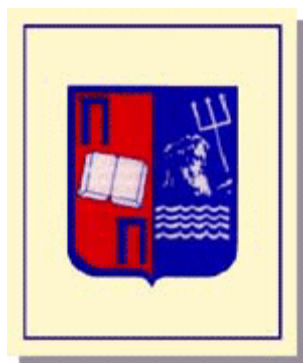


**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ»**



**«Η ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΡΟΩΝ:
ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ»**

ΑΝΤΩΝΙΟΣ ΚΑΡΑΓΙΩΡΓΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ:

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Α. ΜΠΕΝΟΣ

ΛΕΚΤΟΡΑΣ Γ. ΣΚΙΑΔΟΠΟΥΛΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΙΟΥΛΙΟΣ 2004

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κύριο Διακογιάννη Γεώργιο για την σημαντική συμβολή του στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας. Χωρίς την καθοδήγησή του, η ολοκλήρωσή της θα ήταν από δύσκολη έως αδύνατη.

Επίσης ευχαριστώ όλους τους Καθηγητές του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την συνολική τους προσφορά κατά την διάρκεια των έξι συνολικά χρόνων φοίτησής μου στο Τμήμα. Όλοι τους προσέφεραν πάντοτε με προθυμία και ειλικρίνεια την συνεργασία τους και την βοήθειά τους στην κατανόηση δύσκολων εννοιών.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στον παιδικό μου φίλο και υποψήφιο διδάκτωρ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς Φωτεινό Κωνσταντίνο για τις συμβουλές του σε θέματα χρήσης του προγράμματος E views.

Την παρούσα εργασία θα ήθελα να την αφιερώσω στην μητέρα μου Παναγιώτα Φουντά.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΕΝΟΤΗΤΑ 1: ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	4
1.1 Εισαγωγή.....	4
1.2 Η απόφαση διανομής μερίσματος.....	4
1.3 Μερισματική Πολιτική και η αξία της επιχείρησης – αντικρουόμενες θεωρίες.....	6
1.4 Ειδικά θέματα μερισματικής πολιτικής: clientele effect, κόστος αντιπροσώπησης.....	9
1.5 Αναγκαιότητα σταθερότητας στην μερισματική πολιτική.....	16
1.6 Καθορισμός του ποσοστού διανομής κερδών.....	18
ΕΝΟΤΗΤΑ 2: ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ.....	23
2.1 Περί Καταστάσεων Ταμειακών Ροών Γενικότερα.....	23
2.2 Ελληνικές Καταστάσεις Ταμειακών Ροών.....	30
2.3 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Operating Cash Flow).....	31
ΕΝΟΤΗΤΑ 3: ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	36
3.1 KATHLEEN SIMONS: “THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND CHANGES AND CASH FLOW: AN EMPIRICAL ANALYSIS”.....	36
3.2 JOHN LINTNER: “DISTRIBUTION OF INCOMES OF CORPORATIONS AMONG DIVIDENDS, RETAINED EARNINGS AND TAXES”.....	40
3.3 ERVIN L. BLACK: “WHICH IS MORE VALUE RELEVANT:EARNINGS OR CASH FLOW? A LIFE CYCLE EXAMINATION”.....	43

ΕΝΟΤΗΤΑ 4: ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ – ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ

ΥΠΟΘΕΣΕΩΣ.....	46
4.1 Πηγή Πληροφόρησης.....	46
4.2 Είδος επιχειρήσεων που συμπεριελήφθησαν στο δείγμα.....	48
4.3 Χρονικός Ορίζοντας.....	50
4.4 Κατασκευή Καταστάσεων Ταμειακών Ροών.....	53
4.5 Καθορισμός υποθέσεως.....	55

ΕΝΟΤΗΤΑ 5: ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....

59

5.1 Ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές (σύμφωνα με την Ελληνική μέθοδο υπολογισμού) στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής.....	60
5.2 Ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές (σύμφωνα με την Αμερικανική μέθοδο υπολογισμού) στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής.....	62
5.3 Ερμηνευτική ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών (όπως υπολογίζονται από την Ελληνική μέθοδο) στην διανομή μερίσματος χρήσεως.....	64
5.4 Ερμηνευτική ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών (όπως υπολογίζονται από την Αμερικανική μέθοδο) στην διανομή μερίσματος χρήσεως.....	66
5.5 Συμπεράσματα.....	67

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....

72

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....

74 - 86

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....

87

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η εξέταση της πληροφοριακής – ερμηνευτικής ικανότητας των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών (Operating Cash Flow) όσον αφορά την μερισματική πολιτική των εισηγμένων επιχειρήσεων. Ως Λειτουργικές Ταμειακές Ροές εννοούμε το πρώτο κομμάτι από τις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών όπως αυτές δημοσιεύονται είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό.

Οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών έχουν αρχίσει τα τελευταία χρόνια να συγκεντρώνουν όλο περισσότερο το ενδιαφέρον των συμμετεχόντων στην χρηματοοικονομική κοινότητα, είτε πρόκειται για ιδιώτες επενδυτές, είτε πρόκειται για θεσμικά μέλη – επαγγελματίες της κοινότητας (Τραπεζικοί, αναλυτές, λογιστές, στελέχη των Οικονομικών διοικήσεων των επιχειρήσεων κλπ.), είτε τέλος πρόκειται για Ακαδημαϊκούς – ερευνητές. Στην Αμερική, οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών έχουν θεσμοθετηθεί από το 1987 με την απόφαση No. 95 του Financial Accounting Standards Board ενώ στην Ελλάδα η αντίστοιχη θεσμοθέτηση έγινε το 2000 με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές ειδικά, συγκεντρώνουν μεγάλο κομμάτι του ενδιαφέροντος μια και, αφενός παρέχουν ενδείξεις για τις ικανότητες των επιχειρήσεων να διαχειρίζονται με αποτελεσματικότητα τα λειτουργικά τους στοιχεία και να δημιουργούν επαρκή ταμειακά πλεονάσματα προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες τους, και αφετέρου καταρτίζονται μέσω διαφόρων προσαρμογών στα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων παρέχοντας ενδείξεις για την ικανότητα μιας επιχείρησης να φτάνει στην κερδοφορία με υγιείς πρακτικές.

Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης και οι παράγοντες που την επηρεάζουν αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά κομμάτια ενδιαφέροντος της χρηματοοικονομικής, με πλήθος ερευνών από πολλούς διακεκριμένους επιστήμονες του χώρου. Στα πλαίσια του συνόλου της έρευνας, έχουν αναπτυχθεί διάφορες απόψεις για τους παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική, η κάθε μία από τις οποίες έχει τους δικούς της οπαδούς.

Η σύνδεση της μερισματικής πολιτικής με τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές και η προσπάθεια εξεύρεσης κάποιας σχέσης μεταξύ των δύο είναι θεωρητικά βάσιμη, μια και οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές προσφέρουν ένδειξη για την ικανότητα μιας επιχείρησης να χρηματοδοτήσει τις υποχρεώσεις της για επενδύσεις και αυτές προς τους μετόχους και τους δανειστές της με δικά της ταμειακά διαθέσιμα. Η εμπειρική μελέτη που θα γίνει μέσω του ελέγχου δύο υποθέσεων – οικονομετρικών μοντέλων έχει ακριβώς ως σκοπό να προσδιορίσει εάν αυτή η σύνδεση μπορεί να έχει και εμπειρική βάση πέρα από θεωρητική.

Η δομή της παρούσας εργασίας είναι η ακόλουθη: στην Ενότητα 1 κάνουμε μια μικρή αναφορά στις διάφορες θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής και των παραγόντων που την επηρεάζουν. Στην Ενότητα 2 κάνουμε μια αναφορά στις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών, στον τρόπο κατασκευής τους και στην χρησιμότητά τους. Θεωρούμε τις πρώτες δύο ενότητες σαν απαραίτητες προκειμένου να δημιουργήσουμε το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο για τα οικονομετρικά μας μοντέλα. Στην Ενότητα 3 προχωράμε σε μια επισκόπηση τριών μελετών σχετικών με την μερισματική πολιτική και την ερμηνευτική ικανότητα των ταμειακών ροών. Οι μελέτες που αναφέρουμε έχουν με την σειρά τους την δική τους συνδρομή στον καθορισμό των οικονομετρικών μοντέλων. Στην Ενότητα 4 αναφέρουμε τον τρόπο καθορισμού των υποθέσεων μας και την μέθοδο επιλογής του δείγματος των εταιρειών πάνω στο οποίο θα γίνει η εμπειρική μελέτη. Τέλος, στην Ενότητα 5 παρουσιάζουμε τα οικονομετρικά αποτελέσματα και τα συμπεράσματά μας.

Πιστεύουμε πως η παρούσα εργασία τελικά δίνει τα κίνητρα για να ξεκινήσει στο μέλλον μια πιο εις βάθος μελέτη της χρησιμότητας των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών. Η αναγνώριση της πρακτικής τους χρησιμότητας και η χρησιμοποίησή τους από το σύνολο της χρηματοοικονομικής κοινότητας μπορούμε να πούμε πως είναι δεδομένη. Η σε μεγαλύτερο βάθος έρευνά τους πιστεύουμε πως θα μπορούσε να δώσει ασφαλής κατευθύνσεις στους χρήστες των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών ως προς την εφαρμογή τους, την αξιοπιστία των παρεχόμενων πληροφοριών και την ικανότητά τους να παρουσιάζουν την ορθή χρησιμοποίηση των λειτουργικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Ελπίζουμε τελικά η συγκεκριμένη

εργασία να έχει την δική της συνεισφορά στην περαιτέρω διερεύνηση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών.

ΕΝΟΤΗΤΑ 1: ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

1.1 Εισαγωγή

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η εξέταση της ερμηνευτικής ικανότητας των λειτουργικών ταμειακών ροών στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης. Θεωρητική προσέγγιση και ορισμός των λειτουργικών ταμειακών ροών ακολουθεί στην επόμενη ενότητα. Στην προσπάθειά μας να θεμελιώσουμε το οικονομετρικό μοντέλο πάνω στο οποίο θα γίνει η εμπειρική προσέγγιση του ζητήματος, θα προχωρήσουμε στην θεωρητική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής. Η σχετική με το θέμα βιβλιογραφία είναι τεράστια. Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας ξεφεύγει από την εξέταση των γενικότερων παραγόντων επιρροής και διαμόρφωσης μερισματικής πολιτικής. Υπό αυτό το πλαίσιο, στην παρούσα ενότητα θα προχωρήσουμε σε μια συνοπτική θεωρητική θεμελίωση των θεμάτων μερισματικής πολιτικής βάση της οποίας θα στηρίξουμε το οικονομετρικό μας μοντέλο και θα προσπαθήσουμε να ερμηνεύσουμε τα όποια αποτελέσματα.

1.2 Η απόφαση διανομής μερίσματος

Βασικός στόχος των επιχειρήσεων είναι (ή τουλάχιστον πρέπει να είναι σύμφωνα με την θεωρία της χρηματοοικονομικής) η μεγιστοποίηση της αξίας – πλούτου των μετόχων (maximization of shareholder value). Ο συγκεκριμένος στόχος ουσιαστικά ταυτίζεται με την λήψη των κατάλληλων αποφάσεων που θα οδηγήσουν στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης είναι αποτέλεσμα διαφόρων παραγόντων (που πολλές φορές έχουν υψηλό βαθμό αλληλεξάρτησης) με κυριότερους την ικανότητα δημιουργίας κερδών και ταμειακών πλεονασμάτων.

Μια από τις πιο σημαντικές (αν όχι η σημαντικότερη απόφαση) των διοικήσεων των οικονομικών μονάδων είναι η διαχείριση των κερδών τους και των ταμειακών πλεονασμάτων τους και η διάθεσή τους για επενδύσεις σε λειτουργικά στοιχεία Ενεργητικού (με σκοπό την δημιουργία των προϋποθέσεων που θα κρατήσουν σταθερή ή και θα βελτιώσουν την

ικανότητά τους να δημιουργούν κέρδη), για επενδύσεις σε μη λειτουργικά στοιχεία του Ενεργητικού (πχ. μετοχές εισηγμένων εταιρειών, ομόλογα κλπ. με σκοπό την κερδοσκοπία), για μείωση του Τραπεζικού δανεισμού και των λοιπών υποχρεώσεων, για διανομή στους μετόχους υπό την μορφή μερίσματος κλπ. Η απόφαση λοιπόν διανομής μερίσματος στους μετόχους είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις τρέχουσες ανάγκες της επιχείρησης καθώς και με τις προϋπολογισμένες ταμειακές ανάγκες (μελλοντικά κέρδη και ταμειακές ροές σε σχέση με τις μελλοντικές υποχρεώσεις της επιχείρησης είτε για βραχυπρόθεσμες είτε για μακροπρόθεσμες επενδύσεις). Σε έρευνά τους οι E. F. Fama και K. R. French συμπεραίνουν πως από το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, μονάχα ένα ποσοστό γύρω στο 25% πληρώνει μέρισμα στους μετόχους. Οι εταιρείες που δεν πληρώνουν μέρισμα χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: σε επιχειρήσεις που ενώ κάποτε πλήρωναν μέρισμα υπέστησαν μια πτώση στην κερδοφορία τους με αποτέλεσμα να μην πληρώσουν μέρισμα και σε επιχειρήσεις που είναι στην αρχή της οικονομικής τους ζωής, με μεγάλο αριθμό επενδυτικών ευκαιριών και κατά συνέπεια με αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης. Στην Ελλάδα, η διανομή μερίσματος για τις εισηγμένες είναι κατά κάποιον τρόπο υποχρεωτική μια και σύμφωνα με τον νόμο πρέπει να πληρώσουν μέρισμα ίσο είτε με το 35% των προς διάθεση κερδών (αφού αφαιρεθούν τα ποσά για τακτικό αποθεματικό) είτε με το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (μοιράζεται στους μετόχους το μεγαλύτερο από τα δύο ποσά).

Άπαξ και αποφασιστεί η διανομή μερίσματος στους μετόχους, διάφορα σημαντικά ζητήματα πρέπει να εξετασθούν:

- α) Τι ποσοστό των διαθέσιμων κερδών – ταμειακών ροών θα να διανεμηθεί;
- β) Με ποιον τρόπο θα πραγματοποιηθεί η διανομή μερίσματος (απευθείας μέσω μετρητών ή μέσω επαναγοράς ιδίων μετοχών);
- γ) Πρέπει να διατηρηθεί σταθερό το ποσοστό διανομής ή πρέπει να μεταβληθεί ανάλογα με τις τρέχουσες συνθήκες της οικονομικής πραγματικότητας;
- δ) Πότε θα διανεμηθεί το μέρισμα; (η πληρωμή του θα γίνει με μία μόνο καταβολή, θα πραγματοποιηθεί σε τριμηνιαία βάση κλπ).

Ο τρόπος επίλυσης των ανωτέρω ζητημάτων μπορεί να διαφέρει, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης, της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται, των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών, των μελλοντικών προοπτικών της και του νομικού πλαισίου στο οποίο υπάγεται. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα είναι συνηθισμένο οι επιχειρήσεις να πληρώνουν μέρισμα ανά τρίμηνο, σε αντίθεση με την Ελλάδα που η πλειοψηφία των επιχειρήσεων πραγματοποιεί τις πληρωμές της μία φορά τον χρόνο.

1.3 Μερισματική Πολιτική και η αξία της επιχείρησης – αντικρουόμενες θεωρίες

Ένα από τα ερωτήματα που έχουν απασχολήσει τους θεωρητικούς της χρηματοοικονομικής ήδη από την δεκαετία του 1950 είναι οι πιθανές επιπτώσεις που μπορεί να έχει η απόφαση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης (όπως αυτή καθορίζεται από την τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών). Θα ξεκινήσουμε την ανάλυση κάνοντας μια αναφορά στον τύπο του constant growth model όπως αναπτύχθηκε από τον Myron J. Gordon στα μέσα της δεκαετίας του 1950. Σύμφωνα με αυτόν τον τύπο, η τρέχουσα τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών της, δηλαδή των μερισμάτων προς τους μετόχους. Δηλαδή:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

όπου P_0 = η αξία (πραγματική τιμή) μιας μετοχής την περίοδο 0

D_1 = το αναμενόμενο μέρισμα μιας μετοχής την περίοδο 1

g = ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης του μερίσματος της μετοχής (υποθέτουμε σταθερός)

k_s = απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής

Με απλούς μετασχηματισμούς ο τύπος τελικά γίνεται:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

όπου k_s = Μερισματική Απόδοση + Κεφαλαιακή απόδοση

Αν και ο ανωτέρω τύπος εμπεριέχει αρκετές απλουστευτικές υποθέσεις (πχ. σταθερότητα του growth rate, σταθερότητα της αναμενόμενης μερισματικής απόδοσης, αναμενόμενη αύξηση της τιμής της μετοχής ίση με το growth rate κλπ) δεν παύει να προσφέρει ένα χρήσιμο θεωρητικό πλαίσιο και βοήθημα για θέματα αποτίμησης κοινών μετοχών αλλά και εξέτασης μερισματικής απόδοσης – πολιτικής.

Η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία μιας επιχείρησης αποτελεί ένα πεδίο «σημαντικών» συγκρούσεων για τους θεωρητικούς της χρηματοοικονομικής. Οι θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί είναι μεταξύ τους συγκρουόμενες και οι διάφορες εμπειρικές μελέτες δεν έχουν με σαφήνεια προσδιορίσει ποια από όλες μπορεί να δώσει την πιο πιστή αναπαράσταση της πραγματικότητας. Τελικά έχουν επικρατήσει τρεις θεωρίες με τους δικούς της οπαδούς η κάθε μία. Θα προχωρήσουμε σε μία σύντομη περιγραφή τους αμέσως παρακάτω:

α) Dividend Irrelevance Theory: η συγκεκριμένη θεωρία αναπτύχθηκε από τους Merton Miller και Franco Modigliani (εφεξής MM) το 1961 στο άρθρο τους “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” (Journal of Business, October 1961, pg 411 – 433). Για την ανάπτυξη της θεωρίας τους οι MM υιοθέτησαν σαν κύρια υπόθεση την ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών που μεταξύ άλλων ενσωματώνει τις υποθέσεις της απουσίας φόρων και εξόδων συναλλαγών, της διατήρησης σταθερών κεφαλαιουχικών δαπανών και της συμμετρίας στην πληροφόρηση (ίδια ποιότητα πληροφόρησης) μεταξύ των διοικήσεων των οικονομικών μονάδων και των επενδυτών. Κάτω από αυτές τις υποθέσεις οι MM αποδεικνύουν πως η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία ιδιαίτερη επίδραση ούτε στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης (και κατά συνέπεια στην κεφαλαιοποίησή της) ούτε στο κόστος κεφαλαίου της. Έτσι, η μερισματική πολιτική καθίσταται μια παθητική απόφαση: κάθε περίοδο η διοίκηση μιας επιχείρησης πρέπει να καθορίσει αρχικά το επενδυτικό της πρόγραμμα και στην συνέχεια να διαθέσει τις επιπλέον ταμειακές ροές σαν μέρισμα. Συμπερασματικά, η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την απαιτούμενη απόδοση k_s ανά μετοχή. Ας εξετάσουμε πώς προκύπτει αυτό το συμπέρασμα. Μια αυξημένη μερισματική απόδοση συνεπάγεται μικρότερη παρακράτηση κερδών και άρα μείωση των επενδύσεων, του ρυθμού αύξησης g και κατά συνέπεια της κεφαλαιακής απόδοσης. Άρα, τα όποια αυξημένα

κέρδη προκύπτουν από την αυξημένη μερισματική απόδοση εξισορροπούνται από την μειωμένη κεφαλαιακή απόδοση. Το αποτέλεσμα λειτουργεί αντίστροφα στην περίπτωση μειωμένης μερισματικής απόδοσης. Σε αυτή την περίπτωση έχουμε αύξηση παρακράτησης κερδών, αύξηση της αξίας της εταιρείας, αύξηση του g και άρα αύξηση της κεφαλαιακής απόδοσης. Άρα, το k_s ουσιαστικά μένει ανεπηρέαστο.

β) Bird – in – the – hand theory: Η θεωρία των MM αμφισβητήθηκε από τους Myron J. Gordon (“Optimal Investments and Financing Policy”, Journal of Finance, May 1963, pg 264 – 272) και John Lintner (“Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations”, Review of Economics and Statistics, August 1962, pg 243 – 269). Σύμφωνα με την δική τους πρόταση, οι επενδυτές προτιμούν την σιγουριά της μερισματικής απόδοσης από την αβεβαιότητα της κεφαλαιακής. Η προτίμηση αυτή των επενδυτών οφείλεται στην αμφιβολία τους για την επιτυχία των τυχόν επενδύσεων που θα πραγματοποιηθούν από τα παρακρατηθέντα κέρδη με σκοπό την βελτίωση της αξίας της επιχείρησης και κατά συνέπεια την αύξηση του g . Έτσι, οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη σημασία στο κομμάτι της μερισματικής απόδοσης της εξίσωσης του Gordon. Η πρόταση των Gordon και Lintner ήρθε σαν κριτική στην θεωρία των MM. Οι MM ανταπάντησαν στην πρόταση των Gordon και Lintner επιμένοντας στην άποψή τους περί αδιαφορίας των επενδυτών μεταξύ μερισματικής απόδοσης και κεφαλαιακής απόδοσης. Σύμφωνα με τους MM, η πλειοψηφία των επενδυτών θα επενδύσει τα μερίσματα που θα λάβει σε μετοχές είτε της ίδιας είτε άλλων παρόμοιων επιχειρήσεων και τελικά σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα η επικινδυνότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους επενδυτές εξαρτάται κυρίως από την επικινδυνότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Η συγκεκριμένη θεωρία είναι αρκετά συνδεδεμένη και με το λεγόμενο clientele effect και με το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και management. Αναφορά και στα δύο ζητήματα θα γίνει στην συνέχεια.

γ) Tax Preference Theory: Έχει κυρίως εφαρμογή σε χώρες όπου τα μερίσματα φορολογούνται. Στην Ελλάδα ως γνωστόν (και σύμφωνα με τον Νόμο 2065/1992) τα μερίσματα δεν φορολογούνται, καθώς οι φορολογικές

υποχρεώσεις των μετόχων εξαντλούνται στην φορολόγηση των κερδών των επιχειρήσεων. Θα προχωρήσουμε σε μια σύντομη περιγραφή της θεωρίας. Σε περιπτώσεις χωρών όπου τα μερίσματα υπόκεινται σε μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να μοιράζουν το μικρότερο δυνατό μέρισμα. Τυχόν ταμειακά πλεονάσματα – κέρδη που θα μπορούσαν να διανεμηθούν στους μετόχους μπορούν να χρησιμοποιηθούν (εν τη απουσία επικερδών επενδυτικών σχεδίων) για επαναγορά ιδίων μετοχών. Με αυτό τον τρόπο, οι επιχειρήσεις δημιουργούν κεφαλαιακά κέρδη για τους μετόχους τους προσφέροντας έμμεσο μέρισμα.

Οι τρεις προαναφερόμενες θεωρίες ουσιαστικά προσφέρουν αντικρουόμενες προτάσεις για τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής και της επίδρασης αυτής στην αξία των επιχειρήσεων. Εμπειρικές μελέτες έχουν γίνει και για τις τρεις χωρίς να υπάρξουν σαφή συμπεράσματα υπέρ κάποιας. Τελικά, οι συγκεκριμένες θεωρίες, αν και προσφέρουν ένα χρήσιμο θεωρητικό πλαίσιο εξέτασης της μερισματικής πολιτικής, πρέπει να εξετάζονται σε συνάρτηση με κάποια άλλα ειδικότερα θέματα μερισματικής πολιτικής ώστε να προσφέρουν πιο σαφή συμπεράσματα. Γι' αυτά τα ειδικότερα θέματα μερισματικής πολιτικής θα κάνουμε αναφορά στην συνέχεια. Επιπλέον, μια αναφορά στην σημαντική έρευνα και τα συμπεράσματα του John Lintner θα κάνουμε στην Ενότητα 4.

1.4 Ειδικά θέματα μερισματικής πολιτικής: clientele effect, κόστος αντιπροσώπησης.

Κατά τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής, και υπό το πρίσμα της προσπάθειας της διοίκησης των εταιρειών να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων, οι προτιμήσεις των μετόχων μπορεί να παίξουν σημαντικό ρόλο στην τελική απόφαση του management. Συνοπτικά, μπορούμε να διακρίνουμε δύο ευρείες κατηγορίες μετόχων που αντίστοιχα επιθυμούν δύο διαφορετικές κατηγορίες μερισματικής πολιτικής:

α) Την κατηγορία των μετόχων που ενδιαφέρεται να διατηρεί μία διαχρονικά σταθερή ροή εισοδήματος από την επένδυσή της. Η συγκεκριμένη

κατηγορία επενδυτών επιθυμεί την διανομή ενός σχετικά σταθερού ποσοστού μερίσματος μέσα στον χρόνο. Άρα, επικεντρώνεται στην μερισματική απόδοση (το πρώτο κομμάτι του τύπου του Gordon).

β) Την κατηγορία των μετόχων που ενδιαφέρεται να δημιουργεί κεφαλαιακά κέρδη μέσω της αγοραπωλησίας μετοχών. Η συγκεκριμένη κατηγορία επιθυμεί αυξημένα παρακρατηθέντα κέρδη από τις επιχειρήσεις (εις βάρος του μερίσματος) ώστε να πραγματοποιούνται νέες επενδύσεις που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια και την τιμή της μετοχής της. Άρα επικεντρώνεται στην κεφαλαιακή απόδοση (το δεύτερο κομμάτι του τύπου του Gordon).

Η διαφορετικότητα στις προτιμήσεις των μετόχων - επενδυτών μεταξύ μερισματικής πολιτικής και κεφαλαιακών κερδών είναι γνωστή και ως *clientele effect*. Οι λόγοι ύπαρξης του *clientele effect* είναι πολλοί και μπορεί να συμπεριλαμβάνουν την φορολογική μεταχείριση (ανάλογα με την αγορά που εξετάζουμε μπορεί να αναδειχτεί στον σημαντικότερο παράγοντα καθορισμού των προτιμήσεων των επενδυτών), τις καθημερινές ανάγκες των επενδυτών, θεσμικούς περιορισμούς κλπ. Για παράδειγμα, σε επίπεδο ιδιωτών, μπορούμε να υποθέσουμε πως επενδυτές που βρίσκονται κοντά στον τερματισμό της επαγγελματικής τους ζωής ή που έχουν συνταξιοδοτηθεί επιθυμούν την αποκόμιση μιας σταθερής ροής εισοδήματος από τις επενδύσεις τους ώστε να εξασφαλίσουν μια επιπλέον ενίσχυση στα εισοδήματά τους. Το συγκεκριμένο είδος επενδυτών θα έχει μια σαφή προτίμηση σε μετοχές εταιρειών που προσφέρουν διαχρονικά σταθερό και υψηλό ποσοστό διανομής μερίσματος. Αντίθετα, νεώτεροι ηλικιακά επενδυτές που βρίσκονται στην αρχή της επαγγελματικής τους ζωής και έχουν μικρότερες ανάγκες για επιπλέον εισόδημα είναι δυνατόν να επικεντρώσουν το ενδιαφέρον τους σε μετοχές εταιρειών που προσφέρουν υψηλότερα κεφαλαιακά κέρδη. Σε επίπεδο θεσμικών επενδυτών αντίστοιχα, μπορούμε να κάνουμε μια διάκριση μεταξύ ασφαλιστικών ταμείων και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ανάλογα λοιπόν με την μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση, ανταποκρίνεται και σε κάποιο προφίλ επενδυτών και δημιουργεί μια μετοχική σύνθεση από επενδυτές που στην πλειοψηφία τους έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Εάν θεωρήσουμε πως οι επενδυτές μπορούν να αλλάζουν με ευκολία την σύνθεση του μετοχικού χαρτοφυλακίου τους, οι

επιχειρήσεις από την μεριά τους θα μπορούσαν να μεταβάλλουν την μερισματική πολιτική τους ενώ οι μέτοχοι θα μπορούσαν κάθε φορά να επενδύουν σε όποιες επιχειρήσεις ταιριάζουν στο προφίλ τους. Στην πραγματικότητα βέβαια, υπάρχουν συνθήκες (όπως κόστη συναλλαγών και φόροι) που μπορεί να περιορίζουν τις κινήσεις των επενδυτών. Έτσι, μια επιχείρηση μπορεί να διστάζει να αλλάξει την μερισματική της πολιτική μια και μια αλλαγή μπορεί να οδηγήσει σε δυσαρέσκεια της πλειοψηφίας των μετόχων της οι οποίοι θα προσπαθήσουν να αποχωρήσουν μόνιμα από την επένδυσή τους με αποτέλεσμα να επέλθει μείωση στην τιμή της μετοχής που μπορεί να είναι προσωρινή (εάν η αποχώρηση των επενδυτών είναι περιορισμένη) ή μόνιμη (εάν φτάσουμε σε ακραία περίπτωση μαζικής αποχώρησης επενδυτών).

Οι Miller - Modigliani καθώς και οι Black - Scholes αναγνωρίζουν μεν την ύπαρξη του clientele effect, υποστηρίζουν όμως πως η επιρροή του στην μερισματική πολιτική είναι σχεδόν οριακή. Θεωρούν πως οι δυο διαφορετικές ομάδες μετόχων (όπως τις καθορίσαμε προηγουμένως) είναι πάντοτε ικανοποιημένες, μια και οι επιχειρήσεις έχουν ήδη προσαρμόσει με τέτοιο τρόπο την μερισματική τους πολιτική ώστε να ικανοποιούν την ομάδα επενδυτών που τους ενδιαφέρει και τελικά να μην υπάρχει το κίνητρο για επιπλέον επιχειρήσεις να αλλάξουν την μερισματική τους πολιτική. Τελικά, οι επιχειρήσεις δεν είναι απαραίτητο να προχωρούν σε υψηλή διανομή μερίσματος, εκτός και εάν υπάρχει η συγκεκριμένη επιθυμία από την μεριά των μετόχων τους.

Οι εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν την ύπαρξη του clientele effect χωρίς να έχουν υποδείξει με σαφήνεια εάν η επιρροή του είναι καταλυτική για τον καθορισμό μερισματικής πολιτικής από τις επιχειρήσεις. Είναι πάντως αποδεκτό ότι δεν μπορεί να αγνοηθεί εντελώς, μια και επιβεβαιώνεται η ύπαρξη σημαντικού αριθμού επενδυτών που παρακολουθούν μετοχές με παρελθόν υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Στην προηγούμενη υποενότητα είδαμε πως τα συμπεράσματα των MM βασίστηκαν μεταξύ άλλων και στην υπόθεση για συμμετρία στην πληροφόρηση τόσο μεταξύ των επενδυτών όσο και μεταξύ των διοικήσεων των επιχειρήσεων και των επενδυτών. Στην πραγματικότητα όμως υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης (information asymmetry) με τις διοικήσεις των

επιχειρήσεων να βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση σε σχέση με τους επενδυτές όσον αφορά τις διαθέσιμες πληροφορίες για την πραγματική οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων και τις μελλοντικές προοπτικές. Είναι πλέον αποδεκτό πως η ανακοίνωση αλλαγής στην μερισματική πολιτική έχει επίδραση στην τιμή των μετοχών, με τους επενδυτές να επιβραβεύουν μια αύξηση του μερίσματος (μέσω αύξησης της τιμής της μετοχής) και αντίστοιχα να αποδοκιμάζουν μια μείωση. Η συμπεριφορά των επενδυτών αποτέλεσε αντικείμενο εκτεταμένης και συνεχούς έρευνας τόσο στις ΗΠΑ όσο και στον υπόλοιπο κόσμο. Η πλειοψηφία της έρευνας σχετικά με την αντίδραση των επενδυτών στις μεταβολές της μερισματικής πολιτικής έχει επικεντρωθεί γύρω από δύο επικρατούσες θεωρίες:

α) Η αναγγελία μεταβολής στην μερισματική πολιτική ενσωματώνει πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης (information content – signaling hypothesis). Η θεωρία αυτή προτείνει πως η άνοδος των τιμών των μετοχών που συνοδεύει μια αναγγελία αύξησης του μερίσματος αποτελεί ένδειξη της προτίμησης των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση. Επιπλέον, στηρίζεται και στην παραδοχή της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ διοικήσεων των επιχειρήσεων και επενδυτών (information asymmetry – αναφέρθηκε προηγουμένως). Σύμφωνα με την θεωρία της ενσωμάτωσης πληροφόρησης στην μερισματική πολιτική, οι επενδυτές εκλαμβάνουν μια αύξηση στο μέρισμα σαν πληροφορία – σήμα (signal) από την μεριά της διοίκησης της οικονομικής μονάδας για καλύτερη κερδοφορία και ταμειακές ροές στο μέλλον. Αντίθετα, μείωση του μερίσματος δύναται να εμπεριέχει πληροφορίες για αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας της επιχείρησης στο μέλλον. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ελέγχου της συγκεκριμένης θεωρίας – υπόθεσης υπήρξαν ανάμεικτα. Σαν γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως υπάρχει κάποια πληροφόρηση στις αλλαγές μερισματικής πολιτικής σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Δεν είναι όμως ξεκάθαρο εάν η ανοδική – καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών σε περίπτωση μεταβολής της μερισματικής πολιτικής οφείλεται μόνο στην ενσωμάτωση πληροφόρησης για τις μελλοντικές προοπτικές ή εάν οφείλεται και στις προτιμήσεις των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση. Στην αποσαφήνιση του ζητήματος δεν

έχουν βοηθήσει ούτε οι εμπειρικές μελέτες που θέτουν προς εξέταση την προβλεπτική ικανότητα της μερισματικής πολιτικής αναφορικά με τις μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας, οι οποίες είχαν με την σειρά τους επίσης ανάμεικτα αποτελέσματα.

β) Η μερισματική πολιτική είναι συνδεδεμένη με το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων – ιδιοκτητών των επιχειρήσεων και των διαφόρων insiders που διατηρούν τον έλεγχο του Ενεργητικού των επιχειρήσεων (agency problems). Οι insiders μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, ανάλογα με την αγορά που εξετάζουμε. Στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, τον Καναδά και την Αυστραλία όπου οι επιχειρήσεις είναι πολυμετοχικές, σαν insiders ορίζουμε τους managers που τις διοικούν οι οποίοι έχουν είτε μικρή (κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου) είτε καθόλου σχέση με την ιδιοκτησία τους. Σε αυτή την περίπτωση, το κόστος αντιπροσώπευσης εντοπίζεται στην προσπάθεια των διοικήσεων να αυξήσουν την εξουσία που έχουν μέσω της χρησιμοποίησης των διαθέσιμων πόρων όχι για μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά προς ίδιον όφελος. Τα συμφέροντα των διοικήσεων μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές και συμπεριλαμβάνουν μεταξύ άλλων αύξηση των αμοιβών, αύξηση των διαφόρων άλλων παροχών, αύξηση της εξουσίας μέσα στα πλαίσια της επιχείρησης κλπ. μέσω της χρησιμοποίησης των διαθέσιμων πόρων σε αμφιβόλου αποτελεσματικότητας επενδυτικά προγράμματα αντί της διανομής τους μέσω μερίσματος στους μετόχους. Στην πλειοψηφία των υπολοίπων χωρών (μεταξύ άλλων και στην Ελλάδα αλλά και σε άλλες πιο ανεπτυγμένες αγορές όπως εκείνη της Ιαπωνία) η πλειοψηφία των εισηγμένων ελέγχεται από τους αρχικούς μετόχους – ιδρυτές που διατηρούν ένα ποσοστό ελέγχου πάνω από 50%. Σε αυτή την περίπτωση, σαν insiders ορίζουμε τους μεγαλομετόχους που διατηρούν τον πλήρη έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου και του Ενεργητικού των επιχειρήσεων. Εδώ το κόστος αντιπροσώπευσης εντοπίζεται στην σύγκρουση συμφερόντων μεγαλομετόχων και μικρομετόχων και μπορεί να πάρει διάφορες μορφές πχ. προώθηση συγγενικών των μεγαλομετόχων προσώπων στην διοίκηση των επιχειρήσεων, πραγματοποίηση οικονομικών συναλλαγών με επιχειρήσεις που ελέγχονται από συγγενικά πρόσωπα των μεγαλομετόχων κλπ.

Η βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής υποδεικνύει πως το κόστος αντιπροσώπευσης είναι αρκετά συνδεδεμένο με το νομικό καθεστώς κάθε χώρας. Χώρες όπου επικρατεί το αγγλοσαξονικό δίκαιο (common law) μοιάζει να παρέχουν καλύτερη προστασία στους μικρομετόχους από ότι χώρες όπου επικρατεί το αστικό δίκαιο (civil law) (Rafael La Porta, 1996). Στην πρώτη περίπτωση, το κόστος αντιπροσώπευσης επικεντρώνεται κυρίως στην επένδυση των διαθέσιμων πόρων σε επενδυτικά σχέδια που δεν προδίδουν πραγματική αξία στην επιχείρηση (overinvestment). Στην δεύτερη, δύναται να παρατηρηθεί μεγαλύτερο φάσμα αυθαιρεσιών (όπως αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο).

Η εξέταση του κόστους αντιπροσώπευσης οδηγεί σε συμπεράσματα παρόμοια με αυτά της θεωρίας των Gordon – Lintner (bird – in – the – hand) μια και συμπεραίνει πως οι επενδυτές θα επικεντρώσουν τελικά το ενδιαφέρον τους στην μερισματική απόδοση παρά στην παρακράτηση κερδών. Επιπλέον, αναγνωρίζει δύο σημεία που την διαφοροποιούν σημαντικά από την θεωρία των MM. Αρχικά, αναγνωρίζει πως δεν είναι δυνατόν να εξετάσουμε την μερισματική πολιτική ανεξάρτητα από την επενδυτική πολιτική. Η διανομή μερίσματος είναι δυνατό να μειώσει την σπατάλη ταμειακών ροών σε αποτυχημένες επενδύσεις. Δεύτερον, δεν μπορούμε να θεωρήσουμε την κατ` αναλογία διανομή εισοδήματος στους επενδυτές σαν δεδομένη για όλους τους εμπλεκόμενους. Αντίθετα, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων και γενικά όσοι έχουν καλύτερη πρόσβαση στις εσωτερικές διαδικασίες (insiders) ενδεχομένως να επιτύχουν καλύτερη αντιμετώπιση από τους επενδυτές – μετόχους που ανήκουν στο ευρύ κοινό.

Το κόστος αντιπροσώπευσης μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω άσκησης ελέγχου από τους μετόχους – μικρομετόχους προς τους διαφόρων μορφών insiders. Ο έλεγχος των insiders είναι ευνόητο πως εμπεριέχει κάποιο κόστος που μπορεί να εκμηδενίζει το πιθανό κέρδος από την εφαρμογή του. Σε αγορές – χώρες όπου η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων είναι πολυμετοχική και οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις κεφαλαιαγορές ως κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων ο έλεγχος των διοικήσεων από τους επενδυτές είναι πιο άμεσος και αποτελεσματικός. Μπορεί να ασκηθεί είτε μέσω συνεργασίας ομάδων μικρομετόχων που συνεργάζονται για να ξεπεράσουν το κόστος ελέγχου είτε μέσω του παραδοσιακού ελέγχου που ασκούν οι ανεξάρτητοι φορείς

(ελεγκτικές εταιρείες, επενδυτικές τράπεζες, εταιρείες αξιολόγησης κλπ). Η πλειοψηφία των συγκεκριμένων φορέων μπορούν να θεωρηθούν ως φορείς υψηλού βαθμού αξιοπιστίας, μια και ένα από τα σημαντικότερα κομμάτια του Ενεργητικού τους αποτελεί η φήμη αμεροληψίας, κάνοντας οποιοσδήποτε προσπάθειες δωροδοκίας για αλλοίωση των αποτελεσμάτων του ελέγχου εξαιρετικά δύσκολές. Δεν ισχυριζόμαστε πως δεν έχουν υπάρξει περιπτώσεις μη αποτελεσματικού ελέγχου στο παρελθόν (πρόσφατο παράδειγμα αυτό της εταιρείας Enron) όμως δεν πρέπει να ξεχνάμε πως με την αποκάλυψη της απάτης τα αποτελέσματα συνήθως υπήρξαν ολέθρια για όλους (ο ελεγκτικός οίκος Arthur Andersen ουσιαστικά κατέρρευσε εν μία νυκτί λόγω του σκανδάλου της Enron). Τέλος, στις περιπτώσεις που βασική πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι η κεφαλαιαγορά, οι ίδιοι οι insiders των επιχειρήσεων φροντίζουν να διατηρούν ένα υψηλό προφίλ προστασίας των επενδυτών. μια και η παρακολούθηση από τις αγορές είναι συνεχής και οι λάθος κινήσεις συνήθως τιμωρούνται (πτώση της τιμής της μετοχής).

Σε αγορές σαν την Ελλάδα, οι μικρομέτοχοι έχουν περιορισμένη δυνατότητα ελέγχου απέναντι στους μεγαλομετόχους. Το κόστος ελέγχου είναι πολύ δύσκολο να ξεπεραστεί ακόμα και από συνεργασίες μικρομετόχων οπότε κύρια πηγή πληροφόρησης αποτελούν οι διάφοροι ανεξάρτητοι ελεγκτικοί μηχανισμοί που διατηρούν και εδώ υψηλό βαθμό αμεροληψίας. Ένας έμμεσος τρόπος ελέγχου (που έχει εφαρμογή ακόμα και στις περιπτώσεις αγορών σαν των ΗΠΑ) μπορεί να ασκηθεί μέσω της χρησιμοποίησης δανεισμού (είτε μέσω της έκδοσης ομολογιών είτε μέσω Τραπεζικού δανεισμού) για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων και αναγκών των επιχειρήσεων (Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2 pg 323 –329). Σε αυτή την περίπτωση, ο έλεγχος προς τις διοικήσεις ασκείται είτε μέσω των συνεργαζόμενων Τραπεζών (πολύ κοινό και διαδεδομένο για την Ελληνική πραγματικότητα) είτε μέσω των ομολογιούχων. Η χρησιμοποίηση κάποιου ασφαλούς ορίου Τραπεζικού δανεισμού δημιουργεί στην επιχείρηση την υποχρέωση αποτελεσματικής διαχείρισης των διαθέσιμων της προκειμένου να καλύψει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές της. Ο δανεισμός βέβαια θα πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή και αφού λαμβάνονται υπόψη οι

εξής παράγοντες: i) το κόστος του να μην ξεπερνά το κόστος χρηματοδότησης από τις αγορές κεφαλαίου, ii) οι επενδύσεις να έχουν την προοπτική πραγματικής αύξησης της αξίας της επιχείρησης. Σε αντίθετη περίπτωση, η ικανότητα αποπληρωμής του χρέους τίθεται σε αμφισβήτηση, με αποτέλεσμα να αυξάνει το κόστος δανεισμού και ο συνεπακόλουθος κίνδυνος λήψης ραγδαίων μέτρων από τους δανειστές όπως πχ. δικαστικά μέτρα κατάσχεσης περιουσιακών στοιχείων ή ακόμα και κήρυξη πτώχευσης. Σε κάθε περίπτωση, αν και η σωστή χρήση δανεισμού είναι επιθυμητή, ο έλεγχος των insiders μέσω αυτού αποτελεί πάντα έναν έμμεσο τρόπο για τους επενδυτές – μετόχους.

1.5 Αναγκαιότητα σταθερότητας στην μερισματική πολιτική

Σαν ένα πρώτο συμπέρασμα από την προηγούμενη υποενότητα μπορούμε να αναφέρουμε πως διακρίνουμε μια «αναγκαιότητα» για σταθερότητα στην μερισματική πολιτική από την πλευρά των οικονομικών μονάδων. Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων μεταβάλλονται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία. Με τον ίδιο τρόπο μεταβάλλονται και οι ευκαιρίες επένδυσης σε κερδοφόρα προγράμματα. Εάν εξετάσουμε την μερισματική πολιτική με βάση μονάχα τους ανωτέρω παράγοντες, μια επιχείρηση θα έπρεπε να αυξάνει το μέρισμά της όταν αυξάνουν τα κέρδη της και οι ταμειακές ροές της και αντίστοιχα να το μειώνει σε περιπτώσεις μείωσης κερδών και ταμειακών ροών.

Στην πραγματικότητα όμως η απόφαση για την διανομή μερίσματος ξεπερνά την καθαρά «τεχνική» πλευρά του ζητήματος. Πολλές φορές, οι μέτοχοι των εταιρειών στηρίζονται στα μερίσματα που λαμβάνουν για να καλύψουν ένα μέρος των αναγκών τους. Επομένως, μια ασταθής μερισματική πολιτική μπορεί να μην είναι επιθυμητή από την πλευρά αυτών των μετόχων, μια και δεν τους επιτρέπει να προχωρήσουν σε ακριβή προγραμματισμό των αναγκών τους. Ακόμα και εάν μιλάμε για μετόχους που στηρίζονται κυρίως στα κεφαλαιακά κέρδη, δεν πρέπει να ξεχνάμε το signal effect της μερισματικής πολιτικής. Μια ανακοίνωση μείωσης (αύξησης) μερίσματος μπορεί να εκληφθεί από τους επενδυτές σαν προάγγελος μείωσης (αύξησης) των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης και να προκαλέσει μείωση (αύξηση)

της τιμής της μετοχής. Προκειμένου λοιπόν μια επιχείρηση να πετύχει αύξηση της τιμής της μετοχής της, πρέπει να εξισορροπήσει τις εσωτερικές ανάγκες της για κεφάλαια με τις ανάγκες και τις επιθυμίες των μετόχων της.

Η πολυπλοκότητα και η αλληλεπίδραση των παραγόντων που καθορίζουν την μερισματική πολιτική δεν επιτρέπουν να δοθεί ένας σαφής τρόπος εξισορρόπησης των συμφερόντων των μετόχων και των επιχειρήσεων. Μπορούμε μόνο να πούμε πως οι ακόλουθοι παράγοντες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη:

α) Το σύνολο των επιχειρήσεων συντάσσει ταμειακούς προγραμματισμούς και προβλέψεις των κερδών τους, των ταμειακών ροών τους και των μερισμάτων τους για περιόδους που συνήθως κυμαίνονται από τρία έως πέντε χρόνια στο μέλλον. Σε κάποιες περιπτώσεις μάλιστα, ο ταμειακός προγραμματισμός μπορεί να φτάσει ακόμα και την δεκαετία, αν και λόγω της αυξανόμενης πολυπλοκότητας της οικονομικής πραγματικότητας τόσο μακροπρόθεσμες προβλέψεις αποφεύγονται. Παρόμοιες προβλέψεις για τις επιχειρήσεις γίνονται και από αναλυτές εταιρειών – μετοχών σε ολόκληρο τον κόσμο (οι οποίες είναι διαθέσιμες και στο ευρύ επενδυτικό κοινό) καθώς επίσης και από επενδυτικές τράπεζες, πιστωτές κλπ. Αν και για κάθε επιχείρηση οι προοπτικές είναι διαφορετικές, η πλειοψηφία των ταμειακών προγραμματισμών υποθέτει – αναμένει ανάπτυξη (grow) τουλάχιστον σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ανάπτυξη αυτή μπορεί να είναι δυναμική εάν πρόκειται για επιχειρήσεις που ανήκουν σε ταχύτατα αναπτυσσόμενους κλάδους που βρίσκονται ακόμα στην φάση ανάπτυξης της οικονομικής τους ζωής ή πιο συγκρατημένη εάν πρόκειται για επιχειρήσεις που ανήκουν σε κλάδους που βρίσκονται πια σε φάση ωρίμανσης.

β) Η ύπαρξη του πληθωρισμού μας οδηγεί στο να ορίσουμε την σταθερή μερισματική πολιτική σαν αύξηση του μερίσματος με ένα σταθερό ποσοστό, ανάλογα και με τις ιδιαίτερες συνθήκες που αφορούν κάθε επιχείρηση ξεχωριστά.

γ) Οι περισσότεροι αναλυτές και ακαδημαϊκοί θεωρούν πως η πλειοψηφία των επενδυτών επιθυμεί σταθερή μερισματική πολιτική.

Από την πλευρά των μετόχων, η σταθερή μερισματική πολιτική εμπεριέχει δύο χαρακτηριστικά: i) αξιόπιστη πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων, ii) εξασφάλιση μερίσματος που δεν θα είναι μικρότερο από

το τελευταίο μέρισμα που εισπράχθηκε. Είναι ευνόητο πως όταν έχουμε κέρδη και ταμειακές ροές ευμετάβλητες οι μέτοχοι δεν μπορούν να προχωρήσουν ούτε σε ασφαλή πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων ούτε μπορούν να εξασφαλίσουν πως το επόμενο μέρισμα δεν θα είναι μικρότερο από το τελευταίο που εισέπραξαν.

1.6 Καθορισμός του ποσοστού διανομής κερδών

Το βασικό πρακτικό πρόβλημα της μερισματικής πολιτικής είναι το ποσοστό διανομής κερδών. Στον καθορισμό αυτού του ποσοστού, η διοίκηση μιας επιχείρησης θα πρέπει πάντα να λαμβάνει υπόψη της δύο σημεία:

α) βασικός σκοπός των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων (θεμελιώδης τελικά αυτή η αρχή της χρηματοοικονομικής)

β) τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης έχουν σαν πραγματικούς ιδιοκτήτες τους μετόχους, άρα και οι ταμειακές ροές και τα κέρδη που δημιουργούνται από την ορθολογική διαχείρισή τους ανήκουν στους μετόχους. Άρα, τα παρακρατηθέντα κέρδη δεν θα πρέπει να ξεπερνούν τα απολύτως απαραίτητα για την χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων που προσθέτουν πραγματική αξία στην επιχείρηση και κατ' επέκταση στους μετόχους. Και ως τέτοια επενδυτικά σχέδια νοούνται εκείνα τα οποία όχι μόνο έχουν θετική παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών τους, αλλά και εκείνα που έχουν απόδοση υψηλότερη από την απόδοση που θα μπορούσαν να αποκομίσουν οι μέτοχοι επενδύοντας από μόνοι τους τους διαθέσιμους πόρους σε εναλλακτικές επενδύσεις παρόμοιου κινδύνου.

Ο καθορισμός μερισματικής πολιτικής δεν είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις όλων των κλάδων της οικονομίας. Επιχειρήσεις που ανήκουν σε νέους κλάδους της οικονομίας και με σημαντικές προοπτικές εξέλιξης έχουν να αντιμετωπίσουν χαμηλή πολλές φορές κερδοφορία (ειδικά στα πρώτα στάδια ίδρυσης και εγκατάστασης), μικρά ταμειακά πλεονάσματα (που δεν αποκλείεται να είναι και ελλείμματα) και πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών με αποτέλεσμα να παρακρατούν το σημαντικότερο (και σε αρκετές περιπτώσεις ολόκληρο) κομμάτι των κερδών τους ώστε να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν τις αναγκαίες επενδύσεις. Την τελευταία δεκαετία δυναμικά αναπτυσσόμενοι κλάδοι με επιχειρήσεις που συγκέντρωναν τα παραπάνω

χαρακτηριστικά μπορούμε να πούμε πως ήταν οι κλάδοι της κινητής τηλεφωνίας, της παραγωγής λογισμικού υπολογιστών και της παροχής υπηρεσιών internet. Αυτού του είδους οι επιχειρήσεις προσελκύουν επενδυτές που επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στα κεφαλαιακά κέρδη.

Αντίθετη είναι η συμπεριφορά επιχειρήσεων που ανήκουν σε ώριμους κλάδους της οικονομίας, με καταξιωμένη θέση στην αγορά, με δυνατή κερδοφορία και ταμειακά πλεονάσματα και με λίγες έως ανύπαρκτες διαθέσιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Η μερισματική απόδοση των συγκεκριμένων μετοχών είναι συνήθως υψηλή και προσελκύουν επενδυτές που επικεντρώνονται στην μερισματική απόδοση. Κλάδοι της οικονομίας με επιχειρήσεις που συγκεντρώνουν τα ανωτέρω χαρακτηριστικά είναι μεταξύ άλλων ο τραπεζικός κλάδος, ο κλάδος τροφίμων, ο κλάδος των καπνοβιομηχανιών κλπ.

Όπως λοιπόν είπαμε παραπάνω, σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής παίζουν οι προτιμήσεις των επενδυτών μεταξύ κεφαλαιακών κερδών και μερισματικής απόδοσης. Σε αρχικό στάδιο, ο προσδιορισμός του βέλτιστου ποσοστού διανομής κερδών (payout ratio) συμπυκνώνει την εξέταση τριών παραγόντων, που έχει επικρατήσει να ονομάζονται residual dividend policy (υπολειμματική μερισματική πολιτική):

α) Εξέταση των διαθέσιμων επενδυτικών ευκαιριών. Με βάση αυτές και σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες ανάγκες τις, μια επιχείρηση προχωρά στην σύνταξη του βέλτιστου ταμειακού προγραμματισμού.

β) Προσδιορισμός επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η κάθε επιχείρηση πρέπει να προσδιορίσει την αναλογία ξένων προς ίδιων κεφαλαίων έτσι ώστε να μεγιστοποιείται η απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων της (ROE – Return on Equity). Με βάση λοιπόν την καθορισμένη αναλογία ίδια προς ξένα, η επιχείρηση προσδιορίζει το ύψος ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή το ποσοστό παρακράτησης κερδών ή / και το συνολικό νέο μετοχικό κεφάλαιο που πρέπει να εκδώσει) που χρειάζεται για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της.

γ) Προσδιορισμός των δυνατοτήτων της επιχείρησης να καταφύγει σε εξωτερικό δανεισμό με ευνοϊκούς γι' αυτήν όρους.

Στον βαθμό λοιπόν που η επιχείρηση έχει καθορίσει τα ανωτέρω και διαπιστώνει ύπαρξη κερδών και ταμειακών διαθέσιμων μεγαλύτερη από τις

ανάγκες για την ικανοποίηση του ταμειακού της προγραμματισμού προχωρά στην διανομή μερίσματος. Εάν μια επιχείρηση ακολουθήσει αυστηρά την συγκεκριμένη τακτική, τα μερίσματα που θα διανείμει μπορούν να εκφραστούν από την ακόλουθη απλή εξίσωση:

Μερίσματα = Καθαρά Κέρδη – Παρακρατηθέντα κέρδη προς χρηματοδότηση επενδύσεων = Καθαρά Κέρδη – (Ίδια / Ξένα) Χ (Συνολικές Ανάγκες Χρηματοδότησης)

Ο προσδιορισμός της μερισματικής πολιτικής με βάση το residual dividend model παρέχει ένα καλό θεωρητικό πλαίσιο και αντίστοιχα πρακτικό πεδίο δράσης. Όμως, πρέπει να χρησιμοποιείται περισσότερο σαν οδηγός παρά σαν ένας κανονισμός τον οποίο οι επιχειρήσεις πρέπει να ακολουθούν πιστά και κάθε χρονιά. Ο λόγος είναι απλός: οι επενδυτικές ευκαιρίες από έτος σε έτος διαφέρουν με τον τρόπο που μεταβάλλονται και οι συνθήκες στην οικονομία. Αυστηρή τήρηση του residual dividend model θα οδηγούσε σε μια ασταθή μερισματική πολιτική, ανάλογα με τις υπάρχουσες σε κάθε έτος επενδυτικές ευκαιρίες. Όπως όμως τονίσαμε στην προηγούμενη ενότητα, η ασταθής μερισματική πολιτική είναι ανεπιθύμητη από την πλευρά των μετόχων, είτε πρόκειται για μετόχους που επικεντρώνονται στην διανομή μερίσματος είτε πρόκειται για μετόχους που επικεντρώνονται στα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, το residual dividend model στην πράξη θα πρέπει να τροποποιείται. Αρχικά, κάποια επιχείρηση πρέπει να προχωρούν σε εκτίμηση των κερδών, ταμειακών ροών και διαθέσιμων επενδυτικών ευκαιριών για ένα εύλογο χρονικό διάστημα στο μέλλον (τρία έως πέντε χρόνια). Βάση των εκτιμήσεων της, οι οποίες θα πρέπει να στηρίζονται σε πολλά εναλλακτικά σενάρια ώστε να καλύπτουν όσο το δυνατό περισσότερο τις πιθανές εξελίξεις στην οικονομία, η επιχείρηση προσδιορίζει ένα μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών το οποίο και προσπαθεί να τηρήσει για την επιθυμητή περίοδο.

Ο τρόπος σύνταξης ταμειακού προγραμματισμού ξεφεύγει από τα όρια της παρούσας εργασίας. Πάντως, συνοπτικά μπορούμε να αναφέρουμε πως στηρίζεται σε ιστορικά στοιχεία τόσο της κάθε επιχείρησης ξεχωριστά όσο και της οικονομίας γενικότερα και περιλαμβάνει εκτιμήσεις για το σύνολο των

παραμέτρων που καθορίζουν την λειτουργία μιας επιχείρησης πχ. πορεία πωλήσεων, κερδών, ταμειακών ροών, προσδιορισμός δανειακών αναγκών κλπ. Για την σύνταξη των ταμειακών προγραμματισμών χρησιμοποιείται εξειδικευμένο λογισμικό που έχει αναπτυχθεί από πολλές διάφορες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Το μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών πρέπει να καθορίζεται για κάθε επιχείρηση ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες του κλάδου λειτουργίας της. Μια επιχείρηση τροφίμων (αμυντικός κλάδος, η επίδοση των εταιρειών τροφίμων συνήθως δεν επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες) μπορεί να θέσει ένα υψηλό μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών μια και μπορεί αφενός να προβλέψει με σχετικά μεγάλη ασφάλεια την μεταβολή των μεγεθών της και αφετέρου δεν αναμένει να αντιμετωπίσει πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών – προκλήσεων στο μέλλον. Αντίθετα, μια τσιμεντοβιομηχανία (κλάδος του οποίου η απόδοση επηρεάζεται αρκετά από τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία, εάν δηλαδή βρισκόμαστε σε φάση υψηλής κατασκευαστικής δραστηριότητας ή εάν υπάρχει αντίστοιχα ύφεση στην εκτέλεση κατασκευών) ενδεχομένως να θέσει ένα κατώτερο μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών ώστε να υπάρχουν ταμειακά διαθέσιμα για ενδεχόμενες επενδύσεις (πχ. έκτακτες επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό). Οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε παρόμοιες κυκλικές βιομηχανίες μπορούν να διαθέτουν έκτακτο μείρισμα (συμπληρωματικό του ανακοινωθέντος επιθυμητού ποσοστού διανομής) σε περίπτωση ύπαρξης ταμειακών πλεονασμάτων και έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών. Με αυτή την τακτική, οι επενδυτές μένουν ικανοποιημένοι απολαμβάνοντας ένα σταθερό μείρισμα, κατανοούν πως τα τυχόν έκτακτα μερίσματα είναι αποτέλεσμα ευνοϊκών συγκυριών και δεν λαμβάνουν λανθασμένα μηνύματα από μείωση του μερίσματος που θα προέκυπτε εάν είχε ανακοινωθεί ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής ανώτερο από το ελάχιστο.

Τέλος, σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του μέσου επιθυμητού ποσοστού διανομής μπορεί να παίξουν διάφοροι ειδικοί περιορισμοί για κάθε επιχείρηση. Ενδεικτικά αναφέρουμε την περίπτωση ύπαρξης προνομιούχων μετόχων που προηγούνται στην διανομή μερίσματος ή τυχόν ειδικούς όρους που συμπεριλαμβάνονται σε μακροπρόθεσμες συμφωνίες δανειακής χρηματοδότησης και αφορούν παρακράτηση μερισμάτων προς ενδυνάμωση

της ταμειακής θέσης της επιχείρησης και συνεπακόλουθη εξασφάλιση της αποπληρωμής αυτών.

ΕΝΟΤΗΤΑ 2: ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ

2.1 Περί Καταστάσεων Ταμειακών Ροών Γενικότερα

Στο σημείο αυτό θα προχωρήσουμε σε μια περιγραφή των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών (Cash Flow Statements). Η ανάλυσή μας θα περιλαμβάνει περιγραφή των ειδών Καταστάσεων Ταμειακών Ροών, τρόπους κατασκευής τους και χρησιμότητα αυτών.

Το εργαλείο που ονομάζεται Κατάσταση Ταμειακών Ροών είναι μια σχετικά νέα δημιουργία στον χώρο της χρηματοοικονομικής διοικητικής. Στις ΗΠΑ θεσμοθετήθηκε επίσημα τον Νοέμβρη του 1987 με την Απόφαση Νο. 95 του Financial Accounting Standards Board. Στην Ελλάδα η θεσμοθέτηση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών σαν μέσο πληροφόρησης θεσμοθετήθηκε ακόμα αργότερα, και πιο συγκεκριμένα το 2000 με την Απόφαση 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (και όπως αυτή δημοσιεύθηκε στις 6 Δεκεμβρίου 2000 στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως Αρ. Φύλλου 1487). Στην Ελλάδα, η απόφαση δημοσίευσης Καταστάσεων Ταμειακών Ροών αφορά μονάχα τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες σε αντίθεση με τις ΗΠΑ που η απόφαση αφορά το σύνολο των εταιρειών που είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν περιοδικές λογιστικές καταστάσεις.

Βασικός σκοπός της Κατάστασης Ταμειακών Ροών είναι η παροχή πληροφόρησης σχετικά με τις ταμειακές εισπράξεις (εισροές) και τις ταμειακές πληρωμές (εκροές) μιας επιχείρησης κατά την διάρκεια μιας λογιστικής χρήσεως και την επίδραση αυτών στα ταμειακά διαθέσιμα αλλά και στα ταμειακά ισοδύναμα (βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις, εύκολα ρευστοποιήσιμες που παρουσιάζουν μικρό κίνδυνο μείωσης της αξίας τους από μεταβολή των επιτοκίων όπως πχ. Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, γeros κλπ). Αποτελεί μία από τις τέσσερις βασικές λογιστικές καταστάσεις. Οι άλλες τρεις είναι ο Ισολογισμός, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως και το Προσάρτημα. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 (οπότε και θεσμοθετήθηκαν) παρατηρείται μια έντονη στροφή και αναφορά προς τις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών ως ενδεικτικές της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης.

Η Κατάσταση Ταμειακής Ροής κατασκευάζεται χρησιμοποιώντας τους Ισολογισμούς δύο διαδοχικών χρήσεων και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως της τελευταίας χρήσεως. Μια από τις σημαντικότερες συνεισφορές της στην χρηματοοικονομική ανάλυση είναι η ικανότητά της να εξαλείφει τα μειονεκτήματα του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Ο Ισολογισμός απεικονίζει την χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη ημερομηνία του χρόνου (τις περισσότερες φορές στις 31/12 με την εξαίρεση κάποιων επιχειρήσεων που κλείνουν Ισολογισμό στις 30/06). Ως εκ τούτου, ο Ισολογισμός αποτελεί μια «στατική» έκθεση που αδυνατεί να απεικονίσει την δυναμική εξέλιξη της επιχείρησης μέσα στην χρήση.

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως από την μεριά της, αν και αναφέρεται σε ολόκληρη την λογιστική χρήση (ξεπερνώντας έτσι το πρόβλημα της στατικότητας των Ισολογισμών) δεν επαρκεί για να παρουσιάσει την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί και να χειρίζεται με αποτελεσματικότητα τα κεφάλαιά της. Για την κατασκευή της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως πολλές φορές υιοθετούνται μια σειρά από υποθέσεις (σχετικές με την αναγνώριση εσόδων, την καταγραφή εξόδων, τον υπολογισμό των αποσβέσεων κλπ) ενώ η καταγραφή των εσόδων και των εξόδων πολλές φορές παρουσιάζεται σε δεδουλευμένη βάση (accrual basis). Όλα τα ανωτέρω μπορεί σε κάποιο βαθμό να αλλοιώσουν την πραγματική εικόνα της κερδοφορίας της επιχείρησης (παρά τις προσπάθειες της νομοθεσίας μέσω της επιβολής γενικών κανόνων εφαρμογής οι οποίοι είναι δύσκολο να καλύπτουν με επάρκεια το σύνολο των διαφορετικών περιπτώσεων επιχειρηματικής δράσης). Τέλος, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως δεν απεικονίζει ορισμένες σημαντικές μεταβολές στην συνολική χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης όπως μεταβολές στα παρακρατηθέντα κέρδη (retained earnings), αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κλπ. που όμως μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στην συνολική ρευστότητα μιας επιχείρησης.

Οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών έρχονται να καλύψουν τα προαναφερθέντα μειονεκτήματα του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως και να προσφέρουν έναν πιο αντικειμενικό τρόπο απεικόνισης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Αυτό

οφείλεται στην ιδέα που βασίζονται οι ταμειακές ροές: είναι οι ταμειακές εισροές (cash inflows) μείον τις ταμειακές εκροές (cash outflows) ή αλλιώς τα χρήματα που «μπήκαν» στην επιχείρηση μείον τα χρήματα που «βγήκαν» από την επιχείρηση.

Οι εισροές και εκροές μιας επιχείρησης κατά την διάρκεια μιας περιόδου (λογιστικής χρήσεως) διακρίνονται στις ακόλουθες τρεις κατηγορίες:

α) Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες (Cash Flows from Operating Activities). Περιλαμβάνονται όλα εκείνα τα στοιχεία που προσδιορίζουν το Αποτέλεσμα Χρήσης (Net Income) και συνδέονται με το κυρίως αντικείμενο δράσης της επιχείρησης (λειτουργική της δραστηριότητα). Επίσης συμπεριλαμβάνονται όλες εκείνες οι ταμειακές ροές που δεν μπορούν να χαρακτηριστούν σαν επενδυτικής ή χρηματοοικονομικής φύσεως. Ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν οι πωλήσεις τοις μετρητοίς, οι εισπράξεις από πωλήσεις επί πιστώσει, οι εισπράξεις μερισμάτων από συμμετοχές, οι πιστωτικοί τόκοι κλπ. Ταμειακές εκροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν οι πληρωμές μισθών, υπηρεσιών και αγαθών – προμηθευτών, οι πληρωμές φόρων, οι εργοδοτικές εισφορές κλπ.

β) Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (Cash Flows from Investing Activities). Περιλαμβάνουν τις συναλλαγές που συνδέονται με την απόκτηση ή την πώληση μακροχρόνιων στοιχείων ενεργητικού. Ενσωματώνονται η αγορά ή η πώληση πάγιου ενεργητικού (κτίρια, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα κλπ.), συμμετοχών σε άλλες επιχειρήσεις, άυλων στοιχείων ενεργητικού (φήμη και πελατεία, έξοδα εγκαταστάσεως, έξοδα ερευνών και ανάπτυξης κλπ). Ταμειακές εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες αποτελούν οι πωλήσεις παγίων στοιχείων και συμμετοχών, η είσπραξη δανείων της επιχείρησης σε τρίτους κλπ. Ταμειακές εκροές αντίστοιχα αποτελούν οι αγορές παγίων στοιχείων και συμμετοχών, οι χορηγήσεις δανείων σε τρίτους κλπ.

γ) Ταμειακές Ροές από Χρηματοοικονομικές Δραστηριότητες (Cash Flows from Financing Activities). Αφορούν δραστηριότητες σχετικές με την επιχείρηση και τους ιδιοκτήτες της ή τους δανειστές της. Ταμειακές εισροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες αποτελούν η έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών, η έκδοση ομολογιών και η σύναψη βραχυπρόθεσμου ή και μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού. Ταμειακές

εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες αποτελούν αντίστοιχα η καταβολή μερισμάτων, η αποπληρωμή δανεισμού και η εξαγορά μετοχών ή ομολογιών της ίδιας της επιχείρησης.

Η κατάρτιση της Καταστάσεως Ταμειακών Ροών περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των τριών ανωτέρω κατηγοριών ταμειακών ροών και τον τελικό συνδυασμό αυτών. Ως εκ τούτου, μια γενικευμένη μορφή της Κατάστασης Ταμειακών Ροών είναι η ακόλουθη:

Καθαρές Ταμειακές Ροές (εισροές μείον εκροές)

- | | |
|---|-----|
| - από λειτουργικές δραστηριότητες | XXX |
| - από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες | XXX |
| - από επενδυτικές δραστηριότητες | XXX |

Καθαρή αύξηση (μείωση) Μετρητών **XXX**

Αρχικό Υπόλοιπο Μετρητών XXX

Τελικό Υπόλοιπο Μετρητών **XXX**

Το σύνολο των πληροφοριών για την κατάρτιση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών βρίσκεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως και στους Ισολογισμούς δύο διαδοχικών χρήσεων. Όσον αφορά τον υπολογισμό των Ταμειακών Ροών, διακρίνουμε τους εξής δύο κύριους τρόπους (και ανάλογα με την διαθεσιμότητα των στοιχείων που απαιτούνται για τους υπολογισμούς): ο άμεσος (direct) τρόπος και ο έμμεσος (indirect) τρόπος. Η κύρια διαφορά των δύο μεθόδων είναι ο τρόπος προσδιορισμού των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

Για τον υπολογισμό των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών σύμφωνα με τον άμεσο τρόπο είναι αναγκαίο να γίνουν διάφορες προσαρμογές στα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως ώστε να μετατραπούν από δεδουλευμένη βάση (accrual basis) σε βάση μετρητών (cash basis). Για την πραγματοποίηση αυτών των προσαρμογών είναι απαραίτητες πληροφορίες οι οποίες πολλές φορές δεν εμφανίζονται στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, ο εκάστοτε αναλυτής θα πρέπει να εξάγει τις πληροφορίες μέσα από τις σχέσεις των στοιχείων του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Οι συσχετίσεις όμως αυτές είναι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων δύσκολο να

διασαφηνιστούν χωρίς την παροχή επιπρόσθετης πληροφόρησης από την μεριά των επιχειρήσεων. Το τελευταίο μπορεί να αποδειχθεί σημαντικό εμπόδιο για τον αναλυτή και αποτελεί το κυριότερο μειονέκτημα της άμεσης μεθόδου υπολογισμού των ταμειακών ροών.

Ο έμμεσος τρόπος δεν απαιτεί την ξεχωριστή μετατροπή κάθε στοιχείου της Καταστάσεως Αποτελεσμάτων Χρήσεως αλλά παραθέτει όλες εκείνες τις προσαρμογές τις απαραίτητες για την μετατροπή του Καθαρού Εισοδήματος (Net Income) σε ταμειακές ροές (εισροή ή εκροή μετρητών) από λειτουργικές δραστηριότητες. Οι προσαρμογές αφορούν την εξέταση της μεταβολής των στοιχείων του Ισολογισμού από το τέλος της προηγούμενης χρήσεως στο τέλος της εξεταζόμενης κάθε φοράς χρήσεως. Η συγκεκριμένη μέθοδος προκύπτει από μετασχηματισμό της βασικής λογιστικής αρχής (παρουσιάζεται στο Παράρτημα 1).

Ο έμμεσος τρόπος δεν παρέχει τον ίδιο βαθμό πληροφόρησης με τον άμεσο, είναι όμως πιο εύκολο να κατασκευαστεί από τον αναλυτή. Τελικά και οι δύο τρόποι υπολογισμού των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες οδηγούν στο ίδιο αποτέλεσμα. Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ χρησιμοποιούν τον έμμεσο τρόπο υπολογισμού ταμειακών ροών ακριβώς επειδή είναι πιο εύκολος στην κατασκευή του. Σε έρευνα που διεξήχθη το 1997 σε σύνολο 600 επιχειρήσεων, οι 590 χρησιμοποιούσαν τον έμμεσο τρόπο προσδιορισμού των Ταμειακών Ροών και μόλις οι 10 χρησιμοποιούσαν τον άμεσο τρόπο.

Οι καταστάσεις ταμειακών ροών χρησιμοποιούνται τόσο από εσωτερικούς χρήστες (διοίκηση μιας επιχείρησης) όσο και από εξωτερικούς (επενδυτές και πιστωτές της επιχείρησης). Η διοίκηση μιας οικονομικής μονάδας χρησιμοποιεί τις συγκεκριμένες καταστάσεις προκειμένου να προσδιορίσει την χρηματοοικονομική της θέση (ρευστότητα), να καθορίσει την μερισματική της πολιτική, να αξιολογήσει επενδυτικά σχέδια, να αποφασίσει εάν θα προσφύγει σε Τραπεζικό δανεισμό κλπ.. Αντίστοιχα, οι επενδυτές και οι πιστωτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις συγκεκριμένες καταστάσεις προκειμένου να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται τα ταμειακά της διαθέσιμα, να δημιουργεί ταμειακά πλεονάσματα, να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της προς τρίτους και προς τους μετόχους κλπ. Γενικότερα, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών και σε συνδυασμό με τις

υπόλοιπες λογιστικές καταστάσεις μπορεί να δώσει χρήσιμες πληροφορίες ή / και να απαντήσει ερωτήματα σχετικά με τα ακόλουθα:

1. Επεξηγούν τις ταμειακές ροές (εισροές και εκροές) μιας επιχείρησης προσδιορίζοντας το είδος των οικονομικών συναλλαγών (λειτουργικές, επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές) από τις οποίες προέρχονται παρέχοντας υψηλό βαθμό πληροφόρησης σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της με ίδια ταμειακά κεφάλαια, να πληρώνει μέρισμα στους μετόχους της, να εξοφλεί τις τραπεζικές της υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες). Κατ' επέκταση, μπορούν να προσδιορίσουν τις ανάγκες της επιχείρησης για τραπεζικό δανεισμό.

2. Προσδιορίζουν ιστορικά την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί θετικά καθαρά ταμειακά πλεονάσματα παρέχοντας σημαντική βοήθεια για την ανάπτυξη υποθέσεων στην σύνταξη προϋπολογισμών είτε για μελλοντικές ταμειακές ανάγκες είτε για αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων.

3. Ξεπερνούν σε μεγάλο βαθμό τις διάφορες λογιστικές υποθέσεις που χρησιμοποιούνται για την σύνταξη της Καταστάσεως Αποτελεσμάτων Χρήσεως και δίνουν μια πιο σαφή εικόνα για την ποιότητα των κερδών μιας επιχείρησης αντιπαραθέτοντας την κερδοφορία της επιχείρησης με την πραγματική της ικανότητα να δημιουργεί και να διαχειρίζεται σωστά τα ταμειακά της πλεονάσματα. Υπάρχει πλήθος παραδειγμάτων επιχειρήσεων οι οποίες αν και εμφάνιζαν κερδοφόρα αποτελέσματα οδηγήθηκαν τελικά σε πτώχευση. Τα λογιστικά κέρδη δεν εμφανίζουν επαρκώς τις ταμειακές εισροές και εκροές μιας επιχείρησης οι οποίες σε κάποιες περιπτώσεις μπορούν να αποβούν μοιραίες (πχ. απότομη αύξηση τραπεζικού δανεισμού και λανθασμένη επένδυση των κεφαλαίων).

4. Προσδιορίζουν την επίδραση των διάφορων επιχειρηματικών και επενδυτικών αποφάσεων μιας περιόδου στην τελική μεταβολή στα ταμειακά διαθέσιμα μιας επιχείρησης. Με αυτό τον τρόπο μπορούν να αποτελέσουν επιπλέον κριτήριο αξιολόγησης για τις διάφορες επιχειρηματικές – επενδυτικές αποφάσεις της διοίκησης μιας επιχείρησης.

Από τα ανωτέρω συμπεραίνουμε πως οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών προσφέρουν υψηλό βαθμό πληροφόρησης και αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της σύγχρονης χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Εν

τούτοις, δεν παύουν να εμφανίζουν μερικές αδυναμίες που πηγάζουν κυρίως από τον τρόπο παρουσίασης και καταρτίσεώς τους. Αν και η εμφάνιση των μεταβολών των στοιχείων του Ισολογισμού ξεπερνά το πρόβλημα της στατικότητάς τους και παρουσιάζει μια ένδειξη για τις πηγές και τις χρήσεις των ταμειακών ροών, δεν μπορούν να οδηγήσουν σε απευθείας συμπεράσματα για την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί και να χρησιμοποιεί ταμειακά διαθέσιμα με πραγματικά αποδοτικό τρόπο. Αναφέρουμε παρακάτω κάποια ενδεικτικά προβλήματα ανάλυσης και για τις τρεις κατηγορίες ταμειακών ροών.

Ξεκινώντας από τις λειτουργικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, μια αύξηση ενός στοιχείου του Ενεργητικού, πχ. αύξηση των Απαιτήσεων από Πελάτες δημιουργεί εκ πρώτης όψεως εκροή και χειροτέρευση της ρευστότητάς της. Μπορεί όμως να αποτελεί στρατηγική κίνηση της διοίκησης για αύξηση του μεριδίου αγοράς μέσω της παροχής πιο χαλαρών πιστωτικών όρων προς τους πελάτες. Η επιτυχία μιας τέτοιας στρατηγικής μπορεί να οδηγήσει τελικά σε μελλοντική βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης. Αντίστοιχα ασαφή συμπεράσματα μπορεί να έχουμε και στην περίπτωση εξέτασης μεταβολών στοιχείων του Παθητικού. Μια αύξηση για παράδειγμα των Υποχρεώσεων προς Προμηθευτές, αν και δημιουργεί ταμειακή εισροή στην επιχείρηση, εν τούτοις δεν είναι άμεσα ξεκάθαρο εάν πρόκειται για επιτυχία της διοίκησης να πετύχει καλύτερους πιστωτικούς όρους από τους συνεργάτες της ή εάν είναι το αρχικό σημάδι ενός μελλοντικού προβλήματος ρευστότητας.

Όσον αφορά τις επενδυτικές ταμειακές ροές, μια αύξηση πχ. των ακινήτων προσδιορίζει μεν επενδυτική δραστηριότητα από την μεριά της οικονομικής μονάδας δεν αποκαλύπτει όμως από μόνη της τίποτα για την ποιότητα, την αναγκαιότητα ή την τελική επιτυχία της επένδυσης. Αντίθετα, η επιχείρηση είναι πιθανό να χάνει κεφάλαια σε επενδύσεις αμφιβόλου ποιότητας, κεφάλαια τα οποία τελικά θα μπορούσαν να επιστραφούν στους μετόχους μέσω αυξημένου μερίσματος.

Από την μεριά των χρηματοοικονομικών ταμειακών ροών, η εισροή νέων κεφαλαίων δεν αποκαλύπτει από μόνη της τον τρόπο επένδυσης αυτών ή το κόστος άντλησής τους. Το γενικό συμπέρασμα είναι πως η Κατάσταση

Ταμειακής Ροής μιας επιχείρησης αντιμετωπίζει κάποιους περιορισμούς και η ανάλυσή της θα πρέπει πάντοτε να γίνεται προσεκτικά και σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες διαθέσιμες λογιστικές καταστάσεις.

2.2 Ελληνικές Καταστάσεις Ταμειακών Ροών

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η θεσμοθέτηση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών στην Ελλάδα έγινε το 2000 με την δημοσίευση της Απόφασης 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως(Αρ. Φύλλου 1487, 6 Δεκεμβρίου 2000) και αφορά μονάχα τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες. Ο τρόπος κατάρτισης όπως υποδεικνύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει ομοιότητες με τον άμεσο τρόπο κατάρτισης ταμειακών ροών όπως υποδεικνύεται από το Financial Accounting Standards Board Statement No. 95. Εν τούτοις, εντοπίζονται δύο σημαντικές διαφορές, που είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε σημαντική απόκλιση στην εκτίμηση των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών.

Σύμφωνα λοιπόν με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι Χρεωστικοί Τόκοι εκλαμβάνονται σαν ταμειακή εκροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες σε αντίθεση με το report της FASB που τις θεωρεί μέρος των λειτουργικών δραστηριοτήτων. Η Ελληνική μεθοδολογία αντιμετωπίζει τους χρεωστικούς τόκους σαν απευθείας αποτέλεσμα των επενδυτικών αποφάσεων μιας επιχείρησης. Όσον αφορά το συγκεκριμένο ζήτημα, το FASB συμπεριλαμβάνει τους χρεωστικούς τόκους στις λειτουργικές ταμειακές εισροές και εκροές κυρίως επειδή αποτελούν σημαντικό κομμάτι προσδιορισμού του τελικού αποτελέσματος (Net Income) μιας επιχείρησης. Αντίστοιχη είναι και η διαφορά αντιμετώπισης στις ταμειακές εισροές – εκροές λόγω αγοραπωλησίας χρεογράφων (όπως προκύπτει από την μεταβολή των αντίστοιχων λογαριασμών από τους Ισολογισμούς τρέχουσας και προηγούμενης χρήσεως). Η άποψη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι πως οι συγκεκριμένες εισροές – εκροές αποτελούν κομμάτι της λειτουργικής δραστηριότητας της επιχείρησης σε αντίθεση με το FASB που κατατάσσει τις συγκεκριμένες εισροές – εκροές στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Τα δύο ανωτέρω σημεία που αποτελούν τις κυριότερες διαφορές μεταξύ των αποφάσεων Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και FASB (μαζί με άλλες μικρότερες διαφορές όπως πχ. τον διαχωρισμό των πιστωτικών τόκων σε βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την ακόλουθη κατάταξη των τελευταίων στις επενδυτικές δραστηριότητες) και είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε σημαντική απόκλιση στον τελικό προσδιορισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών. Αν θελήσουμε να ασκήσουμε μια κριτική στις δύο αποφάσεις – οδηγίες, θεωρούμε πως η οδηγία του FASB ανταποκρίνεται περισσότερο στην πραγματικότητα, μια και στις λειτουργικές ταμειακές ροές (είτε με την άμεση είτε με την έμμεση μέθοδο) ενσωματώνει πλήρως τα στοιχεία που προσδιορίζουν το τελικό αποτέλεσμα μιας επιχείρησης (Net Income) και στην συνέχεια προχωρά στις αναγκαίες προσαρμογές (όπως αυτές υπαγορεύονται από δύο διαδοχικούς Ισολογισμούς) που οδηγούν στον τελικό προσδιορισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών. Αντίθετα, οι οδηγίες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν οδηγούν σε πλήρη ενσωμάτωση των προσδιοριστικών στοιχείων του τελικού αποτελέσματος στις λειτουργικές ταμειακές ροές. Αυτή η προσέγγιση οδηγεί σε απόκλιση από την ουσία κατασκευής των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών που βασίζεται στην πραγματοποίηση κατάλληλων προσαρμογών στο τελικό αποτέλεσμα μιας επιχείρησης.

2.3 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Operating Cash Flow)

Από όσα αναφέραμε μέχρι τώρα, συμπεραίνουμε πως η Κατάσταση Ταμειακών Ροών εμφανίζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά πλεονάσματα με τα οποία θα χρηματοδοτεί τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές της ανάγκες.

Από τα τρία είδη ταμειακών ροών (Λειτουργικές, Επενδυτικές, Χρηματοοικονομικές) το σημαντικότερο είδος για έναν αναλυτή (και κατ'επέκταση και για το αντικείμενο έρευνας της παρούσας εργασίας) είναι οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές. Οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές εμφανίζουν την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά πλεονάσματα από το σύνολο των συναλλαγών που αφορούν τις λειτουργικές δραστηριότητές της. Η ύπαρξη επαρκών λειτουργικών ταμειακών

πλεονασμάτων συνεπάγεται την διαθεσιμότητα ιδίων ταμειακών κεφαλαίων για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών μιας οικονομικής μονάδας καθώς και των υποχρεώσεων τις προς τους μετόχους της (διανομή μερίσματος) και τους πιστωτές της (ομαλή εξόφληση Τραπεζικού δανεισμού). Αντίθετα, όταν τα λειτουργικά ταμειακά πλεονάσματα μιας επιχείρησης δεν επαρκούν (ή ακόμα χειρότερα όταν γίνονται ελλείμματα) είναι ευνόητο πως η επιχείρηση θα αναγκαστεί να προσφύγει στην χρήση Τραπεζικού δανεισμού για την κάλυψη των αναγκών της. Η αύξηση Τραπεζικού δανεισμού πέρα από κάποιο όριο είναι δυνατό να επηρεάσει την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της (ειδικά σε περιόδους που επικρατεί στην οικονομία αυξημένο κόστος δανεισμού) και να θέσει σε κίνδυνο ακόμα και την ίδια την βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Η εξέταση των λειτουργικών ταμειακών ροών επικεντρώνεται στους ακόλουθους άξονες:

α) Εξετάζει την ικανότητα μιας οικονομικής μονάδας να δημιουργεί επαρκή ταμειακά πλεονάσματα από τις λειτουργικές της δραστηριότητες

β) Προσδιορίζει τα βασικά αίτια των ταμειακών πλεονασμάτων ή ελλειμμάτων.

γ) Όταν γίνεται σε βάθος χρόνου (άνω της πενταετίας συνήθως) καταδεικνύει την διαχρονική ικανότητα και δυναμική της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά πλεονάσματα.

Για την ανάλυση της Καταστάσεως Ταμειακών Ροών γενικότερα και των λειτουργικών ταμειακών ροών ειδικότερα χρησιμοποιούνται διάφοροι δείκτες που καταδεικνύουν την ικανότητα της επιχείρησης για δημιουργία ταμειακών ροών (cash generating efficiency). Αναφέρουμε ενδεικτικά τρεις, χωρίς να προχωρήσουμε σε περισσότερες λεπτομέρειες που δεν άπτονται του θέματος της παρούσας εργασίας:

α) Απόδοση Ταμειακών Ροών (cash flow yield) : Λειτουργικές Ταμειακές Ροές
Καθαρό Εισόδημα

Το συγκεκριμένο μέτρο δείχνει πόσες φορές υπερκαλύπτουν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες τις ταμειακές ροές του Καθαρού Εισοδήματος (Net Income)

β) Ταμειακές Ροές προς Πωλήσεις: Λειτουργικές Ταμειακές Ροές

Πωλήσεις

Δείχνει το ποσοστό λειτουργικών ταμειακών ροών που δημιουργείται από τις πωλήσεις της επιχείρησης.

γ) Ταμειακές Ροές προς Ενεργητικό: Λειτουργικές Ταμειακές Ροές

Μέσο Ενεργητικό

Δείχνει το ποσοστό λειτουργικών ταμειακών ροών της επιχείρησης που δημιουργείται από το Ενεργητικό της.

Θα κλείσουμε το θέμα του ορισμού – ανάλυσης των λειτουργικών ταμειακών ροών αναφέροντας κάποια στοιχεία για τις ονομαζόμενες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow) που αποτελούν ένα αρκετά σημαντικό πεδίο ενδιαφέροντος για πολλούς αναλυτές.

Ορίζουμε ως Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow) τις ταμειακές ροές που παραμένουν σε μία επιχείρηση εάν αφαιρέσουμε από τις λειτουργικές ταμειακές ροές όλες οι απαιτήσεις – επενδύσεις σε λειτουργικά στοιχεία του Ενεργητικού. Τελικά, το Free Cash Flow είναι το σύνολο των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμο για τους επενδυτές (μετόχους) και τους πιστωτές μιας επιχείρησης. Είναι ευνόητο πως για να έχει μια οικονομική μονάδα διαθέσιμες Ελεύθερες Ταμειακές Ροές θα πρέπει να έχει την δυνατότητα δημιουργίας επαρκών λειτουργικών ταμειακών ροών (πλεονασμάτων) που να καλύπτουν τόσο τις ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης όσο και για επενδυτικούς σκοπούς σε στοιχεία του Ενεργητικού που αφορούν τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Εξετάζοντας την χρησιμότητα των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών μπορούμε να εντοπίσουμε τουλάχιστον τρία πεδία εφαρμογής:

α) Χρησιμεύουν για την εξυπηρέτηση των πιστωτών (αποπληρωμή δανεισμού, εξυπηρέτηση τόκων κλπ).

β) Καλύπτουν τις υποχρεώσεις μερίσματος προς τους μετόχους. Επίσης είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν για επαναγορά ιδίων μετοχών.

γ) Μπορούν να καλύψουν επενδυτικές δραστηριότητες σε μη λειτουργικά στοιχεία Ενεργητικού (αγορά μετοχών εισηγμένων εταιρειών, επένδυση σε ομόλογα και ομολογίες κλπ.).

Δεδομένου λοιπόν του γεγονότος πως οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές είναι το σύνολο των διαθέσιμων ταμειακών ροών προς τους επενδυτές, η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται κυρίως από τις μελλοντικές Ελεύθερες Ταμειακές Ροές της.

Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να αναφέρουμε τον προβληματισμό που επικρατεί ακόμα και σήμερα για τον τελικό ορισμό των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών. Αν και ο ορισμός που αναπτύξαμε παραπάνω είναι ο επικρατέστερος και συναντάται σε πλήθος σημαντικών επιστημονικών συγγραμμάτων του εξωτερικού και του εσωτερικού (μεταξύ αυτών και κάποια που αναφέρονται στην βιβλιογραφία της παρούσης εργασίας) δεν αποτελεί εν τούτοις έναν τελικό και καθολικά αποδεκτό ορισμό. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε (πηγή: Needles B., Anderson H., Caldwell J. και Mills S., *Financial and Managerial Accounting – A Corporate Approach*, 1996 Houghton Mifflin Company Fourth Edition page 1200) τρεις ακόμη ορισμούς:

α) Διαθέσιμες ταμειακές ροές κατόπιν εξυπηρέτησης επενδύσεων σε πάγια στοιχεία και μερισμάτων όμως προ φόρων και τόκων. (G. Slutsker “Look at the Birdie and Say: Cash Flow”, *Forbes*, October 25, 1993).

β) Λειτουργικές ταμειακές ροές μείον κεφαλαιουχικές δαπάνες στο επίπεδο συντήρησης (maintenance level capital expenditures). (J. Clements, “Yacktman Fund is Bloodied but Unbowed”, *Wall Street Journal*, November 8, 1993).

γ) Λειτουργικές Ταμειακές Ροές μείον κεφαλαιουχικές δαπάνες και μερίσματα (ορισμός που είναι όμοιος με όσα αναπτύξαμε παραπάνω και επικρατούν γενικότερα). (J. Laderman, “Earnings, Schmearnings – Look at the Cash”, *Business Week*, July 24, 1989).

Όσον αφορά την σχέση των Ταμειακών Ροών γενικότερα και των λειτουργικών ταμειακών ροών ειδικότερα με την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης, συμπεραίνουμε πως σύμφωνα με την χρηματοοικονομική θεωρία θα πρέπει να υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των δύο. Η επικρατούσα βέβαια λογική, συνδέει την μερισματική πολιτική μιας εταιρείας περισσότερο με τα Κέρδη (Net Income). Η συσχέτιση δεν είναι αυθαίρετη, μια και συνήθως το μέρισμα καθορίζεται από την νομοθεσία σαν ποσοστό των

καθαρών κερδών. Αναφορά της συσχέτισης ταμειακών ροών και μερισμάτων κάνουμε και στην Ενότητα 1 περί μερισματικής πολιτικής.

ΕΝΟΤΗΤΑ 3: ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Η διαθέσιμη βιβλιογραφία σχετικά με το θέμα της εργασίας είναι περιορισμένη. Αν και η έρευνα γύρω από την συμπεριφορά της μερισματικής πολιτικής είναι εκτενής, εν τούτοις η διερεύνηση της πιθανής σχέσης αυτής με τις Ταμειακές Ροές μιας επιχείρησης μοιάζει να βρίσκεται ακόμα σε αρχικά στάδια. Παραθέτουμε δύο μελέτες. Η πρώτη είναι της Kathleen Simons και αποτελεί μια απευθείας προσπάθεια εμπειρικής διερεύνησης του θέματος. Η δεύτερη μελέτη είναι αυτή του John Lintner που αποτελεί μια από τις πιο κλασικές προσπάθειες ερμηνείας της συμπεριφοράς των εταιρειών όσον αφορά την μερισματική τους πολιτική. Τα συμπεράσματα της συγκεκριμένης μελέτης υπήρξαν ισχυρά και επαληθεύτηκαν από πλήθος μεταγενέστερων μελετών. Τέλος, παρουσιάζουμε και μία τρίτη μελέτη του Ervin L. Black η οποία διερευνά την ερμηνευτική ικανότητα των Ταμειακών Ροών σε σχέση με την αξία διαφόρων επιχειρήσεων που βρίσκονται σε διαφορετικούς κύκλους της οικονομικής τους ζωής. Αν και το αντικείμενο της τελευταίας μελέτης δεν συνδέεται άμεσα με την δική μας έρευνα, εν τούτοις έχει ενδιαφέρον να εξετάσουμε τα συμπεράσματα του Black όσον αφορά την ερμηνευτική – πληροφοριακή ικανότητα των Ταμειακών Ροών. Επιπλέον, όπως είδαμε στην Ενότητα 1 η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης μπορεί να έχει σχέση και με την φάση στην οποία βρίσκεται μια επιχείρηση.

3.1 KATHLEEN SIMONS: “THE RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND CHANGES AND CASH FLOW: AN EMPIRICAL ANALYSIS”

Μια από τις τελευταίες προσπάθειες μοντελοποίησης των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική έγινε το 1994 από την K. Simons. Η έρευνα επικέντρωσε το ενδιαφέρον της στην ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών να προσφέρουν επιπλέον πληροφόρηση όσον αφορά την μεταβολή της μερισματικής πολιτικής. Και σε αυτή την περίπτωση το οικονομετρικό μοντέλο βασίστηκε στην έρευνα του Lintner συμπεριλαμβάνοντας εκτός των λειτουργικών ταμειακών ροών και τα καθαρά κέρδη χρήσεως περιόδου ανά μετοχή (Earnings per Share) και το μέρισμα προηγούμενης χρήσεως.

Χρησιμοποιήθηκαν data δύο περιόδων (1983 – 84 και 1984 – 85). Υπολογίστηκαν οι συντελεστές συσχέτισης (correlation) μεταξύ των Κερδών (Earnings Per Share) και καθενός από τους τρεις τρόπους υπολογισμού της διαθεσιμότητας λειτουργικών ταμειακών ροών – κεφαλαίων (ακολουθούν παρακάτω). Οι επιχειρήσεις με τις μεταβολές στο μέρισμα το 1985 χωρίστηκαν σε επιχειρήσεις με άνοδο και σε επιχειρήσεις με πτώση στο μέρισμα. Στο τελευταίο σετ προστέθηκαν οι επιχειρήσεις με μείωση στο μέρισμα της χρονιάς 1984. Στη συνέχεια το δείγμα χωρίστηκε σε τέσσερις κατηγορίες με βάση το αποτέλεσμα των correlations. Επιχειρήσεις με υψηλά correlations μεταξύ Κερδών και Διαθεσιμότητας Ταμειακών Ροών δεν αναμένεται να εμφανίσουν επιπλέον πληροφόρηση εάν στο μοντέλο προσθέσουμε και την Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών. Το αντίθετο αναμένεται για επιχειρήσεις με χαμηλό correlation. Στα cross section data που συγκεντρώθηκαν εφαρμόστηκε το ακόλουθο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης:

$$\Delta \text{DIV}_{it} = A + B1P_{it} + B2\text{DIV}_{i(t-1)} + B3 \Delta \text{CA}_{it} + B4X4_i + B5 (X4_i * \Delta \text{CA}_{it}) + B6X5_i + B7(X5_i * \Delta \text{CA}_{it}) + e_{it}$$

όπου ΔDIV_{it} = Η μεταβολή στο μέρισμα για την επιχείρηση i την περίοδο t .

P_{it} = Κέρδη (Earnings per Share)

$\text{DIV}_{i(t-1)}$ = Το μέρισμα για την επιχείρηση i την περίοδο $t - 1$.

ΔCA_{it} = Μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών – Κεφαλαίων (Change in Cash Availability).

$X4 = 1$ εάν η Μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών είναι > 0 ,

0 η Μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών είναι ≤ 0 .

$X5 = 1$ εάν το μέρισμα μειώθηκε την προηγούμενη χρονιά,

0 εάν το μέρισμα αυξήθηκε ή έμεινε αμετάβλητο την προηγούμενη χρονιά.

Οι τρεις μέθοδοι υπολογισμού της διαθεσιμότητας των λειτουργικών ταμειακών ροών – κεφαλαίων είναι οι ακόλουθοι:

1. Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες (Cash Flow from Operations per Share) =

Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες

μείον Μεταβολή στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό (εξαιρουμένων ταμειακών διαθεσίμων και βραχυπρόθεσμων επενδύσεων)

συν Μεταβολή στο Κυκλοφορούν Παθητικό (εξαιρουμένων των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων πληρωτέων την τρέχουσα χρήση και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τραπεζών).

Ορίζουμε σαν μεταβολή στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό την μεταβολή στις απαιτήσεις πελατείας, την μεταβολή στο σύνολο αποθεμάτων και την μεταβολή στα διάφορα άλλα στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (πχ. Χρεώστες Διάφοροι κλπ.).

2. Καθαρές Τρέχουσες Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Net Current Operating Funds Per Share) = Ταμειακές Ροές Από Λειτουργικές Δραστηριότητες συν (μείον) την αύξηση (μείωση) στις απαιτήσεις πελατείας μείον (συν) την αύξηση (μείωση) στις υποχρεώσεις προς προμηθευτές. Το αποτέλεσμα διαιρείται με το σύνολο των μετοχών. Οι μεταβολές στα αποθέματα και τα λοιπά στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και Παθητικού (πχ. Χρεώστες Διάφοροι, Πιστωτές Διάφοροι) δεν λαμβάνονται υπόψη.

3. Συνολικές Ταμειακές Ροές ανά Μετοχή (Total Cash Flow per Share) = Ταμειακά Διαθέσιμα συν ισοδύναμα Ταμειακών Διαθεσίμων συν Μερίσματα πληρωθέντα δια του συνόλου του αριθμού των μετοχών.

Με βάση τους τρεις ανωτέρω τρόπους υπολογισμού έγιναν τρεις αντίστοιχοι έλεγχοι υποθέσεων.

Στον Έλεγχο Υποθέσεως 1 η μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών (Change in Cash Availability) ορίστηκε σαν την μεταβολή στις Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες (Cash Flow from Operations per Share). Από τα τέσσερα groups στα οποία εφαρμόστηκε η παλινδρόμηση, η μεταβλητή αποδείχτηκε στατιστικά σημαντική μονάχα για ένα group δεδομένων. Παρ' όλ' αυτά, το πρόσημο της μεταβλητής ήταν αρνητικό, κάτι που υπονοεί μείωση (αύξηση) στο μέρισμα όταν υπάρχει

αύξηση (μείωση) στις ταμειακές ροές. Δεν θεωρείται σύμφωνο με την θεωρία της Χρηματοοικονομικής. Επιπλέον, στον συγκεκριμένο έλεγχο υποθέσεως το Μέρισμα προηγούμενης χρήσεως, αν και στατιστικά σημαντικό, εμφάνισε αρνητικό πρόσημο, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με τα προγενέστερα συμπεράσματα του Lintner.

Στον Έλεγχο Υποθέσεως 2 η μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών (Change in Cash Availability) ορίστηκε σαν την μεταβολή στις Καθαρές Τρέχουσες Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Net Current Operating Funds Per Share). Η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική σε κανένα group. Τα δε Μερίσματα προηγούμενης χρήσεως εμφάνισαν στατιστική σημαντικότητα και θετικό πρόσημο μονάχα για ένα group δεδομένων.

Στον Έλεγχο Υποθέσεως 3 η μεταβολή στην Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών (Change in Cash Availability) ορίστηκε σαν την μεταβολή στις Συνολικές Ταμειακές Ροές ανά Μετοχή (Total Cash Flow per Share). Ο έλεγχος υποθέσεως εφαρμόστηκε μονάχα σε επιχειρήσεις που μείωσαν το μέρισμά τους. Η μεταβλητή των Ταμειακών Ροών εμφανίστηκε στατιστικά σημαντική και με θετικό πρόσημο μονάχα για ένα group μεταβλητών. Το γεγονός πως πρόκειται ουσιαστικά για μεμονωμένο γεγονός δεν επιτρέπει την εξαγωγή γενικευμένων και ασφαλών συμπερασμάτων. Τα δε Μερίσματα περασμένης χρήσεως παρουσίασαν στατιστική σημαντικότητα και θετικό πρόσημο μονάχα σε ένα group δεδομένων.

Η μελέτη της Simons επιβεβαίωσε τα συμπεράσματα του Lintner αναδεικνύοντας τα Καθαρά Κέρδη Περιόδου σαν τον στατιστικά σημαντικότερο ερμηνευτικό παράγοντα αλλαγής της μερισματικής πολιτικής με τα μερίσματα προηγούμενης χρήσεως να ακολουθούν. Αντίθετα, κανένας από τους τρεις τρόπους υπολογισμού Ταμειακών Ροών δεν προσέφερε επιπλέον σημαντική πληροφόρηση. Περιπτώσεις όπου οι Ταμειακές Ροές έδωσαν αρνητικό πρόσημο συσχέτισης με την μεταβολή στο μέρισμα παρατηρήθηκαν και το 1988 σε μελέτη των R. Crum, D. Jensen και E. Ketz.

3.2 JOHN LINTNER: “DISTRIBUTION OF INCOMES OF CORPORATIONS AMONG DIVIDENDS, RETAINED EARNINGS AND TAXES”

Τον Μάιο του 1956 ο καθηγητής του Harvard University John Lintner δημοσίευσε στο American Economic Review ένα από τα σημαντικότερα και επιδραστικότερα άρθρα που έχουν γραφτεί μέχρι σήμερα για την μερισματική πολιτική των εισηγμένων επιχειρήσεων. Αν και έχει περάσει σχεδόν μισός αιώνας από την συγκεκριμένη μελέτη, τα αποτελέσματά της έχουν επιβεβαιωθεί από μεταγενέστερες εργασίες και πλέον αποτελεί σημείο αναφοράς τόσο σε εργασίες για την μερισματική πολιτική όσο και σε εκπαιδευτικά συγγράμματα.

Η έρευνα του Lintner παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον όχι μόνο ως προς τα αποτελέσματά της αλλά και ως προς την επιστημονική προσέγγιση και την μεθοδολογία της. Αρχικά, και προκειμένου να καταλήξουν στο δείγμα των εταιρειών που θα παρακολουθήσουν, ο John Lintner και οι συνεργάτες του έθεσαν έναν αριθμό παρατηρήσιμων παραγόντων που ενδεχομένως επηρεάζουν την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης. Μεταξύ αυτών των παραγόντων διακρίνουμε τα εξής χαρακτηριστικά: επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό και παραγωγικές εγκαταστάσεις, μέγεθος επιχείρησης, δείκτης P/E, κεφαλαιοποίηση, ποσοστό ιδιοκτησίας από το management ή άλλους παράγοντες που να μπορούν να ασκήσουν άμεση επιρροή, σταθερότητα στην κερδοφορία, χρηματοδότηση των επενδύσεων με ίδια ή δανειακά κεφάλαια κλπ.

Από ένα σύνολο 600 και πλέον εταιρειών με διαθέσιμα δημοσιευμένα στοιχεία, τελικά επιλέγηκαν 28 εταιρείες για περαιτέρω διερεύνηση. Η επιλογή των 28 εταιρειών έγινε με τέτοιο τρόπο ώστε να καλύπτουν έναν μεγάλο αριθμό περιπτώσεων και χαρακτηριστικών. Η μερισματική πολιτική των εταιρειών του δείγματος μελετήθηκε για ένα χρονικό διάστημα επτά ετών (1947 – 1953). Ο John Lintner και οι συνεργάτες του προχώρησαν σε προσωπικές συνεντεύξεις με ανώτερα στελέχη των συγκεκριμένων εταιρειών. Επιπλέον, έγινε εκτενής ανάλυση των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων των εταιρειών. Από την έρευνα στο σύνολό της προέκυψαν κάποια σημαντικά γενικά χαρακτηριστικά:

α) Το υπάρχον ποσοστό μερίσματος αποτελούσε σημαντικό σημείο αναφοράς στην απόφαση διανομής μερίσματος στην επόμενη περίοδο. Οι περισσότεροι managers θεωρούσαν πως η πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού επιβραβεύει μετοχές εταιρειών που επιδεικνύουν μια σταθερότητα στην μερισματική τους πολιτική ή / και μια σταδιακή αλλαγή σε αυτήν. Έτσι, οι managers απέφευγαν να προχωρήσουν σε αύξηση του διανεμηθέντος μερίσματος που ενδεχομένως να έπρεπε να αντιστραφεί μετά από μία ή δύο περιόδους. Προκειμένου λοιπόν οι επιχειρήσεις να ελαχιστοποιήσουν πιθανές αρνητικές αντιδράσεις των μετόχων και να καταφέρουν να αντιμετωπίσουν την αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εξελίξεις εφαρμόζαν μια πολιτική – πρακτική ποσοστιαίας μονάχα μεταβολής του μερίσματος σε σχέση με τις μεταβολές στα οικονομικά τους στοιχεία.

β) Οποιαδήποτε απόφαση μεταβολής του μερίσματος θα έπρεπε να στηρίζεται σε κάποιο λόγο – παράγοντα που αφενός να είναι αρκετά πειστικός και να παρέχει τα κατάλληλα κίνητρα στο management και αφετέρου να είναι αρκετά κατανοητός στην ευρεία χρηματοοικονομική κοινότητα. Ο παράγοντας που μοιάζει να συγκεντρώνει τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά είναι τα Καθαρά Κέρδη Περιόδου (current net earnings). Τα κέρδη αποτελούν ένα στοιχείο των επιχειρήσεων που δημοσιεύεται σε τακτές περιόδους (τρίμηνα, εξάμηνα, εννιάμηνα, δωδεκάμηνα) και είναι αντικείμενο μεγάλης δημοσιότητας στον χρηματοοικονομικό τύπο και κατανοητά από την πλειοψηφία των επενδυτών. Αντίθετα, άλλα σημαντικά στοιχεία των επιχειρήσεων όπως η αποπληρωμή δανείων ή διάφορα θέματα ρευστότητας ήταν λιγότερο γνωστά στο ευρύ επενδυτικό κοινό, λιγότερο κατανοητά και γενικά η πλειοψηφία των επενδυτών δεν τα αναγνώριζε σαν σημαντικούς παράγοντες στην απόφαση διανομής μερίσματος. Σχεδόν σε όλες τις εξεταζόμενες εταιρείες, τα κέρδη περιόδου ήταν η αφετηρία στις αποφάσεις διανομής μερίσματος, είτε επρόκειτο για αύξηση, μείωση ή διατήρηση του υπάρχοντος μερίσματος.

γ) Στην πλειοψηφία των εξεταζόμενων εταιρειών οι επιχειρήσεις έθεταν μακροπρόθεσμους στόχους όσον αφορά το ποσοστό κερδών που θα διανεμηθεί σαν μέρισμα. Έτσι, προσδιόριζαν ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών (target payout ratio) το οποίο λειτουργούσε σαν στόχος προς τον οποίο κινούνταν οι επιχειρήσεις. Πρέπει να σημειωθεί πως το καθορισμένο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών δεν λειτουργούσε

περιοριστικά ώστε να υπαγορεύει και το ποσοστό διανομής κάθε χρονιάς. Αντίθετα, αποτελούσε έναν στόχο τον οποίο οι επιχειρήσεις προσπαθούσαν να επιτύχουν σταδιακά από χρονιά σε χρονιά. Σε όλες τις επιχειρήσεις η ετήσια προσαρμογή προς τον στόχο γινόταν μέσω προσαρμογής του μερίσματος σε απόλυτα νούμερα (πχ. αύξηση 25 σεντς) παρά σε ποσοστά (δηλαδή αύξηση του είδους 2%). Λόγω της σταδιακής προσαρμογής στον στόχο, ήταν δυνατόν να παρατηρηθεί αύξηση στο μέρισμα ακόμα και σε κάποιες περιόδους που υπήρξε κάποιας μείωση στα κέρδη, εφόσον είχαν προηγηθεί περίοδοι σημαντικής αύξησης στην κερδοφορία. Η αύξηση στο μέρισμα είναι κυρίως αποτέλεσμα μόνιμης αύξησης στην κερδοφορία. Αύξηση κερδών που οφείλεται σε συγκυριακούς και όχι μόνιμους παράγοντες είναι πιθανό να μην έχει καμία θετική επίδραση στο μέρισμα. Για κάθε εταιρεία ξεχωριστά, ο καθορισμός του επιθυμητού ποσοστού διανομής κερδών ήταν συνάρτηση των ειδικών χαρακτηριστικών κάθε εταιρείας συμπεριλαμβανομένων των ακόλουθων: γενικότερες προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου λειτουργίας, ξεχωριστές προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας, υπάρχουσες επενδυτικές ευκαιρίες, γενικότερες συνθήκες ρευστότητας. Γενικά μπορούμε να πούμε πως ώριμες εταιρείες (value companies) έχουν κατά κανόνα υψηλότερα ποσοστά διανομής κερδών σε σχέση με αναπτυσσόμενες (growth). Επιπλέον, το management των εταιρειών που εξετάστηκαν φαίνεται να δίνει σημασία και στις προτιμήσεις των μετόχων.

δ) Μια σημαντική παρατήρηση αποτελεί το γεγονός πως οι διαθέσιμες επενδυτικές αποφάσεις και η γενικότερη ρευστότητα κατά την διάρκεια μιας περιόδου έχουν πολύ μικρή άμεση επίδραση στην μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης. Το management έκανε τα σχέδιά του σε βάθος χρόνου και έθετε μακροπρόθεσμους στόχους όσον αφορά το επιθυμητό ποσοστό διανομής μερίσματος έτσι ώστε να μπορούν να φτάσουν τον στόχο τους σταδιακά. Πιθανά προσωρινά προβλήματα ρευστότητας δεν προκαλούσαν παρέκκλιση από τον στόχο ενώ τυχόν έκτακτες επενδυτικές ευκαιρίες είτε χρηματοδοτούνταν από εξωτερικά κεφάλαια ή χρηματοδοτούνταν μέχρι το σημείο που τα εσωτερικά κεφάλαια μπορούσαν να καλύψουν και τις επενδύσεις και την μερισματική πολιτική.

Ο Lintner ενσωμάτωσε τα ανωτέρω συμπεράσματα σε ένα απλό μοντέλο με καλή επεξηγηματική ικανότητα. Εάν μια επιχείρηση έχει υιοθετήσει

ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών r ως προς τα κέρδη P , τότε η μεταβολή του μερίσματος στην περίοδο t μπορεί να απεικονιστεί στην ακόλουθη οικονομετρική εξίσωση:

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

όπου $D_{it}^* = rP_t$. Το μοντέλο μπορεί να μετασχηματιστεί ως εξής:

$$D_{it} = a_{it} + b P_{it} + d D_{it-1} + u_{it}$$

όπου $b = cr$ και $d = (1 - c)$. Το c μπορούμε να πούμε πως αποτελεί μια απεικόνιση του βαθμού προσαρμογής προς το επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών. Επιχειρήσεις με αργή προσαρμογή θα έχουν χαμηλό c ενώ το ανάποδο ισχύει για επιχειρήσεις που κινούνται γρήγορα προς το επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών.

Το μοντέλο ελέγχθηκε εμπειρικά και από τον Lintner αλλά και από άλλους ερευνητές (E.F Fama & H. Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association 63, December 1968, pg 1132 – 1161) και αποδείχτηκε ότι προσφέρει μια καλή εξήγηση σχετικά με την απόφαση διανομής μερίσματος των επιχειρήσεων.

3.3 ERVIN L. BLACK: "WHICH IS MORE VALUE RELEVANT: EARNINGS OR CASH FLOW? A LIFE CYCLE EXAMINATION"

Τον Μάη του 1998 ο Ervin L. Black (University of Arkansas, Department of Accounting) δημοσίευσε την συγκεκριμένη μελέτη προσπαθώντας να διαπιστώσει εάν τα τρία είδη Ταμειακών Ροών (Λειτουργικές, Επενδυτικές, Χρηματοδοτικές) παρέχουν κάποια επιπλέον πληροφόρηση σε σχέση με την αξία μιας επιχείρησης σε σχέση με τα Κέρδη. Η συγκεκριμένη εξέταση έγινε για κάθε μία από τις τέσσερις φάσεις που διανύει μια επιχείρηση: έναρξη, ανάπτυξη, ωριμότητα και συρρίκνωση. Ουσιαστικά είχαμε τις παρακάτω τρεις παλινδρομήσεις:

$$MVE_{it} = \delta + \delta_1 X BVE_{it} + \delta_2 X NI_{it} + \delta_3 X CFO_{it} + e_{it}$$

$$MVE_{it} = \delta + \delta_1 X BVE_{it} + \delta_2 X NI_{it} + \delta_3 X CFF_{it} + e_{it}$$

$$MVE_{it} = \delta + \delta_1 \times BVE_{it} + \delta_2 \times NI_{it} + \delta_3 \times CFI_{it} + e_{it}$$

όπου MVE_{it} = η αξία μιας επιχείρησης i την χρονική περίοδο t όπως εκφράζεται από την τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου της (market value of equity),

BVE_{it} = η λογιστική αξία μιας επιχείρησης i την χρονική περίοδο t (book value of equity),

NI_{it} = τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης i την χρονική περίοδο t ,

CFO_{it} , CFF_{it} , CFI_{it} = οι ταμειακές ροές από λειτουργικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές δραστηριότητες αντίστοιχα μιας επιχείρησης i την χρονική περίοδο t .

Τα δεδομένα αντλήθηκαν για την περίοδο 1976 – 1995. Η κατάταξη των εταιρειών – παρατηρήσεων έγινε με την χρησιμοποίηση διαφόρων ποιοτικών και ποσοτικών παραγόντων (πχ. ποσοστό διανομής μερίσματος, χρόνια λειτουργίας, αύξηση πωλήσεων) βάση των οποίων υπολογίστηκε κάποιο σύνθετο σκορ που οδήγησε στην κατάταξη των εταιρειών σε έξι κατηγορίες: έναρξη, ανάπτυξη, ανάπτυξη / ωρίμανση, ωρίμανση, ωρίμανση / συρρίκνωση, συρρίκνωση. Τελικά χρησιμοποιήθηκαν 37,961 συνολικά παρατηρήσεις οι οποίες κατατάχθηκαν με βάση τις ανωτέρω κατηγορίες. Τα συμπεράσματα της έρευνας μπορούν να συνοψισθούν στα παρακάτω:

α) Σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στην έναρξη της λειτουργίας τους βρέθηκε πως οι Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες παρέχουν υψηλότερη πληροφόρηση για την αξία μιας επιχείρησης σε σχέση με τα Κέρδη.

β) Σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές παρέχουν υψηλότερη πληροφόρηση για την αξία μιας επιχείρησης από ότι τα κέρδη.

γ) Σε επιχειρήσεις που κατατάχθηκαν στην κατηγορία ανάπτυξη / ωρίμανση αποδείχτηκε πως τα Κέρδη αποτελούν τον καλύτερο εκτιμητή της αξίας τους. Οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές και οι Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές δραστηριότητες παρουσιάζουν οριακή στατιστική σημαντικότητα.

δ) Επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδιο ωρίμανσης έχουν σαν καλύτερο εκτιμητή της αξίας τους τα Κέρδη. Τα τρία είδη Ταμειακών Ροών είχαν χαμηλή ή / και οριακή στατιστική σημαντικότητα.

ε) Επιχειρήσεις που κατατάσσονται στην κατηγορία ωρίμανση / συρρίκνωση έχουν σαν καλύτερο εκτιμητή της αξίας τους τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές. Επιπλέον, και τα άλλα δύο είδη Ταμειακών Ροών (Χρηματοδοτικές και Επενδυτικές) αποδεικνύονται καλύτεροι εκτιμητές από τα Κέρδη.

στ) Επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδιο συρρίκνωσης έχουν σαν καλύτερο εκτιμητή της αξίας τους τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές. Τα Κέρδη σε αυτό το στάδιο αποδεικνύονται καλύτερος εκτιμητής από τις Χρηματοδοτικές και τις Επενδυτικές Ταμειακές Ροές.

Ουσιαστικά, η έρευνα καταλήγει πως τα Κέρδη αποτελούν καλύτερο εκτιμητή της αξίας των επιχειρήσεων όταν αυτές βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης / ωρίμανσης και ωρίμανσης. Ως προς το σύνολο των παρατηρήσεων, το ένα τρίτο αυτών είχε καταταχθεί σε αυτά τα δύο στάδια. Για τα υπόλοιπα δύο τρίτα των επιχειρήσεων (και τα υπόλοιπα στάδια), τα τρία είδη Ταμειακών Ροών αποδείχτηκαν καλύτεροι εκτιμητές. Οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές αποδείχτηκαν καλύτερος εκτιμητής σε εταιρείες που βρίσκονται στα στάδια ανάπτυξης, ωρίμανσης / συρρίκνωσης και συρρίκνωσης ενώ οι Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες φάνηκαν να σχετίζονται περισσότερο με την αξία νεοιδρυθείσων επιχειρήσεων.

ΕΝΟΤΗΤΑ 4: ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ – ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΥΠΟΘΕΣΕΩΣ

Στις προηγούμενες ενότητες της εργασίας θεμελιώσαμε θεωρητικά τις έννοιες των λειτουργικών ταμειακών ροών και τα ζητήματα που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Η ανάλυση μας οδήγησε σε κάποια συμπεράσματα τα οποία θα αποτελέσουν οδηγό για τον σχηματισμό της οικονομετρικής υποθέσεως καθώς και για την επιλογή του κατάλληλου δείγματος.

Στον σχηματισμό της υποθέσεως σημαντικό ρόλο θα παίξουν και οι προηγούμενες μελέτες, με πιο σημαντικές του Lintner (1956) και της Simmons (1994) όπως αυτές περιγράφονται και στην Ενότητα 3. Η μελέτη του Lintner (1956) θεωρείται ακόμα και σήμερα σαν σημείο αναφοράς, με μεταγενέστερες μελέτες να επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματά της και την χρησιμοποίησή της σαν παραπομπή σε πλήθος δημοσιευμένων μελετών και εκπαιδευτικών συγγραμμάτων. Η μελέτη της Simmons (1994) είναι σχετικά νέα, αποτελεί όμως μια καλή βάση για περαιτέρω έρευνα μια και αφενός στηρίζεται (ως προς την μεθοδολογία) στην μελέτη του Lintner (1956) και αφετέρου προσπαθεί να προχωρήσει την έρευνα ένα βήμα παραπάνω εξετάζοντας την ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές ως προς τις μεταβολές στην μερισματική πολιτική.

Η αλήθεια είναι πως (όπως αναφέραμε προηγουμένως) δεν υπάρχουν πολλές διαθέσιμες (στο ευρύ κοινό) παρόμοιες μελέτες με αποτέλεσμα το συγκεκριμένο άρθρο της Simmons να καθίσταται προς το παρόν σαν η μόνη ίσως αξιόπιστη αναφορά γύρω από το θέμα. Η αποδοχή λοιπόν αφενός της εργασίας του Lintner (1956) και η πρωτοτυπία αφετέρου της εργασίας της Simmons (1994) μας οδηγούν στο να βασίσουμε την μεθοδολογία αυτής της εργασίας και στην μεθοδολογία των συγκεκριμένων εργασιών. Είναι ευνόητο πως θα υπάρξουν διάφορες τροποποιήσεις, ανάλογα με τους περιορισμούς που θα μας υπαγορεύσει η ελληνική πραγματικότητα.

4.1 Πηγή Πληροφόρησης

Το πρώτο ζήτημα που μας απασχόλησε κατά την διάρκεια της έρευνας ήταν η εύρεση της κατάλληλης πηγής από την οποία θα αντλήσουμε τα

δεδομένα μας. Η παρούσα εργασία θα χρησιμοποιήσει σαν πηγή άντλησης πληροφορήσης τα στοιχεία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών όπως αυτά διατίθενται από την διαθέσιμη στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς database της Finance. Οι λόγοι για τους οποίους επικεντρώσαμε το ενδιαφέρον μας στα στοιχεία εισηγμένων επιχειρήσεων όπως αυτά διατίθενται στην προαναφερόμενη database μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

α) Οι προηγούμενες μελέτες της ξένης βιβλιογραφίας έχουν επικεντρωθεί κατά κύριο λόγο σε εισηγμένες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια, τα όποια συμπεράσματα έχουν προκύψει μπορούμε να θεωρήσουμε πως ισχύουν γι' αυτού του είδους τις επιχειρήσεις χωρίς να μπορούμε να κάνουμε την υπόθεση πως ισχύουν και για επιχειρήσεις παρόμοιας νομικής μορφής (το αντίστοιχο των Αωνύμων Εταιρειών) οι οποίες δεν έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο.

β) Η πρόσβαση στα δημοσιευμένα στοιχεία των εισηγμένων επιχειρήσεων είναι πιο εύκολη. Πιο συγκεκριμένα, στην βάση δεδομένων της Finance μπορούμε να βρούμε τα απαραίτητα στοιχεία (δημοσιευμένοι ισολογισμοί) για όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις και για διάστημα ακόμη και μεγαλύτερο της δεκαετίας. Αντίθετα, για μη εισηγμένες επιχειρήσεις η διαθεσιμότητα των στοιχείων είναι περιορισμένη μια και κάποια οργανωμένη και ολοκληρωμένη βάση δεδομένων δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό. Πληροφορίες σχετικά με μη εισηγμένες επιχειρήσεις είναι συνήθως διαθέσιμες έναντι αμοιβής μονάχα σε μεγάλους οργανισμούς (Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες κλπ).

γ) Η πολυμετοχική βάση των εισηγμένων επιχειρήσεων (ακόμα και στην Ελλάδα που το free float είναι περιορισμένο) τις αναγκάζει (όπως αναφέραμε στην ανάλυση περί μερισματικής πολιτικής) να δίνουν μεγαλύτερη βάση στην διανομή μερίσματος σε σχέση με τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις μια και, όπως ήδη αναφέραμε στην Ενότητα 1, η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών παρακολουθείται στενά από την αγορά. Υπό αυτό το πλαίσιο, η εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική έχει περισσότερο νόημα για εισηγμένες επιχειρήσεις μια και οποιαδήποτε απόφαση μεταβολής αυτής είναι πιθανό να αποτελέσει αντικείμενο πολλαπλών ερμηνειών και τελικά να έχει επίδραση στην τρέχουσα

αξία της εκάστοτε εισηγμένης όπως αυτή απεικονίζεται στην τιμή της μετοχής της στο Χρηματιστήριο.

δ) Προκειμένου μια επιχείρηση να λάβει την άδεια εισαγωγής των μετοχών της προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι απαραίτητο να περάσει από διάφορους ελέγχους από ανεξάρτητους φορείς (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Επενδυτικοί Σύμβουλοι, Ανεξάρτητοι Ορκωτοί Ελεγκτές κλπ) προκειμένου να διαπιστωθεί η ευρωστία τους και η ύπαρξη πραγματικών μελλοντικών προοπτικών ανάπτυξης.. Από την στιγμή εισαγωγής των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών και μετά τα στοιχεία τους παρακολουθούνται από μεγαλύτερο κοινό με αποτέλεσμα αφενός να γίνονται αντικείμενο ακόμα πιο σχολαστικού ελέγχου από τις αρμόδιες αρχές (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανεξάρτητοι ορκωτοί ελεγκτές κλπ.) και αφετέρου οι ίδιες οι εισηγμένες από την μεριά τους να υιοθετούν (συνήθως) πιο συντηρητικούς τρόπους παρουσίασης των αποτελεσμάτων τους. Οι ανωτέρω διαδικασίες και έλεγχοι συμβάλλουν ώστε η πλειοψηφία των εισηγμένων επιχειρήσεων να κατατάσσεται μεταξύ των κορυφαίων της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας.

ε) Αν και μόλις πρόσφατα (το 2000 όπως αναφέραμε στην Ενότητα 2), η παρουσίαση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών έχει θεσμοθετηθεί για τις εισηγμένες επιχειρήσεις σε αντίθεση με τις μη εισηγμένες που δεν είναι υποχρεωμένες από κάποια οδηγία να δημοσιεύουν τέτοιου είδους καταστάσεις. Ως εκ τούτου, οι εισηγμένες επιχειρήσεις αρχίζουν σιγά – σιγά να διαμορφώνουν μια πιο συνειδητοποιημένη κουλτούρα παρουσίασης των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών τους. Το συγκεκριμένο γεγονός είναι δυνατόν να τις αναγκάζει να προχωρούν ακόμα και σε πιο ορθολογική διαχείριση των ταμειακών ροών τους μια και πλέον είναι αναγκασμένες να τις παρουσιάζουν αναλυτικά στο ευρύ κοινό.

4.2 Είδος επιχειρήσεων που συμπεριελήφθησαν στο δείγμα

Αν και σύμφωνα και με την εγχώρια νομοθεσία καθώς και με την απόφαση του FASB η κατασκευή καταστάσεων ταμειακών ροών αφορά όλες τις επιχειρήσεις όλων των κλάδων της οικονομίας, αποφασίσαμε να μην εξετάσουμε τους οργανισμούς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες,

επενδυτικές εταιρείες, ασφαλιστικές και χρηματοδοτικής μίσθωσης) καθώς και τις εταιρείες συμμετοχών. Η λογική πίσω από τον αποκλεισμό των συγκεκριμένων επιχειρήσεων εντοπίζεται στην σημαντική διαφοροποίηση στην φύση της λειτουργίας τους σε σχέση με τις υπόλοιπες.

Η παραγωγή κερδών για τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς είναι μια διαδικασία που οφείλεται στο χρήμα αυτό καθαυτό, αναγάγοντάς το σε βασικό προϊόν τους. Στην συντριπτική τους πλειοψηφία τα στοιχεία του Ισολογισμού των χρηματοοικονομικών οργανισμών αποτελούνται από προϊόντα χρήματος, με διαφορετικές περιόδους λήξεως (βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες). Ειδικά τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία δημιουργούν αυξημένη ταχύτητα (turnover) στις χρηματοοικονομικές ροές των συγκεκριμένων οργανισμών. Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικές ροές ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού (εισροές – εκροές) είναι πολύ μεγαλύτερες σαν ποσοστό των κερδών και των στοιχείων Ενεργητικού σε σχέση με τις επιχειρήσεις των λοιπών κλάδων της οικονομίας. Η φύση ειδικά των λειτουργικών ταμειακών ροών τους διαφέρει σημαντικά μια και συμπεριλαμβάνει μη ταμειακά στοιχεία (έσοδα από δεδουλευμένους τόκους, προβλέψεις για επισφάλειες κλπ.) που στις υπόλοιπες επιχειρήσεις είτε δεν συμπεριλαμβάνονται είτε έχουν ένα πολύ μικρό ποσοστό στον προσδιορισμό του τελικού αποτελέσματος. Επιπλέον, το γεγονός πως σημαντικό κομμάτι του Ενεργητικού τους και των εσόδων τους συμπεριλαμβάνει μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις και έσοδα από αγοραπωλησίες χρεογράφων δημιουργεί επιπλέον σύγχυση μια και ενώ τα συγκεκριμένα στοιχεία μπορεί να έχουν σημαντική συνεισφορά στον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων χρήσεως ενός Χρηματοοικονομικού οργανισμού, το γεγονός πως οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές των υπολοίπων επιχειρήσεων προσδιορίζονται από στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού οδηγεί σε σημαντική διαφοροποίηση στην παρουσίαση των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών ενός Χρηματοοικονομικού οργανισμού σε σχέση με αυτές μιας οποιασδήποτε άλλης επιχείρησης.

Παρόμοιους περιορισμούς αντιμετωπίζουμε και στην περίπτωση των εταιρειών συμμετοχών. Οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις έχουν ελάχιστα (έως μηδαμινά) έσοδα από την παραγωγή προϊόντων ή την παροχή υπηρεσιών και το μεγαλύτερο ποσοστό του αποτελέσματος τους καθορίζεται από την

είσπραξη μερισμάτων. Το σημαντικότερο ποσοστό του Ενεργητικού τους εντοπίζεται σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε τρίτες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα η φύση των λειτουργικών ταμειακών ροών (όπως και στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών οργανισμών) να αλλοιώνεται σε σχέση με των υπολοίπων επιχειρήσεων.

Όλοι οι ανωτέρω παράγοντες δημιουργούν αρκετή σύγχυση στην προσπάθεια κατάρτισης Καταστάσεων Ταμειακών Ροών για χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και εταιρείες συμμετοχών. Θα μπορούσαμε ενδεχομένως να παρακάμψουμε το πρόβλημα αντλώντας στοιχεία απευθείας από τις δημοσιευμένες Καταστάσεις Ταμειακών Ροών, όμως είναι αφενός διαθέσιμες για πολύ μικρό χρονικό διάστημα (από το 2000 και μετά) αφετέρου δεν υπάρχουν στην database που χρησιμοποιήσαμε. Γι' αυτούς τους λόγους αποφασίσαμε να αποκλείσουμε τις επιχειρήσεις που ανήκουν στους κλάδους των τραπεζών, επενδυτικών επιχειρήσεων, χρηματοδοτικής μίσθωσης, ασφαλειών και συμμετοχών.

4.3 Χρονικός Ορίζοντας

Κατά την διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης μια επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει τριών ειδών ανάγκες: λειτουργικές, επενδυτικές, χρηματοοικονομικές. Με αυτή ακριβώς την σειρά κατατάσσονται και οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Είδαμε στην Ενότητα 2 πως η ευρωστία και η ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί διαχρονικά ταμειακά πλεονάσματα εμφανίζεται από την εξέταση των λειτουργικών ταμειακών της ροών. Όταν λοιπόν μια επιχείρηση εμφανίζει λειτουργικά ταμειακά πλεονάσματα για ένα σημαντικό χρονικό διάστημα που να καλύπτει διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου, και ακόμα περισσότερο όταν μια επιχείρηση καταφέρνει και αυξάνει τα ταμειακά της πλεονάσματα, μπορούμε να υποθέσουμε πως έχουμε μια καλή ένδειξη αποτελεσματικής διαχείρισης των παραγωγικών συντελεστών της επιχείρησης.

Σημαντικό λοιπόν στοιχείο της μελέτης μπορούμε να θεωρήσουμε πως αποτελεί η εξέταση εταιρειών που μπορούν να μας δώσουν στοιχεία για ένα ικανοποιητικό χρονικό ορίζοντα. Δεν είναι βέβαια εύκολο να προσδιορίσουμε (και να τεκμηριώσουμε) επακριβώς το βέλτιστο χρονικό διάστημα για το οποίο

θα αντλήσουμε στοιχεία, μια και οι φάσεις του οικονομικού κύκλου ειδικότερα αλλά και οι οικονομικοί κύκλοι γενικότερα δεν ακολουθούν μια συμμετρική πορεία. Είναι δύσκολο να ορίσουμε με ακρίβεια πότε μια οικονομία διανύει περίοδο ανάπτυξης, πότε ύφεσης, πότε μια επιχείρηση έχει περάσει σε στάδιο ωρίμανσης κλπ. Επιπλέον, στην Ελλάδα δεν υπάρχουν επίσημες τοποθετήσεις από την Τράπεζα της Ελλάδος για την λήξη μιας ύφεσης σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου ο Πρόεδρος της FED (και αφού έχει γίνει εκτίμηση όλων των διαθέσιμων στοιχείων) προχωρά σε επίσημη τοποθέτηση αναφορικά με την λήξη μιας ύφεσης στην οικονομία, καθιστώντας πιο ευδιάκριτους για τους αναλυτές τους διάφορους κύκλους της.

Με δεδομένη λοιπόν την επιθυμία μας το χρονικό διάστημα που θα εξετάσουμε να περιέχει αφενός διάφορους κύκλους της οικονομίας και αφετέρου διάφορες φάσεις της ζωής των επιχειρήσεων, καταλήξαμε στο συμπέρασμα πως θα έπρεπε να αντλήσουμε στοιχεία για μια δεκαετία, δηλαδή από το 1993 έως το 2002. Στοιχεία του 2003 δεν ήταν δυνατόν να συμπεριληφθούν στην έρευνα μια και τις στιγμές που συντασσόταν η παρούσα εργασία η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών δεν είχε δημοσιεύσει τελικούς (δηλαδή με ημερομηνία 31.12.2003) ισολογισμούς και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Το επόμενο πρόβλημα από την επιλογή του διαστήματος εξέτασης δεκαετίας εντοπίστηκε στην ύπαρξη επαρκούς αριθμού εισηγμένων εταιρειών των οποίων η μετοχή να διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το επιλεγέν διάστημα. Από το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων βρήκαμε στην διαθέσιμη database της Finance δημοσιευμένους ισολογισμούς για 138 επιχειρήσεις (κατάλογος αυτών παρατίθεται στο Παράρτημα 2).

Η επιλογή χρονικού ορίζοντα δεκαετίας μπορούμε να θεωρήσουμε με αρκετά μεγάλη ασφάλεια πως μας εξασφαλίζει την παρατήρηση διαφόρων φάσεων του κύκλου της Ελληνικής Οικονομίας. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο έλαβαν χώρα, μεταξύ άλλων, προεκλογικές αναμετρήσεις, η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, η ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων και η εκτέλεση πλήθους έργων σχετιζόμενων με αυτούς, η λεγόμενη «φούσκα» του χρηματιστηρίου, το κύμα συγχωνεύσεων στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιρειών, η εκτέλεση πλήθους έργων υποδομής σε όλη την Ελληνική επικράτεια και πλήθος άλλα

γεγονότα που συνιστούν, αν όχι έναν πλήρη οικονομικό κύκλο, τουλάχιστον έναν σημαντικό αριθμό διαφορετικών φάσεων της Ελληνικής Οικονομίας.

Εάν επιλέγαμε ένα χρονικό διάστημα μεγαλύτερο της δεκαετίας το δείγμα των εταιρειών με διαθέσιμα στοιχεία για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο της δεκαετίας αφενός θα μίκραινε και αφετέρου θα χρειαζόταν να επεξεργαστούμε λογιστικά στοιχεία που πιθανόν (ένας αριθμός αυτών) να μην ήταν τόσο αξιόπιστα, και λόγω της φθοράς του χρόνου και λόγω διαφορετικών, πιο απλουστευτικών λογιστικών πρακτικών που ενδεχομένως ακολουθούσε η πλειοψηφία των εισηγμένων επιχειρήσεων πριν την δεκαετία του '90. Επιπλέον, εταιρείες που είναι εισηγμένες για ένα τέτοιο χρονικό διάστημα μπορούμε να υποθέσουμε πως έχουν αφομοιώσει πλήρως την κουλτούρα μιας χρηματιστηριακής αγοράς, με αποτέλεσμα να δίνουν μεγαλύτερο βάρος στο σύνολο των αποφάσεών τους που παρακολουθούνται τόσο από τους μετόχους τους όσο και από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Μια επιχείρηση που είναι εισηγμένη για μια δεκαετία είναι πιθανό να δίνει μεγαλύτερη σημασία στην μερισματική της πολιτική μια και θα έχει κατανοήσει την σημαντικότητα αυτής για τους επενδυτές καθώς και τα διάφορα σημάδια που μπορεί να δώσει κάποια αλλαγή της στο ευρύ κοινό.

Για χρονικό διάστημα μικρότερο της δεκαετίας θα είχαμε το πλεονέκτημα της αύξησης των εισηγμένων που θα συμπεριλαμβάναμε στο δείγμα. Όμως, επιχειρήσεις των οποίων η μετοχή διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο για χρονικό διάστημα μικρότερο της δεκαετίας ενδεχομένως να μην έχουν προλάβει να αφομοιώσουν κάποια σημαντικά στοιχεία της αγοράς όπως την σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής για τους επενδυτές ή την αντανάκλαση της ευρωστίας μιας επιχείρησης στην τρέχουσα τιμή της μετοχής της με αποτέλεσμα τελικά να μην δίνουν πρωταρχική σημασία στην απόφαση διανομής μερίσματος. Έτσι, επιλέγοντας χρονικό διάστημα δεκαετίας, προτιμήσαμε να «θυσιάσουμε» το πλεονέκτημα της αύξησης του δείγματος με την επεξεργασία στοιχείων που ενδεχομένως είναι πιο αντικειμενικά και πιο κοντά στην νοοτροπία μιας Χρηματιστηριακής αγοράς.

4.4 Κατασκευή Καταστάσεων Ταμειακών Ροών

Το επόμενο στάδιο της εργασίας αφορούσε των προσδιορισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών των 138 επιλεγμένων εισηγμένων επιχειρήσεων για ένα χρονικό διάστημα δεκαετίας. Το σημαντικότερο πρόβλημα εντοπίζεται στον προσδιορισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών. Η αρχική λύση θα ήταν να αντλούσαμε τις πληροφορίες απευθείας από τις ήδη δημοσιευμένες Καταστάσεις Ταμειακών Ροών. Η συγκεκριμένη επιλογή απορρίφθηκε για τους ακόλουθους λόγους:

α) Δεν υπάρχουν διαθέσιμες δημοσιευμένες Καταστάσεις Ταμειακών Ροών για διάστημα δεκαετίας. Όπως είδαμε και πιο πάνω η δημοσίευση των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών στην Ελλάδα θεσμοθετήθηκε μόλις το 2000.

β) Οι υπάρχουσες δημοσιευμένες καταστάσεις ταμειακών ροών δεν έχουν ακόμα καταχωρηθεί σε κάποια διαθέσιμη βάση δεδομένων. Ειδικότερα η διαθέσιμη σε εμάς database της Finance έχει καταχωρημένους μονάχα Ισολογισμούς και Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως.

Η πρώτη λοιπόν απόφαση είναι η εξαρχής κατασκευή των λειτουργικών ταμειακών ροών με βάση τους ισολογισμούς και της καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως για τις 138 επιχειρήσεις που επιλέξαμε και για χρονικό διάστημα δεκαετίας.

Η δεύτερη απόφαση αφορά τον τρόπο προσδιορισμού των λειτουργικών ταμειακών ροών. Όπως αναφέραμε στην Ενότητα 2 η κατασκευή των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών όπως αυτή προσδιορίζεται από την Απόφαση 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (και όπως αυτή δημοσιεύθηκε στις 6 Δεκεμβρίου 2000 στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως Αρ. Φύλλου 1487) βασίζεται στον άμεσο τρόπο προσδιορισμού. Όμως, σε σχέση με τις οδηγίες του FASB εντοπίζονται οι διαφορές που αναφέρουμε στην υποενότητα 2.2. Το δίλημμα που προέκυψε αφορούσε την επιλογή μίας από τις δύο μεθόδους. Από την μία έχουμε τον ελληνικό τρόπο προσδιορισμού που έχει θεσμοθετηθεί από το 2000 και ακολουθείται από τις εγχώριες εισηγμένες εταιρείες. Από την άλλη έχουμε την οδηγία του FASB που ισχύει από το 1987. Ακολουθείται από την πλειονότητα των επιχειρήσεων στο εξωτερικό και είναι μέθοδος αποδεκτή και καταγεγραμμένη σε πλήθος εκπαιδευτικών συγγραμμάτων.

Η απευθείας επιλογή της ελληνικής μεθόδου φαντάζει σωστή από την άποψη πως στο σύντομο χρονικό διάστημα που χρησιμοποιείται αποτελεί έναν αποδεκτό τρόπο παρουσίασης και προσδιορισμού των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων. Αν και στην υποενότητα 2.2 εκφράζουμε την άποψη πως ο τρόπος υπολογισμού σύμφωνα με το FASB είναι πιο κοντά στην φιλοσοφία που κρύβεται πίσω από την κατασκευή των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών, εν τούτοις δεν μπορούμε να απορρίψουμε απευθείας την ελληνική μέθοδο. Για την υιοθέτησή της υπάρχει επίσημη απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, πράγμα που σημαίνει πως έχει γίνει αντικείμενο επεξεργασίας καταξιωμένων ειδικών και επιστημόνων. Αν και θεωρούμε πως μπορούμε να ασκήσουμε κάποια κριτική από την σκοπιά του αναλυτή που χρησιμοποιεί τις συγκεκριμένες καταστάσεις, δεν θεωρούμε πως μπορούμε να προχωρήσουμε σε απευθείας αμφισβήτηση των επίσημων αποφάσεων. Η οποιαδήποτε κριτική και οι οποιοσδήποτε ενστάσεις όχι μόνο ξεφεύγουν από τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, αλλά θα ήταν μάλλον πιο σκόπιμο να αποτελέσουν θέμα κάποιας άλλης πιο τεκμηριωμένης και αποκλειστικής με το θέμα έρευνας ώστε να υπάρξει μια ουσιαστική συμβολή σε αυτό το μεγάλο ζήτημα.

Η αντίστοιχη υιοθέτηση του άμεσου (ή του έμμεσου, δεν έχει καμία σημασία μια και μονάχα ο τρόπος παρουσίασης αλλάζει και όχι το αποτέλεσμα) τρόπου υπολογισμού των ταμειακών ροών όπως έχει υποδειχθεί από το FASB είναι σωστή με βάση την προαναφερόμενη καθολική αποδοχή της μεθόδου από την πλειονότητα των επιχειρηματικών οργανισμών του εξωτερικού, από την ακαδημαϊκή κοινότητα καθώς και από τους συμμετέχοντες στην αγορά (Τραπεζικοί Οίκοι, Αναλυτές, Ελεγκτικοί Οίκοι, ιδιώτες επενδυτές κλπ). Εν τούτοις, υπάρχουν οι λεπτές διαφορές που αναφέρονται στην υποενότητα 2.2 σε σχέση με τον Ελληνικό τρόπο προσδιορισμού των ταμειακών ροών. Βέβαια, δεν πρέπει να αγνοήσουμε το γεγονός πως η μέθοδος του FASB ισχύει από το 1987, πράγμα που σημαίνει πως είναι δοκιμασμένη για διάστημα τέτοιο που να ελαχιστοποιεί τις όποιες ενστάσεις, αντιρρήσεις και συγχύσεις.

Με βάση τους ανωτέρω προβληματισμούς προτιμήσαμε να προχωρήσουμε στην χρησιμοποίηση και των δύο μεθόδων για τον υπολογισμό των λειτουργικών ταμειακών ροών. Με αυτό τον τρόπο, θα

μπορέσουμε μέχρι ενός σημείου να διερευνήσουμε και εάν οι λεπτές διαφορές στους δύο τρόπους υπολογισμού οδηγούν και σε διαφορές στην πληροφοριακή ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών. Έτσι, τα σχετικά οικονομετρικά τεστ θα αφορούν δεδομένα που αντλήθηκαν και με τις δύο μεθόδους. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές δεκαετίας και με τις δύο μεθόδους και για τις 138 εταιρείες συνοδεύουν την παρούσα εργασία σε ηλεκτρονική μορφή και είναι διαθέσιμες (κατόπιν αιτήσεως) προς κάθε ενδιαφερόμενο.

4.5 Καθορισμός υποθέσεως

Όπως αναφέραμε και σε προηγούμενα σημεία της εργασίας, η υπόθεση πάνω στην οποία θα βασίσουμε το οικονομετρικό μοντέλο που θα τρέξουμε στηρίζεται τόσο σε παρελθούσες εργασίες όσο και στην μέχρι τώρα θεωρητική ανάλυση που έχουμε κάνει για τις λειτουργικές ταμειακές ροές και για την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Καταλήξαμε στον σχηματισμό δύο υποθέσεων βάση των οποίων θα αναπτύξουμε τις οικονομετρικές εξισώσεις και θα εξάγουμε τα όποια συμπεράσματα.

Η απόφαση να πραγματοποιήσουμε έλεγχο δύο διαφορετικών υποθέσεων ήταν κυρίως αποτέλεσμα των κάτωθι:

α) Των συμπερασμάτων που προσέφεραν οι προηγούμενες μελέτες και πιο συγκεκριμένα αυτές του Lintner (1956) και της Simmons (1994). Ο Lintner (1956) είχε αναδείξει σαν κυριότερους προσδιοριστικούς παράγοντες του μερίσματος χρήσεως τα Καθαρά Κέρδη προς Διανομή και το Μέρισμα Προηγούμενης Χρήσεως. Ο Lintner (1956) στο μοντέλο του δεν είχε συμπεριλάβει κάποιον τρόπο μέτρησης των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών, μια και ούτως ή άλλως εκείνη την εποχή που διεξήγαγε ο Lintner (1956) την έρευνα δεν είχε θεσμοθετηθεί κάποιος τρόπος υπολογισμού τους. Στα συμπεράσματα του Lintner (1956) έρχονται να προστεθούν αυτά της Simmons (1994) η οποία προσπάθησε να βρει τους προσδιοριστικούς παράγοντες των μεταβολών της μερισματικής πολιτικής. Όπως αναφέραμε και στην Ενότητα 3 το μοντέλο της Simmons (1994) κατέληξε πως οι μεταβολές στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές είτε δεν προσφέρουν επιπλέον πληροφόρηση είτε προσφέρουν λανθασμένη ένδειξη (πρόσημο) στην σχέση με τις μεταβολές στην μερισματική πολιτική. Όσον αφορά το Μέρισμα

Περασμένης Χρήσεως, το μοντέλο της Simmons απέτυχε να το αναδείξει (στην πλειοψηφία των περιπτώσεων) σε σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα των μεταβολών στην μερισματική πολιτική.

β) Της εξαρτημένης μεταβλητής που θα εξετάσουμε, δηλαδή τον τρόπο με τον οποίο θα ερευνήσουμε την μερισματική πολιτική. Αρχικά, επιλέξαμε να ακολουθήσουμε το παράδειγμα της Simmons (1994) και να θέσουμε σαν εξαρτημένη μεταβλητή την μεταβολή στην μερισματική πολιτική όπως αυτή προσδιορίζεται (λογιστικά) από την μεταβολή στα ανακοινωθέντα μερίσματα (όπως αυτά εμφανίζονται στις δημοσιευμένες Καταστάσεις Διανομής Κερδών) σε δύο διαδοχικές χρονιές. Δηλαδή η εξαρτημένη μεταβλητή μας είναι η

$$\Delta \text{Div}_{it} = \text{Div}_{it} - \text{Div}_{it-1}$$

όπου i = εταιρεία και $t, t-1$ δύο διαδοχικές χρονικές περίοδοι. Εάν θεωρήσουμε πως οι επιχειρήσεις θέτουν μακροχρόνιους στόχους για την μερισματική τους πολιτική (όπως συμπέρανε και ο Lintner) τότε η εξέταση της μερισματικής πολιτικής μέσω της μεταβολής στο μέρισμα ανάμεσα σε δύο χρήσεις ενδεχομένως να αποτελεί λανθασμένη υπόθεση. Όπως είδαμε στην Ενότητα 1 Περί Μερισματικής Πολιτικής αλλά και στην Ενότητα 3 στην ανασκόπηση της εργασίας του John Lintner (1956) οι διοικήσεις των επιχειρήσεων συνηθίζουν να θέτουν έναν μακροπρόθεσμο στόχο επιθυμητού ποσοστού διανομής κερδών προς το οποίο προσπαθούν να προσαρμοστούν σταδιακά και σε βάθος χρόνου. Η προσαρμογή προς το επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών γίνεται σταδιακά διότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων επιθυμούν η όποια αλλαγή στην μερισματική πολιτική να έχει μόνιμο χαρακτήρα και να μην επηρεάζεται από μεταβολές στις γενικότερες συνθήκες της οικονομίας που είναι δυνατόν να προκαλούν και μεταβολές στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Σε όλα τα παραπάνω έρχονται να προστεθούν και οι σημαντικές επιδράσεις τόσο του clientele effect όσο και του signal effect. Η πλειοψηφία των μετόχων της εκάστοτε επιχείρησης έχει κάποιο συγκεκριμένο προφίλ – προτιμήσεις σχετικά με το μέρισμα και ως εκ τούτου παρακολουθεί στενά τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης της οποίας έχει μερίδιο. Επιπλέον, υπάρχει πάντα και η προσπάθεια του συνόλου των επενδυτών να αντλήσουν επιπλέον πληροφόρηση για τις πραγματικές

δυνατότητες των επιχειρήσεων παρακολουθώντας τις αποφάσεις τους σχετικά με την διανομή μερίσματος. Αν τελικά όλα τα παραπάνω ισχύουν ή έστω ασκούν κάποια σημαντική επίδραση στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, ενδεχομένως η εξέταση της μερισματικής πολιτικής μέσω των μεταβολών στο διανεμηθέν μέρισμα να αποτελεί λανθασμένη υπόθεση, μια και οι οποιεσδήποτε αυξομειώσεις ίσως να αποτελούν κυρίως αποτέλεσμα έκτακτων μερισμάτων παρά μιας μόνιμης αλλαγής στην μερισματική πολιτική. Εάν λοιπόν δεχτούμε την επιθυμία των επιχειρήσεων για σταθερότητα στο διανεμηθέν μέρισμα από χρονιά σε χρονιά, μάλλον θα έπρεπε να εξετάσουμε την μερισματική πολιτική σαν επίπεδο διανεμηθέντος ποσού οπότε σαν εξαρτημένη μεταβλητή θέτουμε το διανεμηθέν μέρισμα χρήσεως, δηλαδή την παράμετρο Div_{it} .

Με βάση λοιπόν τα ανωτέρω θα προχωρήσουμε στην εξέταση των δύο παρακάτω υποθέσεων – οικονομετρικών εξισώσεων:

Υπόθεση 1

$$\Delta Div_{it} = a_{it} + X_1 X N.I._{it} + X_2 X Div_{it-1} + X_3 X \Delta CF_{it} + e_{it}$$

Υπόθεση 2

$$Div_{it} = a_{it} + X_1 X N.I._{it} + X_2 X Div_{it-1} + X_3 X CF_{it} + e_{it}$$

Και στις δύο υποθέσεις συμπεριλάβαμε δύο κοινούς παράγοντες: τα Καθαρά Κέρδη Χρήσεως ($N.I._{it}$) και το Μέρισμα Περασμένης Χρήσεως (Div_{it-1}). Οι παράγοντες που αλλάζουν είναι, εκτός από την εξαρτημένη μεταβλητή, οι μεταβλητές προσδιορισμού των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών. Επιθυμούμε όλοι οι συντελεστές συσχέτισης να είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί.

Στην Υπόθεση 1 θέτουμε σαν προσδιοριστικό παράγοντα την Μεταβολή στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές. Εφόσον εξετάζουμε τις μεταβολές στο διανεμηθέν μέρισμα, αναμένουμε πως μια θετική (αρνητική) μεταβολή στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές είναι πιο πιθανό να έχει κάποια θετική (αρνητική) επίδραση στην μεταβολή του διανεμηθέντος μερίσματος. Η

λογική πίσω από την συγκεκριμένη σκέψη είναι παρόμοια με την λογική που μας οδήγησε στην διατύπωση της Υπόθεσης 2. Εάν μία επιχείρηση διαθέτει επιπλέον ταμειακά διαθέσιμα από χρονιά σε χρονιά είναι πιθανό μέρος αυτών των διαθεσίμων να επιστραφεί στους μετόχους υπό την μορφή μερίσματος. Αντίθετα στην Υπόθεση 2 θέτουμε σαν προσδιοριστικό παράγοντα τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές σαν απόλυτο μέγεθος. Εάν οι επιχειρήσεις επιθυμούν μια διαχρονικά σταθερή διανομή μερίσματος με οποιοσδήποτε αυξήσεις να έχουν μόνιμο χαρακτήρα, τότε η προσπάθεια εξεύρεσης σχέσης μεταξύ μερίσματος και μεταβολών στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές μάλλον αποτελεί λανθασμένη υπόθεση. Αντίθετα, το ποσό διανεμηθέντος μερίσματος είναι πιο πιθανό να συνδέεται με το καθαρό επίπεδο – ποσό των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών. Μια διαχρονικά σταθερή σειρά λειτουργικών ταμειακών πλεονασμάτων είναι πιθανό να ασκεί μεγαλύτερη επίδραση σε μια μόνιμη αύξηση της μερισματικής πολιτικής. Αντίθετα, μια διαχρονικά σταθερή παρουσίαση λειτουργικών ταμειακών ελλειμμάτων ή / και οριακών μονάχα πλεονασμάτων είναι πιθανό να ασκεί μια μόνιμη αρνητική επίδραση στο επίπεδο του διανεμηθέντος μερίσματος.

Τέλος, πρέπει να πούμε πως για κάθε Υπόθεση τρέξαμε δύο διαφορετικές παλινδρομήσεις: στην πρώτη παλινδρόμηση ο προσδιορισμός των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών έγινε με την Ελληνική μέθοδο ενώ στην δεύτερη παλινδρόμηση ο προσδιορισμός των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών έγινε με την Αμερικανική μέθοδο. Τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα ακολουθούν στην επόμενη ενότητα.

ΕΝΟΤΗΤΑ 5: ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με βάση τα όσα αναπτύξαμε στις προηγούμενες ενότητες καταλήξαμε στην υιοθέτηση της μεθόδου και στον σχηματισμό της υποθέσεως όπως αναλύθηκαν στην Ενότητα 4. Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι αυτή των pooled ελαχίστων τετραγώνων (pooled least squares) όπως μας παρέχεται από το λογισμικό που χρησιμοποιήσαμε (Eviews). Η φύση των data (cross section data για διάστημα μιας δεκαετίας) μας οδήγησαν στην χρησιμοποίηση της συγκεκριμένης μεθόδου επεξεργασίας, ώστε να επιτύχουμε ένα όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστο αποτέλεσμα. Με αυτό τον τρόπο αποκτούμε ένα αρκετά μεγάλο δείγμα παρατηρήσεων (138 εταιρείες X 10 χρόνια = 1380 παρατηρήσεις ετήσιας εταιρικής συμπεριφοράς για τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές) που εν μέρει μας βοηθά να ξεπεράσουμε τον περιορισμένο αριθμό εταιρειών με επαρκής πληροφορίες (138) και το μικρό σχετικά χρονικό διάστημα παρατήρησης (10 χρόνια). Έγινε έλεγχος δύο βασικών μοντέλων – υποθέσεων, όπως αυτά αναπτύχθηκαν στην Ενότητα 4. Για κάθε μοντέλο χρησιμοποιήσαμε δύο διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού των ταμειακών ροών, τον Ελληνικό και τον Αμερικανικό. Τελικά, έχουμε τέσσερις διαφορετικές παλινδρομήσεις για να ελέγξουμε δύο διαφορετικά μοντέλα – υποθέσεις. Τα αποτελέσματα ακολουθούν στην συνέχεια.

5.1 Ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές (σύμφωνα με την Ελληνική μέθοδο υπολογισμού) στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής.

TABLE 1				
Dependent Variable: CHGDIVDECL?				
Method: Pooled Least Squares				
Sample(adjusted): 1 138				
Included observations: 138 after adjusting endpoints				
Total panel (balanced) observations 1380				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	39.81657	116.0666	0.343049	0.7316
NETINC?	0.218750	0.007019	31.16325	0.0000
CHGCFGREEK?	-0.005570	0.001651	-3.374008	0.0008
PREVDIV?	-0.280129	0.011760	-23.82007	0.0000
R-squared	0.437722	Mean dependent var	474.4572	
Adjusted R-squared	0.436496	S.D. dependent var	5630.283	
S.E. of regression	4226.479	Sum squared resid	2.46E+10	
Log likelihood	-12555.73	F-statistic	357.0626	
Durbin-Watson stat	2.063603	Prob(F-statistic)	0.000000	

Η πρώτη παλινδρόμηση που τρέξαμε (βασιζόμενοι στην εξίσωση 1 που καθορίσαμε στην Ενότητα 4) είναι της μορφής

$$\Delta Div_{it} = a_{it} + X_1 \times N.I._{it} + X_2 \times Div_{it-1} + X_3 \times \Delta CFGREEK_{it} + e_{it} \quad (1)$$

όπου ΔDiv_{it} = η μεταβολή στο μέρισμα της εταιρείας i την χρονική στιγμή t , (στον Πίνακα 1 η μεταβλητή έχει ονομαστεί CHGDIVDECL)

$N.I._{it}$ = τα καθαρά κέρδη προς διανομή (Κέρδη μετά Φόρων) της εταιρείας i την χρονική στιγμή t , (στον Πίνακα 1 η μεταβλητή έχει ονομαστεί NETINC)

Div_{it-1} = το μέρισμα της εταιρείας i την χρονική στιγμή $t - 1$, (στον Πίνακα 1 η μεταβλητή έχει ονομαστεί PREVDIV)

$\Delta CFGREEK_{it}$ = η μεταβολή στις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας i την χρονική στιγμή t και σύμφωνα με τον ελληνικό τρόπο υπολογισμού (στον Πίνακα 1 η μεταβλητή έχει ονομαστεί CHGCFGREEK).

Τα αποτελέσματα εμφανίζονται στον Πίνακα 1. Το μοντέλο έχει $R^2 = 0,4377$. Η ερμηνευτική του ικανότητα λοιπόν μπορούμε να πούμε πως κινείται σε μέτρια επίπεδα, μια και σε ένα ποσοστό ανώτερο του 56% η μεταβλητικότητα της εξαρτημένης μεταβλητής (μεταβολή του μερίσματος) δεν

εξηγείται από το μοντέλο. Παρατηρούμε πως η σταθερά a_{it} παρουσιάζει μικρή στατιστική σημαντικότητα (t Statistic $< |2|$) οπότε η σταθερά απορρίπτεται από το μοντέλο.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές είναι όλες στατιστικά σημαντικές (t Statistic $> |2|$) οπότε καταρχήν αποδεχόμαστε πως παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με την μεταβλητικότητα της μερισματικής πολιτικής. Όμως, παρατηρούμε πως η υπόθεσή μας (συντελεστές θετικοί) παραβιάζεται για δύο από τις τρεις μεταβλητές. Πιο συγκεκριμένα, τόσο το μέρισμα περασμένης χρήσης όσο και η μεταβολή στις λειτουργικές ταμειακές ροές εμφανίζουν (σύμφωνα με το μοντέλο) να έχουν αντίθετη συμπεριφορά σε σχέση με τις μεταβολές του μερίσματος. Αντίθετα, τα Καθαρά Κέρδη εμφανίζουν θετικό πρόσημο, επιβεβαιώνοντας την υπόθεσή μας.

Σύμφωνα με την θεωρία και όλα όσα αναπτύξαμε στις Ενότητες 1 και 2 είναι μάλλον απίθανο μια μείωση στο μέρισμα περασμένης χρήσεως ή στις λειτουργικές ταμειακές ροές να έχει σαν επακόλουθο μια αύξηση στην μεταβολή του μερίσματος χρήσεως. Αν και οι συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί, δεν μπορούμε να αποδεχτούμε το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης μια και είναι αντίθετο προς την θεωρία. Από την συγκεκριμένη παλινδρόμηση ουσιαστικά το μόνο που κρατάμε είναι η υψηλή ερμηνευτική ικανότητα των Καθαρών Κερδών, ο ένας από τους δύο σημαντικούς παράγοντες που ανακάλυψε ο John Lintner (1956). Ο άλλος παράγοντας, δηλαδή το μέρισμα περασμένης χρήσεως, αν και στο μοντέλο εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός, απορρίπτεται λόγω του αρνητικού προσήμου.

5.2 Ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές (σύμφωνα με την Αμερικανική μέθοδο υπολογισμού) στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής.

TABLE 2				
Dependent Variable: CHGDIVDECL?				
Method: Pooled Least Squares				
Sample(adjusted): 1 138				
Included observations: 138 after adjusting endpoints				
Total panel (balanced) observations 1380				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.60144	116.4260	0.322964	0.7468
NETINC?	0.219921	0.007143	30.78871	0.0000
CHGCFDIR?	-0.003170	0.001880	-1.685954	0.0920
PREVDIV?	-0.282331	0.011921	-23.68379	0.0000
R-squared	0.434239	Mean dependent var		474.4572
Adjusted R-squared	0.433005	S.D. dependent var		5630.283
S.E. of regression	4239.549	Sum squared resid		2.47E+10
Log likelihood	-12555.66	F-statistic		352.0405
Durbin-Watson stat	2.063300	Prob(F-statistic)		0.000000

Η δεύτερη παλινδρόμηση που τρέξαμε είναι παρόμοια με την πρώτη, με την διαφορά του τρόπου υπολογισμού των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές: στην δεύτερη παλινδρόμηση οι λειτουργικές ταμειακές ροές υπολογίστηκαν σύμφωνα με τον Αμερικανικό τρόπο υπολογισμού. Έτσι, η εξίσωση (1) παίρνει την μορφή

$$\Delta \text{Div}_{it} = a_{it} + X_1 X \text{N.I.}_{it} + X_2 X \text{Div}_{it-1} + X_3 X \Delta \text{CFDIR}_{it} + e_{it} \quad (2)$$

όπου ΔCFDIR_{it} = η μεταβολή στις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας i την χρονική στιγμή t και σύμφωνα με τον αμερικανικό τρόπο υπολογισμού (στον Πίνακα 2 η μεταβλητή έχει ονομαστεί CHGCFDIR).

Τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης (όπως εμφανίζονται στον Πίνακα 2) είναι σε μεγάλο ποσοστό παρόμοια με αυτά της πρώτης. Το R^2 ισούται με 0,4342, σχεδόν ίσο δηλαδή με το R^2 της πρώτης παλινδρόμησης. Με παρόμοιο τρόπο, οι συντελεστές των Καθαρών Κερδών και του προηγούμενου μερίσματος παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικοί (όπως φαίνεται από τα t – Statistic) ενώ η σταθερά απορρίπτεται από το

μοντέλο λόγω χαμηλής στατιστικής σημαντικότητας. Όσον αφορά το πρόσημο του συντελεστή συσχέτισης της μεταβλητής των Καθαρών Κερδών εμφανίζεται θετικό, ενώ το αντίστοιχο του μερίσματος προηγούμενης χρήσεως εμφανίζεται αρνητικό (ακριβώς όπως και στην παλινδρόμηση 1).

Η διαφορά στα αποτελέσματα των δύο παλινδρομήσεων – υποθέσεων εντοπίζεται στην στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή συσχέτισης της μεταβολής των λειτουργικών ταμειακών ροών. Με $t - student < |2|$ ο συγκεκριμένος εκτιμητής απορρίπτεται. Πάντως, και στις δύο περιπτώσεις οι εκτιμητές που αντιστοιχούν στις μεταβολές των λειτουργικών ταμειακών ροών απορρίπτονται λόγω αρνητικού προσήμου. Όσον αφορά την διαφορά στην στατιστική σημαντικότητα των δύο εκτιμητών, μπορούμε ενδεχομένως να υποθέσουμε πως ο διαφορετικός τρόπος υπολογισμού (όπως αναφέρθηκε στην Ενότητα 4) έχει κάποια επίδραση σε αυτό το γεγονός. Ούτως ή άλλως, κανένας από τους δύο τρόπους δεν φαίνεται να παρουσιάζει αξιόλογη ερμηνευτική ικανότητα, οπότε η όποια διαφορά στον τρόπο υπολογισμού των λειτουργικών ταμειακών ροών μπορούμε να πούμε πως δεν έχει καμία επίπτωση στην παροχή πληροφόρησης τουλάχιστον όσον αφορά την μεταβολή στην μερισματική πολιτική. Η όποια διαφορά στις δύο μεθόδους (όπως αναφέρθηκε και στην Ενότητα 2) μάλλον εξαντλείται στον τρόπο ορισμού και παρουσίασης των λειτουργικών ταμειακών ροών προς τους πάσης φύσεως ενδιαφερόμενους.

5.3 Ερμηνευτική ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών (όπως υπολογίζονται από την Ελληνική μέθοδο) στην διανομή μερίσματος χρήσεως

TABLE 3				
Dependent Variable: DIV?				
Method: Pooled Least Squares				
Sample(adjusted): 1 138				
Included observations: 138 after adjusting endpoints				
Total panel (balanced) observations 1380				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	47.66435	116.6846	0.408489	0.6830
CFGREEK?	0.002476	0.002636	0.939235	0.3478
NETINC?	0.216653	0.007156	30.27483	0.0000
PREVDIV?	0.714927	0.013232	54.03099	0.0000
R-squared	0.969083	Mean dependent var	4757.222	
Adjusted R-squared	0.969015	S.D. dependent var	24094.66	
S.E. of regression	4241.261	Sum squared resid	2.48E+10	
Log likelihood	-12572.68	F-statistic	14376.58	
Durbin-Watson stat	2.065452	Prob(F-statistic)	0.000000	

Η τρίτη παλινδρόμηση που τρέξαμε βασίζεται στην εξίσωση 2 που καθορίσαμε στην Ενότητα 4. Αντιστοιχεί στην δεύτερη υπόθεση και είναι της μορφής

$$D_{it} = a_{it} + X_1 \times N.I._{it} + X_2 \times Div_{it-1} + X_3 \times CFGREEK_{it} + e_{it} \quad (3)$$

όπου Div_{it} = το μέρισμα της εταιρείας i την χρονική στιγμή t , (στον Πίνακα 3 η μεταβλητή έχει ονομαστεί DIV)

$N.I._{it}$ = τα καθαρά κέρδη προς διανομή (Κέρδη μετά Φόρων) της εταιρείας i την χρονική στιγμή t , (στον Πίνακα 3 η μεταβλητή έχει ονομαστεί NETINC)

Div_{it-1} = το μέρισμα της εταιρείας i την χρονική στιγμή $t - 1$, (στον Πίνακα 3 η μεταβλητή έχει ονομαστεί PREVDIV)

$CFGREEK_{it}$ = οι λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας i την χρονική στιγμή t και σύμφωνα με τον ελληνικό τρόπο υπολογισμού (στον Πίνακα 3 η μεταβλητή έχει ονομαστεί CFGREEK).

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης 3 έρχονται εμφανώς σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των δύο προηγούμενων παλινδρομήσεων που ανήκουν στην Υπόθεση 1. Αρχικά, το R^2 εμφανίζεται στο 0,9691 υποδηλώνοντας

σημαντικότερη ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου: η εξίσωση εμφανίζεται να εξηγεί την διανομή μερίσματος χρήσεως σχεδόν εξ ολοκλήρου. Όσον αφορά την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών (t – Statistic), έχουμε τα εξής ενδιαφέροντα συμπεράσματα:

α) Η σταθερά (ακριβώς όπως και στις δύο προηγούμενες παλινδρομήσεις) απορρίπτεται,

β) Ο συντελεστής των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι στατιστικά μη σημαντικός. Συμπεραίνουμε πως οι λειτουργικές ταμειακές ροές όπως προσδιορίζονται από τον Ελληνικό τρόπο υπολογισμού δεν παρέχουν πληροφόρηση ούτε στην περίπτωση της διανομής μερίσματος χρήσεως σαν απόλυτο μέγεθος.

Όσον αφορά τους συντελεστές που αντιστοιχούν στα Καθαρά Κέρδη και στο Μέρισμα προηγούμενης χρήσεως, παρατηρούμε πως εμφανίζονται θετικοί και στατιστικά σημαντικοί. Ουσιαστικά σε αυτή την εξίσωση έχουμε πλήρη επιβεβαίωση των συμπερασμάτων του Lintner (1956), με πιο σημαντικό εκτιμητή του μερίσματος χρήσεως να αναδεικνύεται το μέρισμα περασμένης χρήσεως (υψηλό t – Student, υψηλός συντελεστής συσχέτισης) με αμέσως επόμενο παράγοντα τα Καθαρά Κέρδη Χρήσεως.

5.4 Ερμηνευτική ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών (όπως υπολογίζονται από την Αμερικανική μέθοδο) στην διανομή μερίσματος χρήσεως

TABLE 4				
Dependent Variable: DIV?				
Method: Pooled Least Squares				
Sample(adjusted): 1 138				
Included observations: 138 after adjusting endpoints				
Total panel (balanced) observations 1380				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	69.28061	116.5022	0.594672	0.5522
CFDIR?	0.009041	0.002997	3.016947	0.0026
NETINC?	0.209946	0.007493	28.01977	0.0000
PREVDIV?	0.704931	0.012853	54.84491	0.0000
R-squared	0.969266	Mean dependent var	4757.222	
Adjusted R-squared	0.969199	S.D. dependent var	24094.66	
S.E. of regression	4228.658	Sum squared resid	2.46E+10	
Log likelihood	-12599.84	F-statistic	14465.14	
Durbin-Watson stat	2.066869	Prob(F-statistic)	0.000000	

Στην τέταρτη παλινδρόμηση που τρέξαμε, αντικαταστήσαμε τις λειτουργικές ταμειακές ροές όπως υπολογίστηκαν με την Ελληνική μέθοδο με τις λειτουργικές ταμειακές ροές όπως υπολογίστηκαν με την Αμερικανική μέθοδο. Η εξίσωση (3) γίνεται

$$D_{it} = a_{it} + X_1 X N.I._{it} + X_2 X Div_{it-1} + X_3 X CFDIR_{it} + e_{it} \quad (4)$$

όπου $CFDIR_{it}$ = οι λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας i την χρονική στιγμή t και σύμφωνα με τον Αμερικανικό τρόπο υπολογισμού (στον Πίνακα 4 η μεταβλητή έχει ονομαστεί CFDIR).

Τα συμπεράσματα είναι παρόμοια με αυτά της παλινδρόμησης 3. Το μοντέλο έχει υψηλή ερμηνευτική ικανότητα ($R^2 = 0,9692$). Η σταθερά απορρίπτεται, ενώ οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών του Μερίσματος προηγούμενης χρήσης και των Καθαρών Κερδών παρουσιάζονται θετικοί και στατιστικά σημαντικοί. Η διαφορά με την παλινδρόμηση 3 εντοπίζεται στον συντελεστή συσχέτισης των λειτουργικών ταμειακών ροών και στην στατιστική του σημαντικότητα.

Όπως μπορούμε να δούμε στον πίνακα 4, ο συντελεστής συσχέτισης των λειτουργικών ταμειακών ροών όπως προσδιορίζονται από την Αμερικανική μέθοδο είναι στατιστικά σημαντικός και οριακά θετικός. Είναι η μοναδική από τις τέσσερις περιπτώσεις που εξετάσαμε όπου έχουμε επιβεβαίωση της υπόθεσης και της θεωρίας. Βέβαια, παρατηρούμε πως ακόμα και σε αυτή την περίπτωση η ερμηνευτική ικανότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι στην πραγματικότητα οριακή. Για άλλη μια φορά ως ισχυρότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες εμφανίζονται το Μέρισμα προηγούμενης χρήσεως και τα Καθαρά Κέρδη. Η συνεισφορά των λειτουργικών ταμειακών ροών είναι τόσο μικρή, που ενδεχομένως θα μπορούσαμε και να την αγνοήσουμε.

5.5 Συμπεράσματα

Σαν πρώτο συμπέρασμα μπορούμε να πούμε πως τα αποτελέσματα των τεσσάρων παλινδρομήσεων που τρέξαμε έρχονται σε συμφωνία με τα συμπεράσματα των προηγούμενων μελετών της Simmons (1994) και του Lintner (1956). Εάν εξετάσουμε την μερισματική πολιτική σε επίπεδο μεταβολής μερίσματος, παρατηρούμε πως ο μόνος αξιόπιστος εκτιμητής είναι τα Καθαρά Κέρδη χρήσεως. Η θετική συσχέτιση των Καθαρών Κερδών Χρήσεως με την μεταβολή στο διανεμηθέν μέρισμα (όπως τελικά προκύπτει από τον έλεγχο της Υπόθεσης 1) είναι σε συμφωνία με την θεωρία της χρηματοοικονομικής και όσα έχουμε αναπτύξει για τα ζητήματα που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική. Η διατήρηση των Καθαρών Κερδών σε ένα διαχρονικά σταθερό επίπεδο και κάποια αυξητική τους τάση με μόνιμο χαρακτήρα θα μπορούσε να επιτρέψει στην διοίκηση μιας επιχείρησης να λάβει κάποια απόφαση αύξησης της διανομής μερίσματος. Άλλωστε, όπως έχουμε αναπτύξει και σε προηγούμενα σημεία της παρούσας εργασίας, οι μέτοχοι και οι επενδυτές είναι δυνατόν να αντλήσουν επιπλέον πληροφόρηση για τις μελλοντικές προοπτικές μιας επιχείρησης μέσω των αποφάσεων της μερισματικής πολιτικής. Και για την πλειοψηφία των ενδιαφερομένων, η πιο σημαντική απεικόνιση των δυνατοτήτων και των προοπτικών των επιχειρήσεων είναι η διαχρονικά ισχυρή καθαρή κερδοφορία.

Το μέρισμα προηγούμενης χρήσεως, αν και στατιστικά σημαντικό και στις δύο παλινδρομήσεις (1 και 2), έχει αρνητικό πρόσημο κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία. Με βάση τα όσα αναπτύξαμε στην Ενότητα 1 και 2 είναι μάλλον απίθανο να δεχτούμε πως μια αύξηση στο επίπεδο του Μερίσματος προηγούμενης χρήσεως μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα μια μείωση στην μεταβολή του μερίσματος τρέχουσας χρήσεως. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα έρχεται σε αντίθεση τόσο με τις επιδράσεις του clientele effect όσο και του signal effect και ακόλουθα της ενσωμάτωσης πληροφόρησης στις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής. Όταν μια επιχείρηση έχει φτάσει σε κάποιο επίπεδο διανεμηθέντος μερίσματος είναι μάλλον απίθανο μια μεταβολή αυτού την προηγούμενη περίοδο να οδηγήσει σε μεταβολή του μερίσματος προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι μέτοχοι της επιχείρησης θα περίμεναν είτε μια μηδενική συσχέτιση – αύξηση στην μεταβολή του διανεμηθέντος μερίσματος είτε μια καθαρά θετική συσχέτιση. Με δεδομένα λοιπόν όλα τα ανωτέρω και σε συνδυασμό με το γεγονός πως οι επιχειρήσεις επιθυμούν να επιδεικνύουν μια σταθερότητα στην μερισματική τους πολιτική απορρίπτουμε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για την συγκεκριμένη μεταβλητή.

Όσον αφορά την ερμηνευτική ικανότητα των μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές (όπως αυτές υπολογίζονται και με την Ελληνική και με την Αμερικανική μέθοδο) τίθεται σε αμφισβήτηση, μια και αφενός στην περίπτωση της Ελληνικής μεθόδου υπολογισμού παρουσιάζουν οριακά αρνητικό πρόσημο, αφετέρου στην περίπτωση του Αμερικανικού τρόπου υπολογισμού έχουμε χαμηλή στατιστική σημαντικότητα. Σύμφωνα με όσα αναπτύξαμε στην παρούσα εργασία για τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές θεωρούμε μάλλον απίθανο μια αύξηση στην μεταβολή αυτών να οδηγήσει σε μια μείωση (έστω και οριακά) στην μεταβολή του μερίσματος. Κάτι τέτοιο θα ήταν δυνατό να το παρατηρήσουμε σε εξαιρετικές περιπτώσεις ύπαρξης μεγάλου αριθμού επικερδών επενδυτικών ευκαιριών για κάποια επιχείρηση που απαιτούν πρόσθετη χρηματοδότηση. Σε αυτή την περίπτωση ίσως να παρατηρούσαμε μια μηδενική (ή ακόμα και οριακά αρνητική όπως είναι το αποτέλεσμα της παλινδρόμησής μας) συσχέτιση μεταξύ μεταβολών στην διανομή μερίσματος και μεταβολών στις λειτουργικές ταμειακές ροές. Κάτι τέτοιο όμως θα περιμέναμε να το συναντήσουμε για μεμονωμένες

επιχειρήσεις και για μικρά χρονικά διαστήματα, ενώ στην συγκεκριμένη περίπτωση το συναντάμε για ένα μεγάλο δείγμα εισηγμένων επιχειρήσεων και κατά την διάρκεια μιας σημαντικής χρονικής περιόδου.

Εάν κάνουμε μια σύγκριση των αποτελεσμάτων της Υπόθεσης 1 με τα συμπεράσματα της Simmons, παρατηρούμε πως έχουμε παρόμοια αποτελέσματα: αρνητικό πρόσημο στις λειτουργικές ταμειακές ροές και σε πολλές περιπτώσεις αρνητικό πρόσημο και στα Μερίσματα περασμένης χρήσεως. Επιπλέον, και τα R^2 των μοντέλων της Simmons (1994) σε καμία περίπτωση δεν ξεπερνούν το 0,4427. Τα παρόμοια αποτελέσματα που τελικά έρχονται σε αντίθεση με τα όσα αναπτύξαμε στις προηγούμενες ενότητες ίσως τελικά να οφείλονται σε λανθασμένη διατύπωση της υποθέσεως: μια αύξηση (μείωση) στις λειτουργικές ταμειακές ροές ίσως να μην είναι απαραίτητο να οδηγήσει απευθείας σε μια αύξηση (μείωση) στην διανομή μερίσματος. Εάν τελικά αληθεύει το γεγονός πως οι διοικήσεις των επιχειρήσεων επικεντρώνονται στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο θέτοντας ως μακροπρόθεσμο στόχο να φτάσουν σε ένα ποσοστό διανομής κερδών το οποίο θα μπορεί να διατηρηθεί και στο μέλλον ανεξάρτητα από τις οποιοσδήποτε μεταβολές στις γενικότερες συνθήκες της οικονομίας και στις ειδικότερες συνθήκες της επιχείρησης, ενδεχομένως οι αυξομειώσεις στις λειτουργικές ταμειακές ροές να μην οδηγούν σε αντίστοιχες αυξομειώσεις στην μεταβολή του μερίσματος.

Ο έλεγχος της Υπόθεσης 2 (και με τις δύο παλινδρομήσεις) μας δίνει πιο ορθολογικά αποτελέσματα. Αφενός έχουμε πλήρη επιβεβαίωση των συμπερασμάτων του Lintner (1956), με τα Καθαρά Κέρδη Χρήσεως και το Μέρισμα Προηγούμενης Χρήσεως να αποδεικνύονται οι πιο σημαντικοί εκτιμητές του Μερίσματος Τρέχουσας Χρήσεως. Επιπλέον, όπως και στα αποτελέσματα του Lintner (1956), ο συντελεστής συσχέτισης του Μερίσματος προηγούμενης χρήσεως ήταν μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο των Καθαρών Κερδών ενώ και το R^2 των αντίστοιχων μοντέλων του Lintner (1956) προσέγγιζε το 0,97. Τέλος, όσον αφορά την ερμηνευτική ικανότητα των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών (σαν απόλυτο νούμερο αυτή την φορά), διαπιστώσαμε πως προσφέρουν οριακή πληροφόρηση μονάχα στην περίπτωση που υιοθετηθεί η Αμερικάνικη μέθοδος υπολογισμού.

Τα αποτελέσματα της Υποθέσεως 2 ενδεχομένως οφείλονται σε πιο σωστή διατύπωση αυτής. Εάν τελικά οι αποφάσεις των επιχειρήσεων για την μερισματική πολιτική όντως εκφράζονται μέσω της διανομής ενός διαχρονικά διατηρήσιμου ποσού, μοιάζει είναι πιο ορθολογικό να αναζητήσουμε μια απευθείας σχέση με το Μέρισμα Προηγούμενης Χρήσεως και με τα Καθαρά Κέρδη Τρέχουσας Χρήσεως (μια και το τελικό ποσό που θα διανεμηθεί υπαγορεύεται πάντα σαν ποσοστό των Καθαρών Κερδών). Με βάση λοιπόν τα όσα αναπτύξαμε στην Ενότητα 1 Περί Μερισματικής πολιτικής και στην Ενότητα 3 στην ανασκόπηση της έρευνας του John Lintner (1956), διαπιστώνουμε πως ο ισχυρότερος εκτιμητής του μερίσματος τρέχουσας χρήσεως για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι το επίπεδο του διανεμηθέντος μερίσματος της προηγούμενης χρήσεως. Πρόκειται για ένα συμπέρασμα που είναι απόλυτα σύμφωνο με την θεωρία και υποδεικνύει πως οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν σαν πρώτη προτεραιότητα την διατήρηση του υπάρχοντος ποσοστού διανομής κερδών.

Ο υψηλός βαθμός συσχέτισης μεταξύ μερίσματος τρέχουσας χρήσεως και προηγούμενης χρήσεως έρχεται σε συμφωνία με όλους τους παράγοντες που θεωρούμε πως επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, είτε πρόκειται για clientele effect, είτε για signal effect και ενσωμάτωση επιπλέον πληροφορήσης. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν πως όταν οι επιχειρήσεις φθάσουν σε ένα επίπεδο διανομής κερδών διστάζουν να προχωρήσουν στη διανομή κάποιου ποσού μικρότερου από αυτό.

Η ανάδειξη των Καθαρών Κερδών Χρήσεως σαν τον δεύτερο σημαντικότερο προσδιοριστικό παράγοντα του διανεμηθέντος μερίσματος χρήσεως είναι ένα αναμενόμενο και ορθολογικό αποτέλεσμα. Η διανομή του μερίσματος σαν ποσοστό των κερδών (όπως υπαγορεύεται και από την νομοθεσία) προϊδεάζει εκ των προτέρων για την ύπαρξη υψηλής συσχέτισης μεταξύ των δύο. Επιπλέον, στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων έρχονται να προστεθούν και όσα αναφέραμε προηγουμένως στην παρούσα υποενότητα, και πιο συγκεκριμένα όσον αφορά την απεικόνιση των πραγματικών δυνατοτήτων και προοπτικών μιας επιχείρησης σε μια διαχρονικά σταθερή κερδοφορία η οποία εκφράζεται και στην μερισματική πολιτική μέσω ενός διαχρονικά σταθερού ποσοστού διανομής κερδών.

Όσον αφορά τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές, τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης 2 της Υπόθεσης 2 είναι κατ' αρχήν αναμενόμενα. Ενδεχομένως βέβαια να περιμέναμε λίγο υψηλότερο βαθμό συσχέτισης μεταξύ διανεμηθέντος μερίσματος χρήσεως και Λειτουργικών Ταμειακών Ροών Χρήσεως. Η τελική οριακή επιπλέον πληροφόρηση που μας παρέχουν οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές σε σχέση με την μερισματική πολιτική ίσως να οφείλεται στην προαναφερόμενη βούληση των διοικήσεων των επιχειρήσεων για σταθερότητα στην διανομή μερίσματος όπως αυτή εκφράζεται μέσω ενός διαχρονικά διατηρήσιμου ποσοστού διανομής κερδών. Εάν παρατηρούσαμε υψηλό βαθμό συσχέτισης μεταξύ Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και διανεμηθέντος μερίσματος, οποιαδήποτε αυξομείωση στο επίπεδο των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών θα οδηγούσε σε αυξομείωση του επιπέδου του διανεμηθέντος μερίσματος, κάτι που τελικά μάλλον δεν είναι επιθυμητό από την πλειοψηφία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μια υψηλή συσχέτιση Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και διανεμηθέντος μερίσματος ενδεχομένως να έδινε λάθος μήνυμα για την μακροπρόθεσμη κερδοφορία της επιχείρησης (εάν παρακολουθούσαμε μια μείωση των ταμειακών ροών και αντίστοιχα μια μείωση του διανεμηθέντος μερίσματος). Τέλος, θα πρέπει άλλη μια φορά να τονίσουμε την λογιστική συσχέτιση μεταξύ κερδών και μερισμάτων, κάτι που δεν ισχύει στην περίπτωση των μερισμάτων με τις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Όπως αναφέραμε στον Πρόλογο της παρούσας εργασίας, ο σκοπός της ήταν να διερευνηθεί η πληροφοριακή ικανότητα των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών σε σχέση με την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Το τελικό μας συμπέρασμα από τα δύο οικονομετρικά μοντέλα που αναπτύξαμε είναι πως η επιπλέον πληροφόρηση που παρέχουν οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές είναι τελικά οριακή. Και από αυτή την μελέτη επιβεβαιώθηκε πως ισχυρότεροι εκτιμητές της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων παραμένουν τα Καθαρά Κέρδη και το Μέρισμα της Προηγούμενης Χρήσεως.

Σε αυτό το σημείο πιστεύουμε πως είναι δόκιμο να αναφέρουμε κάποιους περιορισμούς της μελέτης που πιθανόν να επηρεάζουν και τα τελικά αποτελέσματα. Σαν σημαντικότερο περιορισμό θεωρούμε την ύπαρξη μικρού αριθμού εισηγμένων εταιρειών με περίοδο ελεύθερης διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο της δεκαετίας. Ενδεχομένως η ύπαρξη ενός μεγαλύτερου δείγματος να μας οδηγούσε σε πιο αξιόπιστα συμπεράσματα. Δεδομένης της ανυπαρξίας της Ελληνικής αγοράς να μας δώσει περισσότερα στοιχεία, θα μπορούσαμε να είχαμε νέο έλεγχο των υποθέσεων μετά από κάποια έτη για να δούμε εάν τα συμπεράσματά μας έχουν διαχρονική εφαρμογή.

Επίσης, είναι πιθανό η πληροφοριακή ικανότητα των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών να αλλάζει ανάλογα με την φάση της οικονομικής ζωής στην οποία βρίσκεται κάθε επιχείρηση ή / και τον κλάδο δραστηριότητάς της. Το προαναφερόμενο μικρό δείγμα εισηγμένων με διαθέσιμα στοιχεία για χρονικό διάστημα δεκαετίας δεν μας αφήνει περιθώρια κλαδικής μελέτης ή / και χωρισμού των επιχειρήσεων με βάση την φάση της οικονομικής τους ζωής στην οποία βρίσκονται. Η λύση στον συγκεκριμένο περιορισμό θα μπορούσε να ήταν και πάλι η επανάληψη της μελέτης ύστερα από κάποιο χρονικό διάστημα ώστε να υπάρχουν διαθέσιμα περισσότερα στοιχεία.

Τέλος, η αδυναμία της μελέτης να καθορίσει πληροφοριακή σχέση μεταξύ των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών και της μερισματικής πολιτικής δεν είναι απαραίτητο να υπαγορεύει κάποιο γενικότερο συμπέρασμα για την πληροφοριακή ικανότητα των Ταμειακών Ροών. Ενδεχομένως οι Λειτουργικές Ταμειακές Ροές να παρέχουν πληροφόρηση για άλλα ζητήματα – αποφάσεις

των επιχειρήσεων (πχ. επενδυτικές αποφάσεις) που όμως δεν αποτελούσαν αντικείμενο της παρούσας έρευνας.

Πιστεύουμε πως η συγκεκριμένη εργασία μπορεί να προσφέρει μια μικρή συνδρομή στο άνοιγμα μιας πιο συστηματικής μελλοντικής έρευνας για την χρησιμότητα των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών γενικότερα και των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών ειδικότερα. Το σίγουρο είναι πως το συγκεκριμένο πεδίο είναι ακόμα ανοιχτό, με πολλά περιθώρια για περαιτέρω μελέτη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 : ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΒΑΣΙΚΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΡΧΗΣ – ΕΜΜΕΣΟΣ ΤΡΟΠΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η βασική λογιστική αρχή είναι η ακόλουθη:

Ενεργητικό = Παθητικό + Καθαρή Θέση

Τα στοιχεία του Ενεργητικού αναλύονται σε Κυκλοφορούν Ενεργητικό και σε Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό. Με την σειρά του το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αναλύεται σε Μετρητά και Λοιπά Στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού. Το Παθητικό πάλι αναλύεται σε Βραχυπρόθεσμο Παθητικό και Μακροπρόθεσμο Παθητικό. Τέλος, ορίζουμε την Καθαρή Θέση σαν Μετοχικό Κεφάλαιο συν Παρακρατηθέντα Κέρδη (για λόγους απλούστευσης θα συμπεριλάβουμε όλα τα στοιχεία αποθεματικών). Έτσι, η βασική λογιστική αρχή μετασχηματίζεται σε:

Μετρητά + Κυκλοφορούν Ενεργητικό + Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό = (Βραχυπρόθεσμο Παθητικό + Μακροπρόθεσμο Παθητικό) + (Μετοχικό Κεφάλαιο + Παρακρατηθέντα Κέρδη) -

Μετρητά = (Βραχυπρόθεσμο Παθητικό + Μακροπρόθεσμο Παθητικό) + (Μετοχικό Κεφάλαιο + Παρακρατηθέντα Κέρδη) - (Κυκλοφορούν Ενεργητικό + Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό)

Είναι ευνόητο πως η μεταβολή (διαφορά από την μία λογιστική χρήση στην άλλη) των μετρητών ισοδυναμεί με την μεταβολή των ταμειακών ροών (ΔΤΡ). Ως εκ τούτου, η ανωτέρω σχέση μετασχηματίζεται ως εξής:

ΔΤΡ = Δ (Βραχυπρόθεσμο Παθητικό + Μακροπρόθεσμο Παθητικό) + Δ (Μετοχικό Κεφάλαιο + Παρακρατηθέντα Κέρδη) - Δ (Κυκλοφορούν Ενεργητικό + Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό)

Από τις βασικές αρχές χρηματοοικονομικής λογιστικής μπορούμε να ορίσουμε τα εξής:

Βραχυπρόθεσμο Παθητικό = Υποχρεώσεις προς Προμηθευτές + Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός περιόδου + Μερίσματα + Ασφαλιστικοί Οργανισμοί + Λοιπά Στοιχεία Βραχυπρόθεσμου Παθητικού + Φόροι

Μακροπρόθεσμο Παθητικό = Μακροπρόθεσμος Δανεισμός (για λόγους απλούστευσης δεν συμπεριλαμβάνουμε τα Λοιπά Στοιχεία Μακροπρόθεσμου Παθητικού)

Κυκλοφορούν Ενεργητικό = Σύνολο Απαιτήσεων + Σύνολο Αποθεμάτων

Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό = Καθαρά Πάγια (για λόγους απλούστευσης δεν συμπεριλαμβάνουμε τις συμμετοχές και τις θεωρούμε σαν πάγια στοιχεία)

Η εξίσωση μετασχηματίζεται εκ νέου:

$\Delta TP = \Delta$ (Υποχρεώσεις προς Προμηθευτές + Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός περιόδου + Μερίσματα + Ασφαλιστικοί Οργανισμοί + Λοιπά Στοιχεία Βραχυπρόθεσμου Παθητικού + Φόροι + Μακροπρόθεσμος Δανεισμός) + Δ (Μετοχικό Κεφάλαιο + Παρακρατηθέντα Κέρδη) – Δ (Σύνολο Απαιτήσεων + Σύνολο Αποθεμάτων + Καθαρά Πάγια)

Μέχρι αυτό το σημείο καταλήγουμε στο εξής συμπέρασμα:

- Εισροές (πηγές) κεφαλαίων αποτελούν οι αυξήσεις οποιουδήποτε λογαριασμού του Παθητικού και της Καθαρής Θέσεως και οι μειώσεις οποιουδήποτε λογαριασμού του Ενεργητικού μια και επιδρούν θετικά στην μεταβολή των ταμειακών ροών.
- Εκροές (χρήσεις) κεφαλαίων αποτελούν οι αυξήσεις οποιουδήποτε λογαριασμού του Ενεργητικού και οι μειώσεις οποιουδήποτε λογαριασμού του Παθητικού και της Καθαρής Θέσεως μια και επιδρούν αρνητικά στην μεταβολή των ταμειακών ροών.

Θα συνεχίσουμε τους μετασχηματισμούς προκειμένου να φτάσουμε στον γενικό τύπο των καταστάσεων ταμειακών ροών. Ορίζουμε Δ Παρακρατηθέντα Κέρδη = Καθαρό Εισόδημα (Net Income) – Μερίσματα ανακοινωθέντα. Αντίστοιχα ορίζουμε Δ Καθαρά Πάγια = Νέα Πάγια Αγορασθέντα – Παλαιά Πάγια Πωληθέντα – Αποσβέσεις

Έτσι, ύστερα από τους νέους μετασχηματισμούς έχουμε τα εξής:

$$\Delta TP = \Delta (\text{Υποχρεώσεις προς Προμηθευτές}) + \Delta (\text{Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός περιόδου}) + \Delta (\text{Μερίσματα}) + \Delta (\text{Ασφαλιστικοί Οργανισμοί}) + \Delta (\text{Λοιπά Στοιχεία Βραχυπρόθεσμου Παθητικού}) + \Delta (\text{Φόροι}) + \Delta (\text{Μακροπρόθεσμος Δανεισμός}) + \Delta (\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}) + \Delta (\text{Παρακρατηθέντα Κέρδη}) - \Delta (\text{Σύνολο Απαιτήσεων}) - \Delta (\text{Σύνολο Αποθεμάτων}) - \Delta (\text{Καθαρά Πάγια}) \quad \text{ó}$$

$$\Delta TP = \Delta (\text{Υποχρεώσεις προς Προμηθευτές}) + \Delta (\text{Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός περιόδου}) + \Delta (\text{Μερίσματα}) + \Delta (\text{Ασφαλιστικοί Οργανισμοί}) + \Delta (\text{Λοιπά Στοιχεία Βραχυπρόθεσμου Παθητικού}) + \Delta (\text{Φόροι}) + \Delta (\text{Μακροπρόθεσμος Δανεισμός}) + \Delta (\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}) + \text{Καθαρό Εισόδημα} - \text{Μερίσματα ανακοινωθέντα} - \Delta (\text{Σύνολο Απαιτήσεων}) - \Delta (\text{Σύνολο Αποθεμάτων}) - (\text{Νέα Πάγια Αγορασθέντα} - \text{Παλαιά Πάγια Πωληθέντα} - \text{Αποσβέσεις}) \quad \text{ó}$$

$$\Delta TP = (\text{Καθαρό Εισόδημα} + \text{Αποσβέσεις} + \Delta (\text{Υποχρεώσεις προς Προμηθευτές}) + \Delta (\text{Ασφαλιστικοί Οργανισμοί}) + \Delta (\text{Λοιπά Στοιχεία Βραχυπρόθεσμου Παθητικού}) + \Delta (\text{Φόροι}) - \Delta (\text{Σύνολο Απαιτήσεων}) - \Delta (\text{Σύνολο Αποθεμάτων}))$$

$$+ (\text{Νέα Πάγια Αγορασθέντα} - \text{Παλαιά Πάγια Πωληθέντα})$$

$$+ (\Delta (\text{Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός περιόδου}) + \Delta (\text{Μερίσματα}) - \text{Μερίσματα ανακοινωθέντα} + \Delta (\text{Μακροπρόθεσμος Δανεισμός}) + \Delta (\text{Μετοχικό Κεφάλαιο}) =$$

Ταμειακές Ροές Από Λειτουργικές Δραστηριότητες

+ Ταμειακές Ροές Από Επενδυτικές Δραστηριότητες

+ Ταμειακές Ροές Από Χρηματοοικονομικές Δραστηριότητες

ΠΑΡΑΤΗΜΑ 2: ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΕΛΗΦΘΗΣΑΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Α/Α	ΚΛΑΔΟΣ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ
1	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΟΤΕ
2		ΛΑΝΝΕΤ
3	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ
4	ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ (4 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΑΝΕΚ LINES
5		ΝΕΛ
6		ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ
7		ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ
8	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ALTEC
9		INFORM P. LYKOS
10		DELTA – SINGULAR
11	ΕΚΔΟΣΕΙΣ – ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΔΟΛ
12		Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ
13	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ ΚΑΙ ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ
14	ΥΓΕΙΑ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ
15	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ (9 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ
16		ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
17		ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ
18		ΕΤΕΜ
19		ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ
20		Μ.Ι. ΜΑΙΛΗΣ
21		ΣΙΔΕΝΟΡ
22		ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ
23		ΧΑΛΚΟΡ
24	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ (5 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	HELLAS CAN
25		ΔΑΡΙΓΚ
26		ΜΕΤΚΑ
27		ΡΟΚΑΣ
28		ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ
29	ΚΑΛΩΔΙΑ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΝΕΧΑΝΣ ΕΛΛΑΣ
30		ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ
31	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ
32	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ (4 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ALFA ALFA ENERGY

33		S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ
34		ΗΡΑΚΛΗΣ
35		ΤΙΤΑΝ
36	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ (21 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	CYCLON
37		ELMEC SPORT
38		LAVIPHARM
39		RIDENCO
40		VETERIN
41		ΥALCO
42		ΑΛΥΣΙΔΑ
43		ΒΙΟΣΩΛ
44		ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
45		ΕΛΤΡΑΚ
46		ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ
47		ΕΤΜΑ
48		ΖΑΜΠΑ
49		ΚΑΛΠΙΝΗΣ – ΣΙΜΟΣ
50		ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ
51		ΛΑΝΑΚΑΜ
52		ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ
53		ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ
54		ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ
55		ΣΑΡΑΝΤΗΣ
56		ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ
57	ΕΙΔΗ – ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ (3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	MULTIRAMA
58		ΙΝΤΕΡΤΕΚ
59		ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ
60	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ (6 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	NOTOS COM
61		ΑΛΦΑ ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ
62		ΚΑΕ
63		ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ
64		Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ
65		ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ
66	ΤΡΟΦΙΜΑ – ΠΟΤΑ (9 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΣΗΡΙΤΑ
67		ΕΛΛΙΣ
68		ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ

69		ΚΑΤΣΕΛΗΣ
70		ΚΡΕΚΑ
71		ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ
72		ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ
73		ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ
74		Π.Γ. ΝΙΚΑΣ
75	ΠΟΤΟΠΟΙΙΑ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	COCA COLA ΕΕΕ
76	ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΠΝΟΥ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΚΑΡΕΛΙΑΣ
77		ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ
78	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ
79	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	GOODYS
80		OLYMPIC CATERING
81	ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΕΘΝΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
82	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (13 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ
83		ΕΛΦΙΚΟ
84		ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ
85		ΚΛΩΝΑΤΕΞ
86		ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ
87		ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ
88		ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ
89		ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ
90		ΜΟΥΖΑΚΗΣ
91		ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ
92		ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ
93		ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ
94		ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ
95	ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ (3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	FANCO
96		ΕΛΒΕ
97		ΜΙΝΕΡΒΑ
98	ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	LAMDA DEVELOPMENT
99		ΕΡΜΗΣ
100		ΚΕΚΡΩΨ
101	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ (20 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΑΒΑΞ
102		ΑΕΓΕΚ
103		ΑΚΤΩΡ
104		ΑΛΤΕ

105		ΑΤΤΙΚΑΤ
106		ΒΙΟΤΕΡ
107		ΓΕΚ
108		ΓΕΝΕΡ
109		ΔΙΕΚΑΤ
110		ΕΔΡΑΣΗ
111		ΕΚΤΕΡ
112		ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ
113		ΕΜΠΕΔΟΣ
114		ΕΡΓΑΣ
115		ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ
116		ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ
117		ΜΟΧΛΟΣ
118		ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ
119		ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ
120		ΤΕΡΝΑ
121	ΧΗΜΙΚΑ (3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΡΛΙΑΣ
122		RILKEN
123		ΕΛΛΑΤΕΞ
124	ΕΛΑΣΤΙΚΑ & ΠΛΑΣΤΙΚΑ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΠΑΙΡΗΣ
125		ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ
126	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΒΙΣ
127	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ
128		ΣΕΛΜΑΝ
129	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΟΥ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΣΑΤΟ
130	ΣΥΝΤΗΡΗΣΗ & ΕΠΙΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ
131	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ (3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ
132		ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ
133		ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ
134	ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ (1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ)	ΙΜΠΕΡΙΟ
135	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΝΗΡΕΥΣ
136		ΣΕΛΟΝΤΑ
137	ΓΕΩΡΓΙΑ & ΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΑ (2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ)	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ
138		ΙΠΠΟΤΟΥΡ
	ΣΥΝΟΛΟ ΚΛΑΔΩΝ: 35	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: 138

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Eugene F. Brigham & Michael C. Ehrhardt: "Financial Management: Theory and Practice" 10th Edition, South – Western Thomson Learning, 2002.
2. Richard A. Brealey & Stewart C. Myers: "Principles of Corporate Finance" 7th Edition, McGraw – Hill Irwin, 2003.
3. Belverd E. Needles Jr., Henry R. Anderson, James C. Caldwell & Sherry K. Mills: "Financial and Managerial Accounting: A Corporate Approach", 4th Edition, Houghton Mifflin Company, 1996.
4. R.L. Thomas: "Modern Econometrics: An Introduction" Addison – Wesley Longman, 1997.
5. Γεώργιος Στ. Αληφαντής: "Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως" 5^η Έκδοση, Εκδόσεις Πάμισος, 2002.
6. Νικήτας Α. Νιάρχος: "Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων" 5^η Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, 1997.
7. Ανδρέας Ι. Νικολάου: "Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων" Εκδόσεις Ε. Μπένου, 1999.
8. John Lintner: " Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes" American Economic Association 1956 pg. 97 – 113.
9. Kathleen Simmons: "The Relationship Between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis" Journal of Business Finance & Accounting 21, 1994 pg. 577 – 587.
10. Ervin L. Black: "Which Is More Value Relevant: Earnings or Cash Flows? A Life Cycle Examination" May 1998, Department of Accounting University of Arkansas.
11. Michael C. Jensen: "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" American Economic Review May 1986, pg. 323 – 329.
12. Rafael La Porta, Florencio Lopez – de – Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny : "Agency Problems and Dividend Policies Around the World " November 1997.
13. Pablo Fernandez: "Cash Flow is a Fact. Net Income Is Just an Opinion" September 2002, IESE Business School.

14. Atul Rai: "Reconciliation of Net Income to Cash Flow from Operations: An Accounting Equation Approach" *Journal of Accounting Education* (21) 2003, pg. 17 – 24.
15. Frank H. Easterbrook: "Two Agency – Cost Explanations of Dividends" *The American Economic Review* (vol. 74 No. 4) 1984, pg. 650 – 658.
16. Michael J. Gombola and J. Edward Ketz: "A Note on Cash Flow and Classification Patterns of Financial Ratios", *The Accounting Review* January 1983, pg. 105 – 114.
17. Helen Kwok: "The Effect of Cash Flow Statement Format on Lenders Decisions" *The International Journal of Accounting* (37) 2002, pg. 347 – 362.
18. Radolph B. Cohen, Paul A. Gompers and Tuomo Vuolteenaho: "Who Underreacts to Cash Flow News? Evidence from Trading Between Individuals and Institutions" *Journal of Financial Economics* (66) 2002, pg. 409 – 462.
19. Financial Accounting Standards Board: "Statement of Financial Accounting Standards No. 95: Statements of Cash Flows" November 1987.
20. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Απόφαση 5/204/14.11.2000 και Εγκύκλιος Αριθμός 9.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3
ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά	Ποσά
		Έτος 1	Έτος 2
A Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητας			
A	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>		
	101 Πωλήσεις		
	102 Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		
	103 Έκτακτα και Ανόργανα έσοδα		
	104 Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		
	105 Πιστωτικοί τόκοι [καταθέσεων κ.λ.π.]		
	106 Έσοδα χρεωγράφων		
	107 Πώληση χρεωγράφων		
	108 Αποσβέσεις		
	<i>Αφαιρούνται:</i>		
	109 Αγορά χρεωγράφων		
	110 Αύξηση απαιτήσεων		
	Σύνολο Ταμιακών Εισροών (A100)	0.00	0.00
A	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>		
	201 Κόστος πωληθέντων (μείον Αποσβέσεις και προβλέψεις)		
	202 Έξοδα Λειτουργίας Διοικήσεως		
	203 Έξοδα Λειτουργίας Ερευνών - Αναπτύξεως		
	204 Έξοδα Λειτουργίας Διαθέσεως		
	205 Έξοδα Υποαπασχολήσεως/Αδράνειας		
	206 Άλλα έξοδα		
	207 Αύξηση αποθεμάτων		
	208 Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού		
	209 Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού		
	210 Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)		
	<i>Αφαιρούνται:</i>		
	211 Μείωση Αποθεμάτων		
	212 Μείωση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού		
	213 Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού		
	214 Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)		
	Σύνολο Ταμιακών Εκροών (A200)	(0.00)	(0.00)
A	300 <u>Ταμιακές Εκροές φόρων</u>		
	301 Φόροι εισοδήματος		
	302 Μη ενσωματούμενοι στο λειτουργικό κόστος φόροι		
	303 Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου		
	304 Μείωση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη		
	<i>Αφαιρείται:</i>		
	305 Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη		
	Σύνολο Ταμιακών εκροών φόρων (A300)	(0.00)	(0.00)
	Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητας		
	(Αλγεβρικό άθροισμα A100-A200-A300=A)	0.00	0.00

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3
ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Α/Α	Α ν ά λ υ σ η	Ποσά	Ποσά
		Έτος 1	Έτος 2
B Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές δραστηριότητες			
B	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>		
	101 Πώληση Ασώματων Ακινήτοποιήσεων		
	102 Πώληση Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων		
	103 Πώληση Συμμετοχών και τίτλων Ακινήτοποιήσεων		
	104 Μείωση μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων		
	105 Έσοδα Συμμετοχών και τίτλων Ακινήτοποιήσεων		
	106 Πιστωτικοί τόκοι (Μακροπρόθεσμων κλπ απαιτήσεων)		
	Σύνολο Ταμιακών εισροών (B100)	0.00	0.00
B	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>		
	201 Αγορά Ασωμάτων Ακινήτοποιήσεων		
	202 Αγορά Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων		
	203 Αγορά Συμμετοχών και τίτλων Ακινήτοποιήσεων		
	204 Αύξηση Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων		
	205 Αύξηση Εξόδων εγκαταστάσεως		
	Σύνολο Ταμιακών εκροών (B 200)	(0.00)	(0.00)
	Ταμιακές Ροές από επενδυτικές δραστηριότητες (B 100-B 200) = B	0.00	0.00
Γ	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Γ	100 <u>Ταμιακές εισροές</u>		
	101 Είσπραξη αύξησης Μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ άρτιο		
	102 Είσπραξη Επιχορηγήσεων Παγίων		
	103 Αύξηση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		
	104 Αύξηση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)		
	Σύνολο ταμιακών εισροών (Γ 100)	0.00	0.00
Γ	200 <u>Ταμιακές εκροές</u>		
	201 Μείωση (επιστροφή) Μετοχικού Κεφαλαίου		
	202 Επιστροφή Επιχορηγήσεων Παγίων		
	203 Μείωση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		
	204 Μείωση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)		
	205 Τόκοι πληρωθέντες		
	206 Μερίσματα πληρωθέντα		
	207 Διανομή κερδών στο προσωπικό		
	208 Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσεως		
	Σύνολο Ταμιακών εκροών (Γ 200)	(0.00)	(0.00)
	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100-Γ200) = Γ	0.00	0.00
	ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ (αλγεβρικό άθροισμα Α+Β+Γ)	0.00	0.00
	ΠΛΕΟΝ: ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ:----->		
	ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΣ ΧΡΗΣΕΩΣ	0.00	0.00
II			

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ - INDIRECT METHOD		
YEAR	2001	2002
CASH FLOWS FROM OPERATIONS		
Net Income		
plus: Depreciation		
<i>Total Gross Operating Funds</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
Reconciling Adjustments:		
<i>minus: Operating Cash Needs</i>		
Increase / (Decrease) Accounts Receivable		
Increase / (Decrease) Total Inventories		
Increase / (Decrease) Other Operating Current Assets		
<i>Total Operating Cash Needs</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
<i>plus: Operating Cash Sources</i>		
Increase / (Decrease) Accounts Payable		
Increase / (Decrease) Taxes Payable		
Increase / (Decrease) Accruals - Operating Current Liabilities		
<i>Total Operating Cash Sources</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
<i>Total Adjustments</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
<i>Net Cash Provided By Operations</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ - INDIRECT METHOD		
YEAR	2001	2002
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES		
Increase / (Decrease) in Net Fixed Assets		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in Intangible Fixed Assets		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in Long Term Investments & Participations		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in marketable securities		
NET CASH USED IN INVESTMENTS	0.00	0.00
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES		
<i>Change in Borrowing:</i>		
Increase / (Decrease) ST Debt		
Increase / (Decrease) CPLT Debt		
Increase / (Decrease) LT Debt		
<i>Cash Flows from Borrowing:</i>		
Change in Provisions		
Dividends Declared		
Increase / (Decrease) Dividends		
BOD Remuneration		
Increase / (Decrease) Common Stock		
Increase / (Decrease) Paid In Capital		
NET CASH FROM FINANCING ACTIVITIES	0.00	0.00
CHANGE IN CASH & EQUIVALENTS	0.00	0.00
Plus: Previous Year's Cash & Equiv.		
ENDING CASH & EQUIVALENTS	0.00	0.00

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ - DIRECT METHOD
--

YEAR	2001	2002
<u>CASH FLOWS FROM OPERATIONS</u>		
Sales / Revenues		
Increase / (Decrease) Accounts Receivable		
<u>Cash Received from Customers</u>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
<i>minus: Operating Cash Needs</i>		
Cost of Sales / Revenues		
Increase / (Decrease) Total Inventories		
Increase / (Decrease) Other Operating Current Assets		
Increase / (Decrease) Accounts Payable		
Increase / (Decrease) Accruals - Operating Current Liabilities		
SG&A		
<u>Cash Paid to Suppliers and Employees</u>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
Interest Expense		
Interest Income		
Income Taxes Paid		
Net Other Income / (Expense)		
<u>NET CASH PROVIDED BY OPERATIONS</u>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ - DIRECT METHOD

YEAR	2001	2002
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES		
Increase / (Decrease) in Net Fixed Assets		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in Intangible Fixed Assets		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in Long Term Investments & Participations		
minus / (plus): Increase / (Decrease) in marketable securities		
NET CASH USED IN INVESTMENTS	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES		
<i>Change in Borrowing:</i>		
Increase / (Decrease) ST Debt		
Increase / (Decrease) CPLT Debt		
Increase / (Decrease) LT Debt		
<i>Cash Flows from Borrowing:</i>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
Change in Provisions		
Dividends Declared		
Increase / (Decrease) Dividends		
BOD Remuneration		
Increase / (Decrease) Common Stock		
Increase / (Decrease) Paid In Capital		
NET CASH FROM FINANCING ACTIVITIES	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
CHANGE IN CASH & EQUIVALENTS	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
Plus: Previous Year's Cash & Equiv.		
ENDING CASH & EQUIVALENTS	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>