της βασίζεται τόσο στο επίπεδο των τρεχόντων καθαρών κερδών όσο και σε ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής (target payout ratio) ως προς τα κέρδη. Να σημειώσουμε ότι οι προσαρμογές προς αυτό το επιθυμητό ποσοστό κάθε έτος είναι σε μερικό ποσοστό, δεδομένης της απροθυμίας της διοίκησης να μεταβάλλει συνεχώς τα μερίσματα, γιατί μια ασταθής μερισματική πολιτική δεν είναι επιθυμητή από τους επενδυτές. Η σημασία των κερδών ως «οδηγών» των μερισματικών μεταβολών φαίνεται και από την σημαντική πτώση της ερμηνευτικής ικανότητας του μοντέλου μας όταν το ελέγξαμε εμπειρικά με την απουσία της συγκεκριμένης ανεξάρτητης μεταβλητής από αυτό.

Αναφορικά με την ερμηνευτική ικανότητα των ταμειακών ροών, προηγούμενες μελέτες δεν έχουν καταφέρει να καταλήξουν σε κάποιο σαφές συμπέρασμα, καθώς από τα αποτελέσματα τους είτε δεν παρουσιάζεται κάποια σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών είτε αυτή δεν εμφανίζεται πάντα στατιστικά σημαντική. Χρησιμοποιώντας ως βάση το μοντέλο του Lintner (1956) για την μερισματική πολιτική και εναλλακτικά μέτρα των ροών των εσόδων, μεταξύ των οποίων και οι ταμειακές ροές, οι Fama και Babiak (1968) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το καθαρό εισόδημα λειτουργεί ως καλύτερος δείκτης πρόβλεψης των μερισματικών μεταβολών σε σχέση με τις ταμειακές ροές. Ένας βασικός περιορισμός της μελέτης, όμως, μπορεί να είναι ο τρόπος υπολογισμού των

ταμειακών ροών, καθώς ορίζονται ως το εισόδημα προσυζητημένο με τις αποσβέσεις.

Με την σειρά του οι Simons (1994), Charitou και Vafeas (1998) και Khan (2005) προσπαθούν να αξιολογήσουν εκ νέου την σχέση ανάμεσα στις μερισματικές μεταβολές και τις ταμειακές ροές εξετάζοντας αν πιο καλά καθορισμένα μέτρα των ταμειακών ροών μπορούν να βελτιώσουν την ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου του Lintner (1956), χωρίς να καταλήξουν σε κάποιο σαφές συμπέρασμα.

Όσον αφορά στα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης, αυτά στηρίζουν την αρχική μας υπόθεση ότι οι ταμειακές ροές προσθέτουν επιπλέον ερμηνευτική αξία στο μοντέλο της μερισματικής πολιτικής, ενώ το μοντέλο που περιέχει τόσο τα καθαρά κέρδη του τρέχοντος έτους όσο και τις ταμειακές ροές, είτε αυτές υπολογίζονται ως ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα είτε ως συνολικές ταμειακές ροές, έχει την μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι τα κέρδη αποτελούν έναν από τους βασικότερους δείκτες αποδοτικότητας μιας επιχείρησης και οι ταμειακές ροές αντίστοιχα ρευστότητας, οπότε ο συνδυασμός και των δύο παραμέτρων σε ένα μοντέλο αναμένεται να έχει μεγαλύτερη επεξηγηματική δυναμική σε σχέση με τα υπόλοιπα.

Στο σημείο αυτό να αναφέρουμε ότι ο τρόπος υπολογισμού των ταμειακών ροών του δείγματός μας έχει γίνει σύμφωνα με τις απαιτήσεις των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, γεγονός που μπορεί να εξηγήσει εν μέρει την διαφορά στα αποτελέσματα με προηγούμενες μελέτες, καθώς με την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων οι ταμειακές ροές έχουν υπολογιστεί με τον ακριβέστερο τρόπο μέχρι στιγμής. Τέλος, ένας προβληματισμός που προκύπτει από τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης είναι ότι αν και οι εκτιμητές των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί η γενικότερη ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου είναι σχετικά περιορισμένη.

## ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης καθορίζεται εν μέρει από της απόδοσή της. Οι υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες στηρίζουν την θέση ότι τα κέρδη αντανakλούν την απόδοση μιας επιχείρησης και επομένως είναι στενά συνδεδεμένα με τις εκάστοτε μεταβολές στην μερισματική πολιτική. Αν θεωρήσουμε ότι οι ταμειακές ροές είναι ένα αξιόπιστο μέτρο της απόδοσης και της ρευστότητας της επιχείρησης, τότε οι ταμειακές ροές ως συστατικό στοιχείο των κερδών θα πρέπει να παρέχει επιπλέον πληροφόρηση στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών.

Σε αντίθεση με την θεωρητική προσέγγιση, τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών που εξέτασαν εμπειρικά αυτή την σχέση δεν κατάφεραν να καταλήξουν σε ένα αποφασιστικό συμπέρασμα, καθώς είτε κατέληξαν ότι δεν υπάρχει σχέση ανάμεσα στις μερισματικές μεταβολές και τις ταμειακές ροές είτε αυτή η σχέση δεν είναι πάντοτε καθοριστική.

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να διερευνηθεί η πληροφοριακή ικανότητα των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης σε σχέση με την μερισματική της πολιτική. Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας και ακολουθώντας και άλλες μελέτες που εξέτασαν εμπειρικά την ίδια σχέση, ελέγξαμε αρχικά το μοντέλο που πρότεινε ο Lintner (1956) και το οποίο εκφράζει την μεταβολή στο μέρισμα δύο διαδοχικών ετών ως συνάρτηση των καθαρών κερδών του τρέχοντος έτους και του επιπέδου του μερίσματος του προηγούμενου. Στην συνέχεια προεκτείναμε αυτό το αρχικό μοντέλο προσθέτοντας τις ταμειακές ροές και το ελέγξαμε εμπειρικά κάτω από διαφορετικές συνθήκες.

Το γενικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι η σχέση που συνδέει τις μερισματικές μεταβολές και με τους τρεις παράγοντες που εξετάστηκαν σε συνάρτηση με αυτές, δηλαδή τα καθαρά κέρδη χρήσης, το επίπεδο του καταβληθέντος μερίσματος την προηγούμενη χρήση και οι ταμειακές ροές της χρήσης, είναι στατιστικά σημαντική. Αναφορικά με τη σχέση που συνδέει τα καθαρά κέρδη χρήσης και το επίπεδο των μερισμάτων της προηγούμενης με

τις εκάστοτε μερισματικές μεταβολές τα αποτελέσματα στηρίζουν την θεωρία που αναπτύξαμε για την επιθυμία των διοικήσεων να διατηρήσουν μια σταθερότητα στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, και στην προσπάθειά τους αυτή κάθε έτος να προσαρμόζουν τα μερίσματα εν μέρει προς το επιθυμητό ποσοστό διανομής που έχουν θέσει. Αυτή η σταθερότητα στην μερισματική πολιτική μπορούμε να πούμε ότι συνδέεται τόσο με τις επιδράσεις του *clientelle effect* όσο και της θεωρίας για την πληροφοριακή δυναμική στις ανακοινώσεις που αφορούν την μερισματική πολιτική μιας εταιρείας (*signalling hypothesis*).

Σχετικά με τις ταμειακές ροές, θεωρείται εύλογο ότι ο καθορισμός του ποσού που θα διανεμηθεί με τη μορφή μερίσματος δεν είναι ανεξάρτητος από την διαθεσιμότητα των ρευστών διαθεσίμων. Επομένως, η απόφαση της διοίκησης να μεταβάλλει την μερισματική πολιτική της επιχείρησης αντικατοπτρίζει εν μέρει την κατάσταση της ρευστότητάς της, και στον βαθμό που οι ταμειακές ροές αποτελούν έναν αξιόπιστο δείκτη αυτής της ρευστότητας, αποτελούν και σημαντικό καθοριστικό παράγοντα των μερισματικών μεταβολών, με δεδομένα τα κέρδη. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της παρούσας μελέτης ανέδειξαν την ικανότητα των ταμειακών ροών να προσθέτουν επιπλέον ερμηνευτική αξία στο μοντέλο της μερισματικής πολιτικής. Πιθανόν να αναμέναμε ένα λίγο υψηλότερο βαθμό συσχέτισης μεταξύ των ταμειακών ροών και μιας μεταβολής στο διανεμηθέν μερίσμα, όμως, αυτό μπορεί να εξηγείται από την τάση των διοικήσεων να αποφύγουν έντονες διακυμάνσεις στην μερισματική πολιτική των εταιρειών τους. Στο σημείο αυτό, τέλος, να αναφέρουμε ότι ο μόνος προβληματισμός που προκύπτει από τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι η σχετικά περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα των μοντέλων που ελέγχθηκαν, γεγονός που δεν ήταν αναμενόμενο με βάση της θεωρία που αναπτύχθηκε.

Χωρίς αμφιβολία μελέτες πάνω σε αυτή την γραμμή ενδιαφέροντος είναι δύσκολο να περιοριστούν ως προς το δείγμα που επιλέγεται, τις μεταβλητές που ενδεχομένως μπορεί να προστεθούν επιπλέον καθώς και της χρονικής περιόδου εξέτασης. Με την έννοια αυτή, ιδίως από την στιγμή που σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα η κατάρτιση των καταστάσεων ταμειακών ροών είναι υποχρεωτική για όλες τις εισηγμένες εταιρείες σε Χρηματιστήρια

Αξιών, και άρα ο υπολογισμός των ταμειακών ροών πραγματοποιείται με βάση ένα ενιαίο πλαίσιο κανόνων και τα αποτελέσματα είναι συγκρίσιμα, η έρευνα θα μπορούσε να επεκταθεί με την επιλογή ενός δείγματος εταιρειών που δεν περιορίζεται σε μια μόνο χώρα, αλλά να χρησιμοποιηθεί ένα μίγμα χωρών, έτσι ώστε να προκύψουν ενδεχομένως πιο ολοκληρωμένα συμπεράσματα. Επιπλέον, κατά τον υπολογισμό των τιμών των διαφόρων μεταβλητών θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ένας δείκτης αποπληθωρισμού των τιμών, ώστε οι τιμές κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου – ιδίως αν αυτή καλύπτει έναν σχετικά μεγάλο χρονικό ορίζοντα – να είναι περισσότερο συγκρίσιμες.

Σε κάθε περίπτωση η χρησιμότητα της πληροφόρησης που παρέχουν οι ταμειακές ροές, στο σύνολό τους γενικά και από λειτουργικές δραστηριότητες ειδικά, τόσο στα πλαίσια της μερίσματική πολιτικής όσο και σε άλλα επιχειρησιακά ζητήματα είναι ένα πεδίο με πολλές δυνατότητες για περαιτέρω θεωρητική και εμπειρική διερεύνηση.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

### 1. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ – ΆΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

	31/12/20X1	31/12/20X0
<b>Λειτουργικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από πελάτες	X	X
Πληρωμές σε προμηθευτές	X	X
Αμοιβές προσωπικού	X	X
Άλλες πληρωμές	X	X
Φόροι πληρωθέντες	X	X
Τόκοι πληρωθέντες	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες [α]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Επενδυτικές Δραστηριότητες</b>		
Πληρωμές για την απόκτηση παγίων	X	X
Εισπράξεις από πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων	X	X
Εισπράξεις/ (πληρωμές) από πώληση/ (αγορά) θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών κλπ	X	X
Εισπράξεις/ (πληρωμές) από πώληση/ (αγορά) επενδυτικών τίτλων	X	X
Τόκοι εισπραχθέντες	X	X
Μερίσματα εισπραχθέντα	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες [β]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	X	X
Εισπράξεις από εκδοθέντα/ αναληφθέντα δάνεια	X	X
Εξοφλήσεις δανείων και υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις	X	X
Μερίσματα πληρωθέντα	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες [γ]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
Καθαρή αύξηση/ (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου [α] + [β] + [γ]	<b>XX</b>	<b>XX</b>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	X	X
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	<b>XX</b>	<b>XX</b>

## 2. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ – ΈΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

	31/12/20X1	31/12/20X0
<b>Λειτουργικές Δραστηριότητες</b>		
Κέρδη Προ Φόρων	X	X
Πλέον/ (μείον) προσαρμογές για:		
Αποσβέσεις	X	X
Συναλλαγματικές διαφορές	X	X
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημίες) επενδυτικής δραστηριότητας	X	X
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	X	X
Πλέον/ (μείον) προσαρμογές για μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης:		
Μείωση/ (αύξηση) αποθεμάτων	X	X
Μείωση/ (αύξηση) απαιτήσεων	X	X
(Μείωση)/ αύξηση υποχρεώσεων – εκτός τραπεζών	X	X
Μείον:		
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα	X	X
Καταβεβλημένοι φόροι	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες [α]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Επενδυτικές Δραστηριότητες</b>		
Πληρωμές για την απόκτηση παγίων	X	X
Εισπράξεις από πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων	X	X
Εισπράξεις/ (πληρωμές) από πώληση/ (αγορά) θυγατρικών, συγγενών, κοινοπραξιών κλπ	X	X
Εισπράξεις/ (πληρωμές) από πώληση/ (αγορά) επενδυτικών τίτλων	X	X
Τόκοι εισπραχθέντες	X	X
Μερίσματα εισπραχθέντα	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες [β]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	X	X
Εισπράξεις από εκδοθέντα/ αναληφθέντα δάνεια	X	X
Εξοφλήσεις δανείων και υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις	X	X
Μερίσματα πληρωθέντα	X	X
<i>Σύνολο εισροών/ (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες [γ]</i>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
Καθαρή αύξηση/ (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα περιόδου [α] + [β] + [γ]	<b>XX</b>	<b>XX</b>

Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου  
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου

X	X
<b>XX</b>	<b>XX</b>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

ΠΙΝΑΚΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΛΗΦΘΗΚΑΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

<b>Α/Α</b>	<b>Εταιρεία</b>
1	AEGEAN AIRLINES
2	AEGEK
3	AKRITAS
4	ALAPIS
5	ALCO HELLAS
6	ALISIDA
7	ALSINCO
8	ALOYMIL-MILOS ALUM
9	ANEK LINES SHIPPING
10	AS COMPANY
11	ASTIR PCE.VOULIAGMENI
12	ATH.WT.SUPPLY & SEWAGE
13	ATHE
14	ATHENS MEDICAL CENTRE
15	ATLANTIC SUPERMARKET
16	ATTI-KAT
17	ATTICA PUBLISHING
18	AUDIO VISUAL
19	AUTOHELLAS
20	AVENIR LEIS.& ENTM.INTC.
21	BABIS VOVOS INTL.TCHN.
22	BALKAN REAL ESTATE
23	BIOKARPET
24	BIOTER
25	BYTE COMPUTER
26	C CARDASSILARIS & SONS
27	CENTRIC MULTIMEDIA
28	CHATZIKRANIOTIS MILLS
29	COCA-COLA HLC.BT.
30	COMPUCON COMPUTER APPS.
31	CORINTH PIPE WORKS
32	CPI COMPUTER
33	CRETE PLASTICS

34	CROWN HELLAS CAN
35	CYCLON HELLAS
36	DAIOS PLASTICS
37	DIAGNOS & THERP CNTR OF ATHENS HYGEIA
38	DIAS
39	DIAS AQUA CULTURE
40	DIONIC
41	DOMIKI KRITIS
42	DOPPLER
43	DROMEAS OFFICE FURNITURE INDUSTRY
44	DRUCKFARBEN HELLAS
45	DUROS
46	E PAIRIS
47	EDRASIS PSALLIDAS
48	EKTER
49	EL D MOUZAKIS
50	ELASTRON
51	ELEKTRONIKI ATHINON
52	ELFICO
53	ELGEKA
54	ELINOIL
55	ELLAKTOR
56	ELTON
57	ELTRAK
58	ELVAL-HELLENIC ALUM.IND.
59	ELVE
60	ELVIEMEK LD.DEV.LOGIST. PARKS
61	EMPORIKOS DESMOS
62	ENTERSOFT S.A.
63	EPSILON NET
64	ETEM LIGHT METALS
65	EUROCONSULTANTS
66	EURODRIP
67	EUROLINE
68	EUROMEDICA
69	EVROFARMA
70	FAGE DAIRY INDUSTRY
71	FASHION BOX
72	FG EUROPE
73	FHL H KYRIAKIDIS MARBLES GRANITES
74	FIERATEX
75	FINTEXPORT
76	FLEXOPACK
77	FLOUR MILLS KEPENOS
78	FLR MLS C SARANTOPOULOS

79	FORTHNET
80	FRIGOGLASS
81	GALAXIDI FISH FARMING
82	GEKE
83	GENERAL COML.& INDL
84	GR SARANTIS
85	HAIDEMENOS
86	HALCOR
87	HATZIOANNOU
88	HELLAS ONLINE
89	HELLENIC CABLES
90	HELLENIC FABRICS
91	HELLENIC FISH FARMING
92	HELLENIC PETROLEUM
93	HELLENIC SUGAR IND.
94	HELLENIC TELECOM.ORG.
95	HERACLES GEN.CEMENT
96	HIPPOTOUR
97	HLC.DUTY FREE SHOPS
98	IASO
99	IDEAL GROUP
100	IKO-IHOS
101	IKTINOS HELLAS
102	ILYDA
103	IMPERIO ARGO GROUP
104	INFO QUEST
105	INFORM P LYKOS
106	INTERFISH
107	INTERINVEST
108	INTERTECH
109	INTERWOOD-XYLEMBORIA A T E N E
110	INTRACOM CONSTRUCTIONS
111	INTRALOT INTGRTD.SYS.& SVS.
112	IONIAN HOTEL
113	J & P AVAX
114	JUMBO
115	KARATZIS
116	KARELIA TOBACCO
117	KARMOLEGOS
118	KATHIMERINI
119	KEKROPS BUILDING CO.
120	KIRIACOULIS SHIPPING
121	KLEEMAN HELLAS
122	KLOTEX GROUP OF COS
123	KLOUKIS LAPPAS
124	KORDELLOS CH BROS

125	KORRES NTRL.PRDS.
126	KREKA
127	KRETA FARM
128	KRI KRI MILK IND
129	KRITON ARTOS
130	KTIMA KOSTAS LAZARIDIS
131	LAMBRAKIS PRESS
132	LAMDA DEVELOPMENT
133	LAMPSAS GREEK HOTEL
134	LAKAM CB
135	LAVIPHARM
136	LIVANI PUBLISHING ORG
137	LOGISMOS INFO.SYSTEMS
138	LOULIS MILLS
139	M J MAILLIS
140	MARAC
141	MARITIME CO.OF LESVOS
142	MATHIOS
143	MEDICON HELLAS
144	MEDITERRA S.A.
145	METKA SA
146	MEVACO METALLURGICAL
147	MICHANIKI
148	MIG REAL ESTATE REIC
149	MINERVA KNITWEAR
150	MINOAN LINES
151	MLS MULTIMEDIA
152	MOCHLOS
153	MOTODYMICS SA
154	MOTOR OIL
155	N LEVENTERIS
156	N VARVERIS-MODA BAGNO
157	FPAKTOS TEX.INDS.
158	NEWSPHONE HELLAS
159	NEXANS HELLAS
160	NIREFS AQUACULTURE
161	NUTRIART
162	OLYMPIC CATERING
163	OPAP
164	OPTRONICS TECHN
165	PAPERPACK-TSOUKARIDIS
166	PARSSOS ENTERPRISES
167	PASAL DEVELOPM
168	PC SYSTEMS
169	PEGASUS PUBLISHING
170	PERFORMANCE TECHNOLO

171	PERSEFS
172	PETROS PETROPOULOS SA
173	A.G. PETZETAKIS S.A.
174	PG NIKAS
175	PHILIPPOS KAS
176	PIPE WORKS CR
177	PIRAEUS PORT AUTHORITY
178	PLAISIO COMPUTERS
179	PLIAS CONSUMER GOODS
180	PRAXITELIO HOSPITAL
181	PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE
182	PROODEFTIKH TCHN.CO.
183	PUBLIC POWER
184	QUALITY & RELIABILITY
185	REDS
186	REVOIL
187	RILKEN
188	S&B INDUSTRIAL MRLS
189	SANYO HELLAS
190	SATO OFFE.& HUW.SUPS
191	SELECTED TEXTILE
192	SELONDA AQUACULTURE
193	SFAKIAKIS
194	SHEET STEEL
195	SHELMAN
196	SIDENOR
197	SIDMA SA
198	SPACE HELLAS
199	SPIDER
200	SPRIDER STORES
201	STEALTH GAS
202	STELIOS KAKIS
203	TECHNICAL OLYMPIC
204	TECHNICAL PUBS.
205	TELETYPOS
206	TER ENERGY
207	TEXAPRET
208	THE HSE.OF AGRIC.SPIROY
209	THESSALONIKI PORT AUTH
210	THESSALONIKI WATER SUPP.
211	THRACE PLASTICS
212	TITAN CEMENT
213	TRASTOR REAL ESTATE
214	TRIA ALPHA
215	VARANGIS
216	VARDAS

<b>217</b>	VARVARESSOS EUR SPNG MLS
<b>218</b>	VELL GROUP
<b>219</b>	VIOHALCO CB
<b>220</b>	VIS-CONTAINER
<b>221</b>	VIVERE ENTERTAINMENT
<b>222</b>	VOGIATZOGLU SYSTEMS
<b>223</b>	XK TEGOPOULOS EDTS.
<b>224</b>	YALCO-CONSTANTINOU
<b>225</b>	YIOULA GLASSWORKS SA
<b>226</b>	ZAMPA



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Bradley, M., Capozza, D. R. and Seguin, P. J. (1998) 'Dividend policy and Cash Flow uncertainty', *Real Estate Economics*, Vol. 26, pp. 555 – 580.

Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. (2008) *Principles of Corporate Finance*, 9<sup>th</sup> edition, Mc Graw – Hill International Edition.

Brigham, E. F. and Ehrhardt, M. C. (2005) *Financial Management – Theory and Practice*, 11<sup>th</sup> edition, Thomson South – Western.

Bowen, R. M., Burgstahler, D. and Daley, L. A. (1986) 'Evidence on the relationship between earnings and various measures of Cash Flow', *The Accounting Review*, Vol. 61, No 4, pp. 713 – 725.

Charitou, A. and Vafeas, N. (1998) 'The association between operating Cash Flows and dividend changes: An empirical investigation', *Journal of Business, Finance and Accounting*, 25(1) and (2) – January/ March, pp. 225 – 249.

Damodaran, A. (2006) *Applied Corporate Finance – A User's Manual*, 2<sup>nd</sup> edition, J. Wiley and Sons Inc.

Fama, E. F. and Blacomin, H. (1968) 'Dividend policy: An empirical analysis', *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, No 324, pp. 1132 – 1161.

Frankfurter, G. M. and Wood Jr, B. G. (2002) 'Dividend policy theories and their empirical tests', *International Review of Financial Analysis*, 11, pp. 111 – 138.

Gode, D. and Ohlson, J. A. (2006) 'A unified valuation framework for Dividends, Free Cash Flows, Residual Income and Earnings Growth Based Models', working paper (2006).

Gordon, M. J. (1959) 'Dividends, Earnings and Stock Prices', *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No 2 – Part 1, pp. 99 – 105.

Khan, Y. (2005) 'Cash Flows as determinants of dividends policy in mature firms: Evidence from FTSE 350 and AIM listed firms', working paper (2005).

Lang, L. H. P and Litzenberger, R. H. (1989) 'Dividend announcements: Cash Flow signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis?', *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181 – 191.

Lintner, J. (1956) 'Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes', *The American Economic Review*, Vol. 46, No 2, Papers and Proceedings of the 68<sup>th</sup> Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 97 – 103.

Naceur, B. S., Goaid, M. and Belanes, A. (2005) 'On the determinants and dynamics of Dividend Policy', working paper (2005).

Simons, K. (1994) 'The relationship between dividend changes and Cash Flow: An empirical analysis', *Journal of Business, Finance and Accounting*, 21 (4) – June, pp. 577 – 587.

Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα – IFRS (2004), Τόμος Α', Grant Thornton.

Γκίκας, Δ. (2002) *Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*, εκδόσεις Μπένου.

Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 1606/ 2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 1126/ 2008 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

Πρωτοψάλτης, Ν. Γ. (2000) *Πρακτικό βοήθημα κατάρτισης Καταστάσεων Ταμειακών Ροών*, εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.

Σακέλλης, Ε. Ι. *Ο Πανδέκτης του Λογιστή: Λογιστικό – Φορολογικό Δίκαιο και Λογιστική*, 5<sup>ος</sup> Τόμος, εκδόσεις Ε. Σακέλλη.