



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΜΣ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ  
ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.**

**ΚΑΡΑΛΗΣ Σ. ΧΡΗΣΤΟΣ**

**Επιβλέπων: Χύτης Ευάγγελος**

**Επίκουρος Καθηγητής**

**Πρέβεζα, Ιούνιος, 2019**



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΜΣ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ  
ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

**ΚΑΡΑΛΗΣ Σ. ΧΡΗΣΤΟΣ**

**Επιβλέπων: Χύτης Ευάγγελος**

**Επίκουρος Καθηγητής**

**Πρέβεζα, Ιούνιος, 2019**

**EMPIRICAL RESEARCH ON THE CORPORATE  
DIVIDENT POLICY AND CASH FLOW**

## **Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή**

Τόπος, Ημερομηνία

### **ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

1. Επιβλέπων καθηγητής

Ευάγγελος Χύτης

Επίκουρος Καθηγητής

2. Μέλος επιτροπής

Κωνσταντίνος Καραμάνης

Αναπληρωτής Καθηγητής

3. Μέλος επιτροπής

Στέργιος Τάσιος (Phd)

© Καραλής Χρήστος, 2019.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

## Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις κυρώσεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εξ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Καραλής Χρήστος

Υπογραφή

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών, «Λογιστική-Χρηματοοικονομική και Διοικητική Επιστήμη», του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του νυν Πανεπιστημίου Ιωαννίνων, με έδρα την Πρέβεζα, υπό την επίβλεψη του καθηγητή κ. Χύτη Ευάγγελου. Επιθυμώ να ευχαριστήσω θερμά τον κ. Χύτη, καθηγητή του τμήματος για την παραγωγική συνεργασία που αναπτύχθηκε ώστε να ολοκληρωθεί η παρούσα εργασία.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Συνιστά αδιάψευστο γεγονός ότι η χώρα έχει πληγεί βάναισα την τελευταία δεκαετία από την οικονομική κρίση και τις περιρρέουσες οικονομικές συνθήκες. Οι ελληνικές εταιρείες προσπαθούν τα μέγιστα να παράξουν αγαθά και να προσφέρουν υπηρεσίες στους πολίτες. Πράγματι, το επιχειρείν, πόσο μάλλον η εισροή κερδών, οι επαρκείς ταμειακές ροές και η επανεπένδυσή τους σε επενδυτικές δραστηριότητες αποτελούν απαιτητικά εγχειρήματα. Η μερισματική πολιτική και η απόδοση μερισμάτων στους μετόχους αποτελεί μια σημαντική τακτική και, ενδεχομένως, πόλο έλξης νέων επενδυτών. Με άλλα λόγια, η εισροή χρήματος και η απόδοση μερίσματος είναι ένας μοχλός ανίχνευσης και έλξης επενδυτικών δραστηριοτήτων και, εν δυνάμει, νέων θέσεων εργασίας.

Στη βάση των παραπάνω, διαφαίνεται εξαιρετικής σημασίας η ανίχνευση των παραγόντων που επιδρούν στην άσκηση της μερισματικής πολιτικής από πλευράς των εταιρειών, ειδικότερα, σήμερα, που η ανάγκη για νέες επενδύσεις και ανάπτυξη είναι πιο επιτακτική από ποτέ.

Η παρούσα εργασία διακρίνεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος της εργασίας αποτελεί το θεωρητικό υπόβαθρο και χωρίζεται σε τρία διακριτά κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο συζητείται η εννοιολόγηση των όρων 'Μερισματική πολιτική' και 'Μέρισμα' και αναλύονται οι θεωρίες της μερισματικής πολιτικής. Εν συνεχεία, παρατίθεται το ισχύον, ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο που αφορά την ένταξη των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και τις νομολογίες απόδοσης μερισμάτων. Το δεύτερο κεφάλαιο αφορά τις οικονομικές καταστάσεις, τις ταμειακές ροές και τις καταστάσεις αυτών με άμεση και έμμεση μέθοδο. Στο τρίτο κεφάλαιο επιχειρείται μια βιβλιογραφική ανασκόπηση και παρουσιάζονται συναφείς έρευνες της διεθνούς αρθρογραφίας που άπτονται του ζητήματος της παρούσας εργασίας.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας χωρίζεται σε δύο κεφάλαια, το μεθοδολογικό πλαίσιο και την ανάλυση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής ανάλυσης. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται ενδελεχώς η ερευνητική διαδικασία, η περιγραφή του δείγματος, οι ερευνητικές προσεγγίσεις και τα μοντέλα. Ακολούθως στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο αναλύονται τα αποτελέσματα με την βοήθεια πινάκων. Τέλος, έπονται



τα συμπεράσματα σε σύγκριση με τα αποτελέσματα ερευνών που παρουσιάστηκαν στη βιβλιογραφική ανασκόπηση.

**Λέξεις-κλειδιά:**μερισματική πολιτική, θεωρίες, νομοθεσία, ταμειακές ροές, παράγοντες απόδοσης μερίσματος

## **ABSTRACT**

It is undeniable that the country has been brutally hit in the last decade by the economic crisis and the surrounding economic conditions. Greek companies are trying to produce goods and offer services to citizens. Indeed, entrepreneurship, let alone the input of profits, sufficient cash flows and their re-investment in investment activities are demanding ventures. The dividend policy and the return of dividends to shareholders is a crucial policy and, where appropriate, a means of attracting new investors. In other words, the money input and dividend yield is a lever of detecting and attracting investment activities and, potentially, creating new jobs.

On the basis of the aforementioned, it is extremely important to detect the factors that affect the dividend policy on the part of companies, in particular, today, when the need for new investment and growth is more imperative than ever.

The research work is divided into two parts. The first part of the paper deals with the theoretical background of the topic and consists of three distinct chapters. More specifically, the first chapter discusses the conceptual clarification of the terms ' dividend policy ' and 'Dividends ' and analyses the theories of dividend policy. Next, the current Greek legislative framework concerning the incorporation of companies in the Athens Stock exchange and the dividend yield laws is discussed. The second chapter refers to the financial statements, the cash flow statements presented using the direct and indirect method. The third chapter presents a bibliographic review and relevant research, conducted by foreign researchers, on the issue of the present work.

The second part of the work is divided into two chapters, the methodological framework and the analysis of the results of empirical analysis. In the fourth chapter, the research process, the description of the sample, the research approaches and the models are thoroughly presented. Then, in the fifth and final chapter, the results are analyzed via tables. Finally, the results of the research and the findings are presented in comparison with the similar research carried out and presented in the bibliographic review.

**Key-words:** Dividend policy, theoretical framework, legislation, cash flow, dividend factors

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	vii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	viii
ABSTRACT .....	x
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ .....	xi
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	xiii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ.....	xiv
Κεφάλαιο 1: Μερισματική Πολιτική.....	1
1.1 Ορισμός μερισματικής πολιτικής .....	1
1.2 Οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής.....	2
1.2.1 Dividend irrelevance theory [Θεωρία μη σχετικότητας του μερίσματος].....	2
1.2.2 Bird in the hand theory [Θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι»].....	3
1.2.3 Signaling theory [Θεωρία σηματοδότησης] .....	4
1.2.4 Tax preference theory [Θεωρία φορολογικής διαφοροποίησης].....	5
1.2.5 The Clientelle effect theory [Θεωρία της πελατειακής συμπεριφοράς].....	6
1.3 Ισχύον θεσμικό πλαίσιο στο Ελληνικό συγκείμενο .....	7
1.3.1 Προϋποθέσεις ένταξης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.....	7
1.3.2. Νομολογίες περί μερισμάτων και διάθεσης κερδών .....	10
Κεφάλαιο 2: Ταμειακές Ροές.....	12
2.1. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα/Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς ....	12
2.1.1 Θεσμικό πλαίσιο των Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Α. ....	13
2.2 Οικονομικές Καταστάσεις.....	13
2.3 Παρουσίαση της Κατάστασης των Ταμειακών Ροών .....	15
2.3.1 Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες .....	15
2.3.2 Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες .....	16
2.3.3 Ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες .....	18
2.4 Κατάρτιση Καταστάσεων Ταμειακών Ροών .....	18
2.4.1 Άμεση μέθοδος κατάρτισης.....	20
2.4.2 Έμμεση μέθοδος κατάρτισης.....	21
2.5 Ο σκοπός των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών .....	22
Κεφάλαιο 3: Βιβλιογραφική ανασκόπηση .....	24
3.1 Ερευνητικό πλαίσιο ανασκόπησης.....	24
3.2 Συζήτηση των εμπειρικών ερευνών .....	25

3.3 Πίνακας παρουσίασης ερευνών.....	46
Κεφάλαιο 4:Μεθοδολογικό πλαίσιο.....	51
4.1 Η ερευνητική διαδικασία.....	51
4.2 Περιγραφή του δείγματος.....	52
4.3 Ανάλυση δεδομένων και υποθέσεων.....	52
4.4 Ερευνητικές προσεγγίσεις και μοντέλα.....	55
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση των αποτελεσμάτων .....	57
5.1 Περιγραφική Στατιστική .....	57
5.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	62
Συμπεράσματα.....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	72
Βιβλιογραφικές αναφορές .....	72
Θεσμικά κείμενα.....	77
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α .....	78
Κατάλογος του δείγματος εταιρειών .....	78

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1 Παράδειγμα Κατάστασης Ταμειακών Ροών. Άμεση μέθοδος.....	20
Πίνακας 2.2 Παράδειγμα Κατάστασης Ταμειακών Ροών -Έμμεση Μέθοδος.....	21
Πίνακας 3.1 Παρουσίαση ανασκόπησης.....	46
Πίνακας 4.1 Μεταβλητές και υποκατάστατες μεταβλητές.....	54
Πίνακας 5.1. Εταιρείες ανά κλάδο .....	57
Πίνακας 5.2 Έτος χρήσης 2011 .....	58
Πίνακας 5.3 Έτος χρήσης 2012 .....	59
Πίνακας 5.4 Έτος χρήσης 2013 .....	59
Πίνακας 5.5 Έτος χρήσης 2014 .....	61
Πίνακας 5.6 Έτος χρήσης 2015 .....	62
Πίνακας 5.7 Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων .....	63
Πίνακας 5.8 Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων .....	64
Πίνακας 5.9 Hausman Test.....	66

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

A.B.E.....	Ανώνυμη Βιομηχανική Εταιρεία
A.B.E.E.....	Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική Εταιρεία
A.B.E.E.A.....	Ανώνυμη Βιομηχανική Εταιρεία Εμπορίας και Αντιπροσωπειών
A.E.....	Ανώνυμη Εταιρεία
A.E.E.....	Ανώνυμη Εμπορική Εταιρεία
A.E.E.Π.....	Ανώνυμη Ελληνική Εταιρεία Πετρελαιοειδών
A.E.T.E.M.K.....	Ανώνυμη Εταιρεία Τεχνικών Έργων και Μεταλλικών Κατασκευών
A.T.E.....	Ανώνυμη Τεχνική Εταιρεία
A.T.E.E.....	Ανώνυμη Τεχνική Εμπορική Εταιρεία
Δ.Λ.Π.....	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
Δ.Π.Χ.Α.....	Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς
E.A.E.....	Εμπορική Ανώνυμη Εταιρεία
E.E.....	Ετερόρρυθμη Εταιρεία
E.E.....	Ευρωπαϊκή Επιτροπή
Χ.Α.....	Χρηματιστήριο Αθηνών
AIM.....	Alternate Investment Market
EBITDA.....	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
FTSE.....	Financial Times Stock Exchange
I.A.S.B.....	International Accounting Standards Board
I.A.S.C.....	International Accounting Standards Committee
NPV.....	Net Present Value

# Κεφάλαιο 1: Μερισματική Πολιτική

## Εισαγωγή

Στο πρώτο κεφάλαιο της διπλωματικής διατριβής θα αναλυθεί το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής. Αρχικά, θα δοθεί ο ορισμός της μερισματικής πολιτικής. Εν συνεχεία, θα παρατεθούν, συνοπτικά, οι κυριότερες θεωρίες της μερισματικής πολιτικής. Τέλος, θα συζητηθεί το νομικό πλαίσιο εφαρμογής και πληρωμής των μερισμάτων και διάθεσης κερδών στο Ελληνικό επιχειρησιακό περιβάλλον.

### 1.1 Ορισμός μερισματικής πολιτικής

Καταρχήν, πρέπει να υπογραμμισθεί ότι η έννοια ‘μερισματική πολιτική’ απαντάται πάρα πολύ συχνά στη διεθνή και ελληνική αρθρογραφία και βιβλιογραφία. Αποδεικνύεται ιδιαίτερα δύσκολος ο εννοιολογικός προσδιορισμός της καθώς πρέπει να καθορισθούν και οι μεταβλητές που την επηρεάζουν. Διάφοροι μελετητές εκκινούν από διαφορετικές θεωρητικές και μεθοδολογικές προσεγγίσεις, γεγονός που κατευθύνει και τον ορισμό που της αποδίδουν. Πράγματι, η μερισματική πολιτική ως έννοια καθίσταται πρόκληση για τους επιστήμονες της οικονομικής επιστήμης. *«Η έρευνα στο πεδίο της μερισματικής πολιτικής έχει αποδείξει ότι η θεωρία της μερισματικής πολιτικής παραμένει ασαφής, αλλά επίσης και η εταιρική μερισματική πρακτική διαφέρει μεταξύ εταιρειών αλλά και χωρών.»* (Botchwey, 2014, σελ. 179).

Μια πρώτη εννοιολογική προσέγγιση που μπορεί να δοθεί είναι αυτή των Lashgari & Ahmadi (2014, σελ. 274), οι οποίοι ορίζουν ότι *«Η μερισματική πολιτική είναι η πολιτική μιας επιχείρησης σε σχέση με την πληρωμή των κερδών ως μέρισμα έναντι της διατήρησης τους για επανεπένδυση στην εταιρεία.»* Επίσης, ένας πολύ ενδιαφέρων ορισμός αφορά και την εικόνα της εταιρείας προς τους μετόχους. Ειδικότερα, *«Οι μέτοχοι [...] αναμένουν σταθερά μερίσματα και έτσι ερμηνεύουν την οποιαδήποτε σημαντική απόκλιση από το καθιερωμένο μοτίβο [...] ως πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρείας.»* (Broyles, 2003, σελ. 286).

Η πληρωμή μερισμάτων περιλαμβάνει και κάποια πλεονεκτήματα. Αναλυτικότερα, η οικονομική εικόνα της εταιρείας και συνεπακόλουθα η κατάστασή της φαίνονται

υγιέστερες, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Επιπλέον, ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα είναι το γεγονός ότι η πληρωμή μερισμάτων αποτελεί πόλο έλξης για τους, εν δυνάμει, επενδυτές οι οποίοι διακρίνονται από την τάση να επενδύουν σε μετοχές που συνδέονται με πληρωμή μερισμάτων. Στα οφέλη επίσης συγκαταλέγεται και το γεγονός ότι πολλές εταιρείες πληρώνουν τακτικά μερίσματα σε μετρητά ενώ διαθέτουν νέα μερίδια σε άλλους. Αυτή η πολιτική συντονίζει τα κίνητρα και των διευθυντών αλλά και των μετόχων ταυτόχρονα. (Moles, et. al., 2011).

Έχοντας παραθέσει ενδεικτικούς ορισμούς της μερισματικής πολιτικής καθώς και τα απορρέοντα οφέλη της, διαφαίνεται γόνιμο να ακολουθήσει η συζήτηση των θεωριών μερισματικής πολιτικής ώστε ο αναγνώστης να λάβει μια ξεκάθαρη εικόνα της μερισματικής πολιτικής και των συνακόλουθων προεκτάσεων της.

## **1.2 Οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής**

Μέχρι σήμερα, έχουν διατυπωθεί τρεις κυρίαρχες θεωρίες μερισματικής πολιτικής. Η πρώτη προσέγγιση οριοθετεί ότι αυξάνοντας τις πληρωμές μερισμάτων, αυξάνεται και η αξία της εταιρείας. Η δεύτερη προσέγγιση αξιώνει ότι η διανομή υψηλών μερισμάτων έχουν αντίστροφη επίδραση στην αξία της εταιρείας. Η τρίτη κεντρική προσέγγιση αφορά τη μη σχετικότητα των μερισμάτων. Εντούτοις, εντοπίζονται βιβλιογραφικά και δευτερεύουσες θεωρίες οι οποίες περιπλέκουν ακόμα περισσότερο την εδραίωση μιας ενιαίας θεωρίας μερισματικής πολιτικής. (Priya & Mohanasundari, 2016).

### **1.2.1 Dividend irrelevance theory [Θεωρία μη σχετικότητας του μερίσματος]**

Η θεμελιώδης διαφωνία μεταξύ των ερευνητών της οικονομικής επιστήμης είναι η υπόθεση εάν η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της εταιρείας. Οι Miller & Modigliani (1961), «[...]αντέδρασαν στο κοινό αίσθημα της εποχής ότι τα μερίσματα επιδρούν άμεσα στην αξία της εταιρείας.» όπως παραθέτουν οι Kent & Weigand (2015, σελ. 128). Οι θεμελιωτές της θεωρίας της μη σχετικότητας του μερίσματος θεωρούνται οι Miller & Modigliani (1961) όπου στην εργασία τους τεκμηριώνουν την άποψη τους. Πράγματι, απέδειξαν ότι στις τέλει και αποτελεσματικές αγορές, η μερισματική πολιτική της εταιρείας δεν επιδρά στην αξία της. Ουσιαστικά, οι μελετητές αξιώνουν ως επιχείρημα



ότι η αξία της εταιρείας καθορίζεται από την επιλογή των βέλτιστων επενδύσεων, δηλαδή τις τρέχουσες και μελλοντικές ταμειακές ροές.

Οι παραδοχές πάνω στις οποίες βασίστηκαν ήταν οι τέλειες και αποτελεσματικές αγορές<sup>1</sup>, η συνετή συμπεριφορά<sup>2</sup> και η απόλυτη βεβαιότητα<sup>3</sup> (Miller&Modigliani, 1961, σελ., 442). Η τέλεια αγορά προϋποθέτει ότι όλοι έχουν πρόσβαση στην πληροφόρηση, δεν υπάρχει φορολογία καθώς και κόστος συναλλαγών. Επίσης, οι συνετά συμπεριφερόμενοι μέτοχοι αδιαφορούν αναφορικά με το πώς θα λάβουν την απόδοση. Τέλος, η απόλυτη βεβαιότητα αναδεικνύει το αίσθημα ασφάλειας από πλευράς των μετόχων σχετικά με τις μελλοντικές επενδύσεις και τα κέρδη της εταιρείας.

Σύμφωνα με τη θεωρία τους η αξία της εταιρείας βασίζεται μόνο στα στοιχεία του ενεργητικού και όχι από τον τρόπο διανομής των ταμειακών ροών στους μετόχους, επομένως η μερισματική πολιτική δεν έχει αντίκτυπο επί της απόδοσης της μετοχής. Επί της ουσίας και όπως πολύ γλαφυρά παραθέτουν οι Kent & Weigand, (2015, σελ. 128) στο άρθρο τους «[...] οι διαφορετικές μερισματικές πολιτικές δεν αποτελούν τίποτα περισσότερο από το να κόψεις μια σταθερή πίτα των ταμειακών ροών σε διαφορετικά κομμάτια.»

### **1.2.2 Bird in the hand theory [Θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι»]**

Η θεωρία 'Bird in the hand' ανήκει στις θεωρίες που υποστηρίζουν ότι υπάρχει σχετικότητα μερίσματος και αντικρούει τον ισχυρισμό των Miller&Modigliani (1961). Επί της ουσίας, η συγκεκριμένη θεωρία έδωσε το έρεισμα να πληρώνονται μερίσματα. Οι θεμελιωτές της θεωρίας είναι ο Lintner (1956) και ο Gordon (1959). Οι μελετητές, ουσιαστικά, υποστήριξαν ότι υπάρχει σχέση μεταξύ των πληρωμών μερίσματος και της αξίας της εταιρείας. Καθίσταται προτιμότερο και πιο σίγουρο όταν πληρώνονται τα μερίσματα συγκριτικά με την παρακράτησή τους για μελλοντικές επανεπενδύσεις στη βάση ότι οι μελλοντικές αποδόσεις παραμένουν αβέβαιες.

Η αξία της εταιρείας αποφαίνεται πιο σταθερή και αυξητική επειδή τα μερίσματα αποτελούν μια σίγουρη μεταβλητή. Οι επενδυτές της εταιρείας θεωρούν τα μερίσματα λιγότερο επικίνδυνα και τα προτιμούν σε σχέση με την κεφαλαιακή απόδοση. Υποστηρίζεται λοιπόν ότι τα υψηλά μερίσματα συμπαρασύρουν τις τιμές των μετοχών και

---

<sup>1</sup>Perfect capital markets

<sup>2</sup>Rational behavior

<sup>3</sup>Perfect certainty

τις αυξάνουν (Robinson, 2006). Με άλλα λόγια τα τρέχοντα μερίσματα αποφαίνονται καθοριστικά για τους μετόχους από ότι ένα μελλοντικό μέρισμα ή μια μελλοντική κεφαλαιακή απόδοση, παρά το γεγονός ότι μπορεί αυτή η απόδοση να είναι αυξημένη (Kapoor, 2009).

Ωστόσο και αυτή η θεωρία έρχεται αντιμέτωπη με διάφορους επικριτές. Συγκεκριμένα, ο Bhattacharya (1979), στο άρθρο του μιλάει για πλάνη της συγκεκριμένης θεωρίας όταν πρόκειται για τέλειες αγορές. Προειδοποιεί ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές καθορίζουν τον κίνδυνο της εταιρείας και ουχί ο τρόπος που διανέμει η εταιρεία τις συγκεκριμένες ροές. Ο κίνδυνος δηλαδή της εταιρείας δεν μειώνεται, ούτε συνδέεται με την αύξηση στις πληρωμές μερισμάτων. Ολοκληρώνοντας, τη σύντομη παρουσίαση, είναι αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εξηγήσεις που δίνονται για τη σχετικότητα του μερίσματος δεν θεωρούνται αξιόλογες από την οικονομική αρθρογραφία και βιβλιογραφία (Bhattacharya, 1979·Robinson, 2006).

### **1.2.3 Signaling theory [Θεωρία σηματοδότησης]**

Η θεωρία σηματοδότησης προτάθηκε από τους Fama et. al., (1969). Η συγκεκριμένη θεωρία αξιώνει ότι υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση μεταξύ των ενδιαφερόμενων ομάδων, ήτοι τους διευθυντές και τους μετόχους. Μέχρι σήμερα, θεωρείται μια θεωρία η οποία επιδρά στην κατανόηση και ανάλυση της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Ουσιαστικά, οι Modigliani & Miller (1961) αναφέρθηκαν στις τέλειες αγορές όπου η πληροφόρηση είναι προσβάσιμη και ανοιχτή σε όλους τους ανθρώπους της επιχείρησης αλλά και σε εν δυνάμει ενδιαφερόμενα άτομα. Με άλλα λόγια, όσο πιο καλά πληροφορημένοι είναι οι διευθυντές τόσο καλύτερα θα αξιοποιήσουν τη μερισματική πολιτική ώστε να προσελκύσουν και να πείσουν το επενδυτικό κοινό αναφορικά με τη μελλοντική κερδοφορία και ανάπτυξη της εκάστοτε εταιρείας που διοικούν. Οι επενδυτές αξιοποιούν τις ανακοινώσεις της εταιρείας αναφορικά με τα μερίσματα και, στη βάση του πληροφοριακού υλικού που έχουν πλέον στη διάθεσή τους, καθίστανται ικανοί να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη και την αξία της ίδιας της επιχείρησης. Η τιμή της μετοχής αντιδρά είτε θετικά είτε αρνητικά όταν οι πληρωμές των μερισμάτων αυξάνονται ή μειώνονται, γεγονός που επηρεάζει και τους επενδυτές αλλά και μετακυλύει και στην τιμή της μετοχής αντίστοιχα (Al-Malkawi, 2008).

Ωστόσο, δεν υπάρχει τέλειος κόσμος και ούτε τέλειες αγορές. Συνεπώς, η οποιαδήποτε ασύμμετρη πληροφόρηση επιδρά στη μερισματική πολιτική και στην αξία της εταιρείας. Η ασυμμετρία έγκειται στο γεγονός ότι οι διοικούντες κατέχουν πληροφόρηση σχετικά με την αξία της εταιρείας, πληροφορία την οποία το επενδυτικό κοινό δεν την έχει και ίσως οι διοικούντες χρησιμοποιήσουν τη μεταβολή στα μερίσματα ως μέθοδο σηματοδότησης της πληροφορίας αυτής ώστε να περιορίσουν την ασυμμετρία (Robinson, 2006).

Πολλοί μελετητές της οικονομικής επιστήμης ασχολήθηκαν με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων ως σήματα για το επενδυτικό κοινό. Βέβαια, ένα από τα σημαντικότερα προσκόμματα θεώρησης αυτής της πληροφόρησης ως αδιαμφισβήτητης και πολύτιμης είναι ότι κανείς δεν έχει επεξηγήσει επαρκώς το λόγο που τα μερίσματα καθίστανται περισσότερο αποτελεσματικά ως σήματα συγκριτικά με άλλες μεταβλητές/σήματα λιγότερο κοστοβόρα. Άλλες εμπειρικές αναλύσεις μιλούν για τα αβέβαια σήματα των μερισμάτων σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία και ανάπτυξη της επιχείρησης. (Robinson, 2010).

Ανακεφαλαιώνοντας, οι εμπειρικές αναλύσεις και μελέτες τείνουν να συμπεραίνουν ότι μια θετική μεταβολή στα μερίσματα ακολουθείται από μια θετική μεταβολή στην τιμή της μετοχής και αντίστροφα. Το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων επηρεάζει σαφώς το επενδυτικό κοινό είτε προτρέποντας το είτε απωθώντας το. Το βασικό ερώτημα όμως παραμένει *«Η μεταβολή στα διανεμηθέντα μερίσματα αντιπροσωπεύει το πιο αποτελεσματικό μέσο [...] για πληροφόρηση των επενδυτών, με σκοπό την επίδραση επί της αξίας της αγοράς;»* (Salih, 2010, σελ. 56).

#### **1.2.4 Tax preference theory [Θεωρία φορολογικής διαφοροποίησης]**

Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης έχει μελετηθεί σε πλειάδα εργασιών τους από τους Litzenberger & Ramaswamy (1979). Η θεωρία προτείνει ότι οι φόροι επιδρούν στη μερισματική πολιτική και συνεπακόλουθα στην αξία της εταιρείας. Σύμφωνα με τους Litzenberger & Ramaswamy (1979, σελ. 163), *«Η παραδοσιακή άποψη θεωρούσε ότι οι επενδυτές προτιμούν μια τρέχουσα, σίγουρη απόδοση, υπό τη μορφή μερίσματος σε σχέση με την αβέβαιη προοπτική των μελλοντικών μερισμάτων.»* Ωστόσο, τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων χαίρουν μεγαλύτερης προτίμησης έναντι των μερισμάτων μεταξύ του επενδυτικού κοινού Litzenberger & Ramaswamy (1979). Επίσης, ένα

σημαντικό δεδομένο είναι η φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών διαφέρει ακόμα και σε επίπεδο χωρών (Robinson, 2006).

Η εν λόγω, θεωρία λοιπόν στρέφει το επενδυτικό κοινό να προτιμά εταιρείες οι οποίες δεν πληρώνουν μερίσματα αλλά διατηρούν αδιανέμητα κέρδη προκειμένου να αξιοποιηθούν μελλοντικά. Με άλλα λόγια, ένα χαμηλό επίπεδο διανομής μερισμάτων προτιμάται με σκοπό να αυξηθεί η αξία/ο πλούτος για τους μετόχους. Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι η φορολόγηση των μερισμάτων είναι άμεση και υψηλότερη συγκριτικά με τα κεφαλαιακά κέρδη. Το επενδυτικό κοινό έχει το δικαίωμα να αναβάλλει την πληρωμή του φόρου μέχρι να πουλήσει τις μετοχές του. Συνεπώς, το χαμηλό επίπεδο μερισμάτων θα αυξήσει την τιμή της μετοχής καθώς οι εταιρείες διατηρούν αδιανέμητα κέρδη που μετατρέπονται σε κεφαλαιακά κέρδη, μεταβλητή που επιδρά θετικά στην αξία για τους μετόχους.

Σύμφωνα με τον Robinson (2006, σελ. 5), *«Το μεγαλύτερο μειονέκτημα αυτής της θεωρίας είναι ότι αποτυγχάνει να διαχειριστεί επαρκώς την πιθανότητα των περιοδικών επαναγορών μετοχών.»* Επίσης, οι Litzenberger&Ramaswamy (1979, σελ. 190), αναφέρουν ότι προέκυψαν στοιχεία πελατειακής συμπεριφοράς, δηλαδή *«[...] οι μέτοχοι που βρίσκονται εντός υψηλότερης φορολογικής κλίμακας, επιλέγουν μετοχές με χαμηλότερη απόδοση και αντιστρόφως.»* Μπορεί να υποστηριχθεί λοιπόν, ότι η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης δημιούργησε το υπόβαθρο για την ανάδειξη της θεωρίας της πελατειακής συμπεριφοράς.

### **1.2.5 The Clientelle effect theory [Θεωρία της πελατειακής συμπεριφοράς]**

Η τελευταία θεωρία, η οποία θα παρουσιαστεί σύντομα, είναι αυτής της επίδρασης της πελατειακής συμπεριφοράς. Διάφορες εμπειρικές αναλύσεις έχουν εντοπίσει ευρήματα αναφορικά με την επίδραση της συμπεριφοράς των επενδυτών και άλλες όχι (Robinson, 2006).

Η συγκεκριμένη θεωρία υπογραμμίζει την ύπαρξη διαφορετικών ομάδων και τύπων επενδυτών. Οι διαφορετικές ομάδες επενδυτών υποδηλώνουν και διαφορετικές μερισματικές πολιτικές από πλευράς εταιρειών. Μια χαρακτηριστική μελέτη σχετικά με αυτή τη θεωρία είναι αυτή των Black & Scholes (1974). Η επίδραση της πελατείας έγκειται στην ύπαρξη διαφορετικών προτιμήσεων μεταξύ των επενδυτών, καθώς άλλοι προτιμούν τα οφέλη των μερισμάτων, άλλοι τα αδιανέμητα κέρδη. Πιο συγκεκριμένα,

σύμφωνα με τους Black & Scholes (1974, σελ. 2), «[...] υπάρχουν επενδυτές που προτιμούν υψηλές αποδόσεις μερισμάτων, οι άλλες μεταβλητές να παραμένουν σταθερές, και άλλοι τύποι επενδυτών που προτιμούν χαμηλές αποδόσεις μερισμάτων.» Με άλλα λόγια υπάρχουν και οι επενδυτές που εξαιρούνται φορολόγησης και αδιαφορούν για τις μερισματικές αποδόσεις. Στη βάση της φορολογίας και των προσωπικών επιδιώξεων των επενδυτών, κάποιιοι προτιμούν εταιρείες και μετοχές που δεν δίνουν μερίσματα, άλλοι προτιμούν μετοχές με τακτική πληρωμή μερισμάτων, άλλοι προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων.

Η διοίκηση της κάθε επιχείρησης μεταβάλλει τη μερισματική της πολιτική ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των εκάστοτε μετόχων της και των χαρτοφυλακίων τους. Βέβαια, πρέπει να τονισθεί ότι ρεαλιστικά η μεταβολή της μερισματικής πολιτικής δεν αποδεικνύεται εύκολη στην πράξη καθώς υπάρχουν περιορισμοί που προσκρούουν στα συμφέροντα των επενδυτών. Επί παραδείγματι, μια εταιρεία μπορεί να περιορίσει τα μερίσματά της, ωστόσο διατρέχει τον κίνδυνο της αποχώρησης των επενδυτών που επιθυμούν υψηλά μερίσματα. Από την άλλη πλευρά όμως, διακρίνεται η πιθανότητα προσέλκυσης άλλων ενδιαφερόμενων επενδυτών.

### **1.3 Ισχύον θεσμικό πλαίσιο στο Ελληνικό συγκείμενο**

#### **1.3.1 Προϋποθέσεις ένταξης στο Χρηματιστήριο Αθηνών**

Εφόσον η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών<sup>4</sup>, εφεξής Χ.Α, θεωρείται χρήσιμο να παρατεθεί ένα μέρος του κανονισμού του Χ.Α που αναφέρεται στις προϋποθέσεις οι οποίες και απαιτούνται προκειμένου μια Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε) να εισαχθεί στην κύρια αγορά του Χ.Α. Συνεπώς οι προϋποθέσεις είναι οι ακόλουθες:

- ✓ Τα ίδια κεφάλαια του εκδότη πρέπει να είναι κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής τουλάχιστον τρία εκατομμύρια (3.000.000) ευρώ, σε ενοποιημένη βάση ή, σε περίπτωση που δεν ενοποιούνται άλλες εταιρίες, σε ατομική βάση.
- ✓ Ο εκδότης πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει προς δημοσίευση, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην κείμενη νομοθεσία, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις

---

<sup>4</sup>Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το δείγμα εταιρειών βλ. Κεφάλαιο 4.

του για τις τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής.

- ✓ Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Αν η εταιρεία καταρτίζει και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, ισχύει το ίδιο και για τις καταστάσεις αυτές, αλλά και για τις καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, της τελευταίας πριν την υποβολή της αίτησης δημοσιευμένης χρήσης.
- ✓ Ο εκδότης πρέπει να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων τριετίας ύψους δύο εκατομμυρίων (2.000.000) ευρώ και κερδοφορία προ φόρων για τις δύο τελευταίες χρήσεις, ή EBITDA(κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ και θετικό EBITDAγια τις δύο τελευταίες χρήσεις, σε ενοποιημένη βάση ή σε ατομική, εφόσον δεν ενοποιεί άλλες εταιρίες.
- ✓ Ο εκδότης πρέπει να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών του στο κοινό, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για την εισαγωγή τους. Η διασπορά θεωρείται επαρκής στις παρακάτω περιπτώσεις:1)όταν οι μετοχές που πρόκειται να εισαχθούν είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και ειδικότερα κατανέμονται σε τουλάχιστον τριακόσια(300) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του πέντε τοις εκατό (5%) του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή, ή2)όταν κατανέμονται μετοχές κατά ποσοστό τουλάχιστον δεκαπέντε τοις εκατό (15%) του συνολικού προς εισαγωγή αριθμού μετοχών της ίδιας κατηγορίας, σε τουλάχιστον τριακόσια (300) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του πέντε τοις εκατό (5%) του συνολικού προς εισαγωγή αριθμού μετοχών, εφόσον λόγω του μεγάλου, ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες, αριθμού των μετοχών της ίδιας κατηγορίας, που είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς.
- ✓ Ο εκδότης πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά, για όλα τα φορολογικά αντικείμενα, για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης, οι ετήσιες οικονομικές του καταστάσεις, πλην της τελευταίας.
- ✓ Ο εκδότης πρέπει να συμμορφώνεται προς τις κείμενες διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση.

- ✓ Μέτοχοι εταιριών με εκτιμώμενη κεφαλαιοποίηση μικρότερη των εκατό εκατομμυρίων (100.000.000) ευρώ, οι οποίοι κατά το χρόνο έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών στην Αγορά Αξιών συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) στο μετοχικό κεφάλαιο του εκδότη επιτρέπεται να μεταβιβάσουν κατά το πρώτο (1ο) έτος μετά την εισαγωγή μετοχές που αντιστοιχούν κατ' ανώτατο όριο σε ποσοστό είκοσι πέντε (25%) του συνόλου των μετοχών τους.
- ✓ Για την έγκριση εισαγωγής μετοχών εκδότη, το Χ.Α. μπορεί, αν κρίνει ότι η δραστηριότητα του εκδότη που έχει υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών του δεν παρουσιάζει συνοχή και πληρότητα, με αποτέλεσμα να δημιουργείται κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό, να ζητήσει την εξαγορά συνδεδεμένων κατά την έννοια του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920 εταιριών ή και εταιριών που έχουν την ίδια μετοχική σύνθεση, από τον εκδότη ή την απορρόφηση συγκεκριμένων εταιριών ή κλάδων των συνδεδεμένων κατά τα άνω με τον εκδότη που υπέβαλε την αίτηση εταιριών ή ακόμη πρόσθετες διασφαλίσεις που θεωρεί απαραίτητες για τη προστασία του συμφέροντος του επενδυτικού κοινού.
- ✓ Για την έγκριση αίτησης εισαγωγής, το Χ.Α. μπορεί να ζητά και να αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα των μετοχών του εκδότη για εισαγωγή τους στη συγκεκριμένη αγορά, ιδίως ως προς την οικονομική κατάστασή τους, τον κλάδο δραστηριότητας και την πορεία του, τη διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και την ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης.
- ✓ Σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς, η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο εκατομμύρια (2.000.000) ευρώ.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup>Κανονισμός Λειτουργίας Χρηματιστηρίου Αθηνών (2014). Σύμφωνα με το άρθρο 43 του Ν. 3606/2007 (ΦΕΚ Α/195/17.8.2007) την από 27.10.2014 απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών και την υπ' αριθμ. 19/697/10-11-2014 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. (σσ. 107-111).

### 1.3.2. Νομολογίες περί μερισμάτων και διάθεσης κερδών

Στην παρούσα υποενότητα θα παρατεθούν τα άρθρα νόμων που αφορούν στα ζητήματα του υπολογισμού του πρώτου μερίσματος για τις Α.Ε και της διάθεσης των κερδών.

Οι ανώνυμες εταιρείες προβαίνουν σε καταβολή μερίσματος στη βάση κάποιων υπολογισμών σύμφωνα με το Ν.2190/1920. Πρώτον, αφαιρείται η κράτηση για τακτικό αποθεματικό. Η κράτηση υπολογίζεται σε ποσοστό επί των καθαρών κερδών. Το ποσοστό αυτό οφείλει να είναι τουλάχιστον 5%. Η αφαίρεση αυτή πάυει να ισχύει εφόσον το ύψος του τακτικού αποθεματικού ανέλθει στο 1/3 του εταιρικού κεφαλαίου (Ν.2190/1920, άρ.44). Στη συνέχεια, κρατείται το απαιτούμενο ποσό για την καταβολή του μερίσματος. Το ποσοστό που οφείλουν οι ανώνυμες εταιρείες να καταβάλουν ανέρχεται τουλάχιστον στο 6% του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

Ωστόσο σύμφωνα με το άρ.3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιήθηκε με το άρ. 1 του Ν.876/1979, ορίζεται ότι Α.Ε. οφείλουν να καταβάλλουν μέρισμα όχι κατώτερο του 30% κατόπιν της αφαίρεσης των νόμιμων αποθεματικών. Τα προαναφερθέντα μπορεί να μην εφαρμοστούν, αν η Γενική Συνέλευση πλειοψηφήσει, δηλαδή το ποσοστό ψήφου ανέλθει στα 3/4 των εκπροσωπούμενων ψήφων (Α.Ν. 148/1967, άρ.3, παρ. 3). Τέλος, τα μερίσματα πρέπει να καταβληθούν στους μετόχους μέσα σε δύο μήνες από την απόφαση της γενικής συνέλευσης η οποία ενέκρινε τις οικονομικές καταστάσεις. (Ν. 2190/1920, 44<sup>α</sup>, παρ. 2).

Σχετικά με τη διανομή των κερδών αναφέρεται ότι το ποσό που διανέμεται στους μετόχους δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που έχει λήξει προσαυξημένο με τα κέρδη που προέρχονται από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται και αποφασίστηκε από τη Γενική Συνέλευση η διανομή τους και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό (Ν. 2190/1920, άρ. 44<sup>α</sup>, παρ.2).

Τα κέρδη παραμένουν αδιανέμητα όταν το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων αυτών είναι μικρότερο από το άθροισμα των προαιρετικών αποθεματικών και του υπολοίπου των κερδών εις νέο. Επίσης, όταν το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών. Τα



υπόλοιπα καθαρά κέρδη διατίθενται σύμφωνα με τους κανόνες του καταστατικού (Ν. 2190/1920, άρ.45, παρ.2, εδ.γ’).

## **Σύνοψη**

Ολοκληρώνοντας τη συζήτηση για τον εννοιολογικό προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής και των προκυπτουσών θεωριών καθώς και των ανάλογων νόμων, θεωρείται σωστό να αναφερθούν και οι παράγοντες που καθορίζουν τα μερίσματα και την άσκηση της μερισματικής πολιτικής. Οι συγκεκριμένοι παράγοντες μπορούν να ομαδοποιηθούν σε κατηγορίες όπως ο δείκτης διανομής μερισμάτων, η σταθερότητα των μερισμάτων, οι νομικοί, συμβατικοί και εσωτερικοί περιορισμοί, η εκτίμηση της κεφαλαιαγοράς και τέλος ο πληθωρισμός (Khan & Jain, 2004). Τελικά, μελετώντας κανείς τη βιβλιογραφία αναφορικά με τη μερισματική πολιτική, συνάγεται το συμπέρασμα, ότι *«Όσο περισσότερο κοιτάμε την εικόνα του μερίσματος, τόσο περισσότερο φαίνεται σαν παζλ, με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους.»* (Black, 1976, σελ. 5).

## **Κεφάλαιο 2: Ταμειακές Ροές**

### **Εισαγωγή**

Στο παρόν κεφάλαιο θα συζητηθεί διεξοδικώς το ζήτημα των Ταμειακών Ροών. Οι ταμειακές ροές αποτελούν οργανικό κομμάτι της παρούσης εργασίας. Παρόλο που ερευνητικά έχουν διαπιστωθεί αρκετοί παράγοντες ότι ακούν επίδραση επί της μερισματικής πολιτικής, τα αποτελέσματα μεταξύ της αρθογραφίας και βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση των ταμειακών ροών παραμένουν ασαφή. Στη βάση των προαναφερθέντων, θα αναλυθεί το θεσμικό πλαίσιο των Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Α., οι οικονομικές καταστάσεις, θα παρουσιαστούν οι καταστάσεις ταμειακών ροών και οι τύποι, οι τρόποι κατάρτισής τους με παραδείγματα και τέλος θα παρατεθεί οκυριότερος σκοπός χρήσης των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών.

### **2.1. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα/Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς**

Σήμερα, περισσότερο από ποτέ χάριν στην άρση των συνόρων και στην ελεύθερη, διακίνηση κεφαλαίων, καθίσταται πιο επιτακτική από ποτέ η ανάγκη εφαρμογής ενιαίων λογιστικών προτύπων προκειμένου ο ιδιωτικός και ο δημόσιος τομέας να συμμορφωθεί με αυτούς τους κανόνες. Η διεθνοποίηση της οικονομίας και των αγορών επιβάλλουν την υιοθέτηση των ενιαίων λογιστικών προτύπων καθώς απορρέουν ιδιαίτερης σημασίας οφέλη.

Μεταξύ των πλεονεκτημάτων διασφαλίζεται η συγκρισιμότητα, η διαφάνεια και η υψηλή ποιότητα των πληροφοριών που παρέχονται μέσω των οικονομικών καταστάσεων στους χρήστες για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Ως εκ τούτου οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις δεν διέπονται από αντιφάσεις και αντιθέσεις και οι οικονομικοί αναλυτές και επιστήμονες μελετούν ένα πρότυπο δημοσίευσης που υπάγεται σε τυποποιημένους κανόνες. Επί της ουσίας, η υιοθέτηση και εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, εφεξής Δ.Π.Χ.Α, επιτρέπουν τη σύγκριση και διευκολύνεται ο ανταγωνισμός και η κυκλοφορία των κεφαλαίων (GrantThornton, 2009).

### 2.1.1 Θεσμικό πλαίσιο των Δ.Λ.Π./Δ.Π.Χ.Α.

Η εφαρμογή των ενιαίων λογιστικών προτύπων χωρίζεται σε δύο χρονικές περιόδους και συνακόλουθες διαφορετικές ονομασίες. Ειδικότερα, τον Μάρτιο του 2002 αποφασίστηκε ότι όλα τα Πρότυπα που θα εκδίδονται πλέον από το I.A.S.B<sup>6</sup>, θα ονομάζονται Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.)<sup>7</sup>. Εν αντιθέσει, τα Πρότυπα, τα οποία είχαν εκδοθεί από την I.A.S.C<sup>8</sup>. κατά την περίοδο 1973-2001, ονομάζονται Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π.)<sup>9</sup>.(Grant, Thornton, 2009).

Η Ευρώπη, κατά τη γνώμη του γράφοντος, προχώρησε σε μια, βαρύνουσα σημασίας κίνηση το 2002. Το 2002, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συνεργαζόμενο με το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης προέβησαν στη σύναψη και έκδοση του Κανονισμού (ΕΚ) με αριθμό 1606/2202 ο οποίος αφορούσε στην εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Ο συγκεκριμένος κανονισμός τέθηκε σε εφαρμογή στις 14 Σεπτεμβρίου 2002. Στην αιτιολογική έκθεση, αναφέρεται ότι ο κανονισμός αυτός προβλέπει για τις εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο *«Ότι για κάθε οικονομικό έτος που αρχίζει από την 1η Ιανουαρίου 2005 και μετά, οι εταιρείες που διέπονται από το δίκαιο κράτους μέλους καταρτίζουν τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.»* (Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Ε.Ε), 2003, σελ.3)

## 2.2 Οικονομικές Καταστάσεις

Οι Οικονομικές Καταστάσεις αποτελούν μια δομημένη οικονομική παρουσίαση της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, της απόδοσης της, καθώς και των συναλλαγών που έχουν διενεργηθεί. Ο σκοπός τους είναι η παροχή πληροφοριών σχετικά με :

- ✓ Τη χρηματοοικονομική θέση, την απόδοση και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης οι οποίες είναι χρήσιμες σε έναν ευρύ κύκλο χρηστών για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων και
- ✓ Τα αποτελέσματα της διαχείρισης από τη Διοίκηση, των πόρων που της εμπιστεύθηκαν.

---

<sup>6</sup>InternationalAccountingStandardsBoard [ΣώμαΔιεθνώνΛογιστικώνΠροτύπων]

<sup>7</sup>International Financial Reporting Standards

<sup>8</sup>International Accounting Standards Committee [ΕπιτροπήΔιεθνώνΛογιστικώνΠροτύπων]

<sup>9</sup>InternationalAccountingStandards

Οι Οικονομικές Καταστάσεις οφείλουν να παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με :

- ✓ Τα στοιχεία του ενεργητικού,
- ✓ Τις υποχρεώσεις,
- ✓ Τα ίδια κεφάλαια,
- ✓ Τα έσοδα και τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένων των κερδών και των ζημιών,
- ✓ Τις εισφορές από και διανομές προς τους ιδιοκτήτες, οι οποίες απορρέουν από την ιδιότητά τους αυτή ως ιδιοκτήτες, και
- ✓ Τις ταμειακές ροές.

Μια πλήρης σειρά Οικονομικών Καταστάσεων αποφαίνεται σημαντική καθώς ενημερώνει τους χρήστες αυτών και τους βοηθά να εκτιμήσουν τις μελλοντικές ροές της επιχείρησης και ειδικότερα τον χρόνο και τη βεβαιότητα της δημιουργίας τους. Η σειρά περιλαμβάνει τις ακόλουθες επιμέρους καταστάσεις:

- ✓ Τον ισολογισμό για τη λήξη της περιόδου αναφοράς,
- ✓ Την κατάσταση Συνολικών Εσόδων για την περίοδο,
- ✓ Την κατάσταση Μεταβολών των Ιδίων Κεφαλαίων για την περίοδο,
- ✓ Την Κατάσταση των Ταμειακών Ροών για την περίοδο,
- ✓ Τις Επεξηγηματικές Σημειώσεις που αναφέρονται στις λογιστικές πολιτικές και αναγκαίες πληροφορίες,
- ✓ Τον ισολογισμό κατά την έναρξη της νωρίτερης συγκριτικής περιόδου, στην περίπτωση που μια επιχείρηση εφαρμόζει μια λογιστική πολιτική αναδρομικά ή διενεργεί μια αναδρομική διόρθωση των μεγεθών των Οικονομικών Καταστάσεων, ή όταν ανα-ταξινομεί κονδύλια των Οικονομικών Καταστάσεων της (Grant, Thornton, 2009).

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, οι ταμειακές ροές καθίστανται σημαντικές. Συνεπώς, θα αναλυθεί η Κατάσταση Ταμειακών Ροών και η κατάταξή τους, η οποία καταρτίζεται υιοθετώντας τους κανόνες και τις αρχές του Δ.Λ.Π. 7. Σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 1 η παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων αξιώνει ότι η κατάσταση των ταμειακών ροών αποτελεί μια κατάσταση εξέχουσας σημασίας, την οποία πρέπει να καταρτίζουν οι επιχειρήσεις σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α. Ουσιαστικά, αποτελεί ένα έγγραφο καίριας σημασίας καθώς δείχνει «[...] πόσο ρευστό παρήχθει, από ποιές πηγές και πως χρησιμοποιήθηκε.» (Matavire & Dzama, 2013, σελ. 110).

## 2.3 Παρουσίαση της Κατάστασης των Ταμειακών Ροών

Προτού παρουσιαστεί η Κατάσταση των Ταμειακών Ροών, θεωρείται χρήσιμο να παρατεθεί μια μεστή εννοιολόγηση του όρου ‘Κατάσταση Ταμειακών Ροών’. Σύμφωνα με τον Πρωτοψάλτη (1999, σελ. 139-140),

*«Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών είναι αυτή που δείχνει τις επιδράσεις [αυξήσεις και μειώσεις] πάνω στα ταμειακά ή χρηματικά διαθέσιμα, όπως και στα προς αυτά ισοδύναμα στοιχεία, από τις συνήθεις επιχειρηματικές συναλλαγές, αλλά και τις επενδυτικές και τι χρηματοδοτικές δραστηριότητες [...] μια επιχειρήσεως κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Η κατάσταση αυτή παρέχει τις πληροφορίες ή εξηγήσεις για την αύξηση ή μείωση των ταμειακών ή χρηματικών διαθεσίμων, όπως και των ισοδύναμων προς αυτά στοιχείων, κατά τη διάρκεια της χρήσεως.»*

Πράγματι τα μετρητά είναι ιδιαίτερος σημαντικά. «Χωρίς επαρκή μετρητά για την καταβολή των υποχρεώσεών της [...], μια οντότητα μπορεί να καταστεί αφερέγγυα και να εκκαθαριστεί.» (Matavire & Dzama, 2013, σελ.110). Σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές του Δ.Λ.Π. 7 μια επιχείρηση οφείλει να καταρτίζει την Κατάσταση των Ταμειακών Ροών και να τις ταξινομεί σε τρεις κύριες κατηγορίες, ήτοι,

- ✓ Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
- ✓ Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες
- ✓ Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες

### 2.3.1 Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες<sup>10</sup>

Τα μετρητά που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης αποτελούν την κύρια πηγή των ταμειακών ροών. Αποτελεί τον κύριο πόρο ώστε η διοίκηση να μπορέσει να ικανοποιήσει τις εκάστοτε ανάγκες της συμπεριλαμβανομένων της επαν-επένδυσης, της μείωσης του χρέους, της εξαγοράς αποθεμάτων και των μερισμάτων (Mulford & Comiskey, 2005). Οι λειτουργικές ταμειακές ροές προέρχονται από τις κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης, δηλαδή, από τις συναλλαγές και άλλα γεγονότα που αφορούν στον προσδιορισμό του καθαρού κέρδους ή της ζημίας.

---

<sup>10</sup>Cash flow from operating activities

Οι ακόλουθες κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν ενδεικτικές συναλλαγές λειτουργικών ταμειακών ροών (Grant Thornton, 2009):

- ✓ Εισπράξεις από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών,
- ✓ Εισπράξεις από δικαιώματα εκμετάλλευσης, αμοιβές, προμήθειες και άλλα έσοδα,
- ✓ Εισπράξεις και πληρωμές με μετρητά μιας ασφαλιστικής επιχείρησης με ασφάλιστρα, αποζημιώσεις, συντάξεις, και άλλες ασφαλιστικές παροχές,
- ✓ Εξοφλήσεις υποχρεώσεων που προέρχονται από την αγορά εμπορευμάτων ή πρώτων υλών και υπηρεσιών απαραίτητων για την άσκηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης,
- ✓ Εισπράξεις και πληρωμές από συμβάσεις που κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς,
- ✓ Πληρωμές μισθών στο προσωπικό,
- ✓ Πληρωμές λειτουργικών μισθώσεων που καταβάλλονται για εξοπλισμό που χρησιμοποιείται για την άσκηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης (π.χ. ενοίκια για κτήρια διοίκησης, μηχανήματα παραγωγής, αυτοκίνητα),
- ✓ Πληρωμές φόρου εισοδήματος.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να δοθούν κάποιες επεξηγήσεις. Ορισμένες συναλλαγές όπως πώληση παγίων, μπορεί να δημιουργήσουν κέρδος ή ζημία, που έχει συμπεριληφθεί στο συνολικό αποτέλεσμα, αλλά ως ταμειακές εισροές πρέπει να συμπεριληφθούν στις επενδυτικές δραστηριότητες. Επίσης, η αγορά ή πώληση χρεογράφων, όταν πραγματοποιείται συστηματικά, εντάσσεται στις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Μια απλή συναλλαγή, όπως η πληρωμή ενός τοκοχρεωλυσίου, ενδέχεται να αφορά κατά τους τόκους μια συνήθη λειτουργική δραστηριότητα, ενώ κατά το κεφάλαιο να αφορά μια χρηματοδοτική δραστηριότητα. Τέλος, κάποιες τραπεζικές προκαταβολές δανειακής φύσεως ή και κάποια τραπεζικά δάνεια ενδέχεται να αποτελούν λειτουργικές δραστηριότητες (Πρωτοψάλτης, 1999).

### **2.3.2 Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες<sup>11</sup>**

Σύμφωνα με τη ελεγκτική εταιρεία Grant Thornton (2009) οι επενδυτικές δραστηριότητες είναι οι δραστηριότητες που αφορούν την απόκτηση και διάθεση

---

<sup>11</sup>Cash flow from investing activities

μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, όπως τα χρήματα που χρησιμοποιούνται για την αγορά του πάγιου ενεργητικού ή οι εισπράξεις από τη διάθεση των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων. Το πάγιο ενεργητικό αποτελεί μια σημαντική μεταβλητή καθώς χρησιμοποιείται μακροπρόθεσμα για την παραγωγή κέρδους, είναι ένδειξη του κύκλου εργασιών της επιχείρησης, Επίσης, οι επενδυτικές δραστηριότητες δημιουργούν μελλοντική κερδοφορία και ταμειακές εισροές (Collings, 2015).

Οι ακόλουθες κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν ενδεικτικές συναλλαγές ταμειακών ροών από επενδυτικές δραστηριότητες:

- ✓ Πληρωμές για αγορά ενσώματων παγίων και άλλων μακροπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού (π.χ. συμμετοχών, χρεογράφων, δανείων σε τρίτους). Αυτές οι πληρωμές περιλαμβάνουν και εκείνες που σχετίζονται με την κεφαλαιοποίηση κόστους ανάπτυξης και ιδιοπαραγωγές ενσώματων παγίων,
- ✓ Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων παγίων και άλλων μακροπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού,
- ✓ Καταβολές μετρητών για απόκτηση συμμετοχών στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων και χρεωστικών ομολόγων άλλων επιχειρήσεων,
- ✓ Εισπράξεις από πωλήσεις συμμετοχών, χρεωστικών ομολόγων άλλων επιχειρήσεων, καθώς και δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες (άλλες εκτός από τις εισπράξεις από χρηματοοικονομικά μέσα που θεωρούνται ως ταμειακά ισοδύναμα και από εκείνα που κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς),
- ✓ Ταμειακές προκαταβολές και δάνεια που δίνονται σε τρίτους (εκτός αυτών που δίνονται από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα), καθώς και οι αντίστοιχες εισπράξεις των παραπάνω,
- ✓ Πληρωμές με μετρητά για συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και προθεσμιακές συμβάσεις, για συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης και συμβάσεις ανταλλαγών, εκτός αν οι συμβάσεις κατέχονται για συναλλακτικούς ή εμπορικούς σκοπούς ή οι πληρωμές τοις μετρητοίς κατατάσσονται στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, και
- ✓ Εισπράξεις από συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και προθεσμιακές συμβάσεις, συμβάσεις προαίρεσης και συμβάσεις ανταλλαγών, εκτός αν οι συμβάσεις κατέχονται για συναλλακτικούς σκοπούς ή εμπορικούς σκοπούς ή οι εισπράξεις κατατάσσονται στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

### 2.3.3 Ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες<sup>12</sup>

Η τρίτη κατηγορία των ταμειακών ροών αφορά στις ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Η συγκεκριμένη κατηγορία των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης αφορούν στη μεταβολή του μεγέθους του μετοχικού ή εταιρικού κεφαλαίου και του δανεισμού μιας επιχείρησης (Collings, 2015). Είναι πολύ σημαντική η συγκεκριμένη παράθεση των ταμειακών ροών καθώς οι χρήστες ενημερώνονται για τον τρόπο χρηματοδότησης της επιχείρησης σε κάθε χρήση.

Οι ακόλουθες κατηγορίες συναλλαγών αποτελούν ενδεικτικές συναλλαγές ταμειακών ροών από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες:

- ✓ Εισπράξεις από εκδόσεις μετοχών και λοιπών συμμετοχικών τίτλων,
- ✓ Πληρωμές μερισμάτων κοινών και προνομιούχων μετοχών,
- ✓ Πληρωμές στους ιδιοκτήτες για να εξαγοραστούν ή να επιστραφούν οι μετοχές της επιχείρησης,
- ✓ Εισπράξεις μετρητών από την έκδοση χρεωστικών ομολόγων, δανείων, γραμματίων, ενυπόθηκων δανείων και άλλων βραχυπρόθεσμων ή μακροπρόθεσμων δανείων, εκταμιεύσεις για αποπληρωμή δανείων, και
- ✓ Πληρωμές μισθωτή για τη μείωση του οφειλόμενου υπόλοιπου χρηματοοικονομικής μίσθωσης.

### 2.4 Κατάρτιση Καταστάσεων Ταμειακών Ροών

Οι καταστάσεις ταμειακών ροών δύνανται να καταρτίζονται με δύο μεθόδους, είτε την έμμεση μέθοδο, είτε την άμεση μέθοδο κατάρτισης. Αυτό που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι υπάρχουν κάποιες ειδοποιοί διαφορές μεταξύ των δύο μεθόδων. Το τμήμα που αφορά τις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζει διαφορές μεταξύ των δύο μεθόδων. Τα άλλα τμήματα της κατάστασης είναι τυπικά τα ίδια μεταξύ των δύο μεθόδων κατάρτισης (Jury, 2012).

Η παρουσίαση των λειτουργικών ταμειακών ροών με την άμεση μέθοδο παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά. Γνωστοποιούνται οι κύριες κατηγορίες ακαθάριστων εισπράξεων και ακαθάριστων πληρωμών με μετρητά. Οι επιχειρήσεις προτρέπονται να εμφανίζουν τις λειτουργικές ταμειακές ροές με αυτήν τη μέθοδο καθώς παρέχονται

---

<sup>12</sup>Cash flow from financing activities



πληροφορίες οι οποίες μπορεί να είναι χρήσιμες στην εκτίμηση μελλοντικών ταμειακών ροών οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες με την έμμεση μέθοδο.

Στην έμμεση μέθοδο το καθαρό κέρδος ή ζημία αναμορφώνεται με βάση τις επιδράσεις των συναλλαγών μη ταμειακής φύσης (π.χ. αποσβέσεις), των μεταβατικών λογαριασμών εσόδων, των μεταβατικών λογαριασμών εξόδων, και των στοιχείων εσόδων ή εξόδων που συνδέονται με επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές ροές. Ουσιαστικά, με την έμμεση μέθοδο, παρουσιάζονται οι καθαρές ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες, εμφανίζοντας τα έσοδα και τα έξοδα που προσδιορίζουν τα κέρδη ή τις ζημίες της περιόδου, καθώς και τις μεταβολές κατά τη διάρκεια της περιόδου στα αποθέματα, στις οργανικές απαιτήσεις και στους λογαριασμούς πληρωτέους.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να υπογραμμισθεί ένα ενδιαφέρον ζήτημα που αφορά τις ελληνικές επιχειρήσεις και την κατάρτιση Καταστάσεων Ταμειακών Ροών. Σύμφωνα με το Ν. 4308/2014, άρ. 16, ορίζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις τις οποίες υποχρεούνται να καταρτίζουν οι μεγάλες οντότητες.<sup>13</sup> Οι μεγάλες οντότητες οφείλουν να καταρτίζουν και την Κατάσταση των Ταμειακών Ροών. Οι ελληνικές επιχειρήσεις οφείλουν να καταρτίζουν τις καταστάσεις ταμειακών ροών με την έμμεση μέθοδο η οποία είναι και η πλέον συνήθης (Λογιστική οδηγία, παρ. 16.3.5). Το παράδοξο που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι το Δ.Λ.Π. 7 προτρέπει τις επιχειρήσεις να καταρτίζουν τις καταστάσεις με την άμεση μέθοδο, καθώς επίσης δύναται και η δυνατότητα επιλογής αρκεί το αποτέλεσμα να είναι το ίδιο. Ακολουθούν δύο ενδεικτικά παραδείγματα κατάρτισης καταστάσεων ταμειακών ροών ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει σαφή εικόνα των διαφορών που εντοπίζονται στο τμήμα των λειτουργικών ταμειακών ροών.

---

<sup>13</sup>Μεγάλες οντότητες είναι οι οντότητες οι οποίες κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους υπερβαίνουν τα όρια δύο τουλάχιστον από τα ακόλουθα τρία κριτήρια: α) Σύνολο ενεργητικού: 20.000.000 ευρώ. β) Καθαρό ύψος κύκλου εργασιών: 40.000.000 ευρώ. γ) Μέσος όρος απασχολουμένων κατά τη διάρκεια της περιόδου: 250 άτομα. (Ν. 4308/2014, άρ.2).

## 2.4.1 Άμεση μέθοδος κατάρτισης

**Πίνακας 2.1 Παράδειγμα Κατάστασης Ταμειακών Ροών.Άμεσημέθοδος**

	20XX	20XX
<b>Λειτουργικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από πελάτες	X	X
Πληρωμές σε προμηθευτές	X	X
Αμοιβές προσωπικού	X	X
Άλλες πληρωμές	X	X
Φόροι πληρωθέντες	X	X
Τόκοι πληρωθέντες	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Επενδυτικές Δραστηριότητες</b>		
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	X	X
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	X	X
Εισπράξεις/πληρωμές από πώληση/αγορά θυγατρικών κτλ.	X	X
Εισπράξεις/πληρωμές από πώληση/αγορά επενδυτικών τίτλων	X	X
Τόκοι εισπραχθέντες	X	X
Μερίσματα εισπραχθέντα	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	X	X
Εισπράξεις από εκδοθέντα/αναληφθέντα δάνεια	X	X
Εξοφλήσεις δανείων	X	X
Μερίσματα πληρωθέντα	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ))</b>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αρχής περιόδου</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>XX</b>	<b>XX</b>

## 2.4.2 Έμμεση μέθοδος κατάρτισης

**Πίνακας 2.2 Παράδειγμα Κατάστασης Ταμειακών Ροών -Έμμεση Μέθοδος**

	20XX	20XX
<b>Λειτουργικές Δραστηριότητες</b>		
Κέρδη προ φόρων	X	X
Προσαρμογές για:		
Αποσβέσεις	X	X
Προβλέψεις	X	X
Μη ταμειακές συναλλαγές	X	X
Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης:		
(Αύξηση)/μείωση απαιτήσεων	X	X
(Αύξηση)/μείωση υποχρεώσεων	X	X
(Αύξηση)/μείωση αποθεμάτων	X	X
Μείον:		
Τόκοι πληρωθέντες	X	X
Φόροι πληρωθέντες	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	XX	XX
<b>Επενδυτικές Δραστηριότητες</b>		
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	X	X
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων	X	X
Εισπράξεις/πληρωμές από πώληση/αγορά θυγατρικών κτλ.	X	X
Εισπράξεις/πληρωμές από πώληση/αγορά επενδυτικών τίτλων	X	X
Τόκοι εισπραχθέντες	X	X
Μερίσματα εισπραχθέντα	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	XX	XX
<b>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</b>		
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	X	X
Εισπράξεις από εκδοθέντα/αναληφθέντα δάνεια	X	X
Εξοφλήσεις δανείων	X	X
Μερίσματα πληρωθέντα	X	X
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	XX	XX
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)</b>	<b>XX</b>	<b>XX</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αρχής περιόδου</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου</b>	<b>XX</b>	<b>XX</b>

## 2.5 Ο σκοπός των Καταστάσεων Ταμειακών Ροών

Η Κατάσταση των Ταμειακών Ροών συνδυαστικά με τις υπόλοιπες Οικονομικές Καταστάσεις είναι πολύ χρήσιμες καθώς ο σκοπός τους είναι να προσφέρουν ένα πακέτο πληροφοριών αναφορικά με τις εισροές, εκροές, τις μεταβολές στα ίδια κεφάλαια και στη χρηματοδοτική δομή της επιχείρησης. Το πληροφοριακό περιεχόμενο βοηθά τους χρήστες να εκτιμήσουν τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα. Επίσης, τα ενδιαφερόμενα μέρη εκτιμούν την ικανότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης στις υποχρεώσεις της, όπως η καταβολή μερίσματος, ο προσδιορισμός των χρηματοδοτικών της αναγκών.

Επιπλέον, οι πληροφορίες είναι χρήσιμες σχετικά με την αύξηση της συγκρισιμότητας ανάμεσα στην απόδοση της παρουσιαζόμενης επιχείρησης σε σχέση με τις υπόλοιπες. Η αύξηση της συγκρισιμότητας επιτυγχάνεται μέσω του περιορισμού των επιδράσεων που επέρχονται από τη χρησιμοποίηση διαφορετικών λογιστικών χειρισμών για τις ίδιες συναλλαγές και τα ίδια οικονομικά γεγονότα. Είναι βέβαιο ότι οι πληροφορίες αξιοποιούνται ως ένδειξη του ποσού, του χρόνου και των μελλοντικών ταμειακών ροών καθώς επίσης και της εκτίμησης της ορθότητας προηγούμενων εκτιμήσεων μελλοντικών ταμειακών ροών (Grant Thornton, 2009·Πρωτοψάλτης, 1999).

### Σύνοψη

Ανακεφαλαιώνοντας την παρουσίαση του παράγοντα των Ταμειακών Ροών και των συνιστωσών, είναι εύκολα κατανοητό ότι η καταγραφή και γνωστοποίησή τους στα ενδιαφερόμενα μέρη, δικαίως και κερδίζει έδαφος έναντι άλλων πληροφοριακών περιεχομένων και δημιουργείται μια «[...] έντονη πεποίθηση ότι οι ταμειακές ροές παρέχουν επιπρόσθετες πληροφορίες στην αγορά, πέραν αυτών που παρέχονται από τα κέρδη και το κεφάλαιο κίνησης.» (Charitou&Venieris, 1990, σελ. 108).

Στην Ελλάδα, από το 2000, μόνο οι εισηγμένες εταιρείες οφείλουν να καταρτίζουν Καταστάσεις Ταμειακών Ροών. Το 2002 έγινε υποχρεωτική η κατάρτισή τους στο Ελληνικό επιχειρείν. Ως διαπίστωση καταγράφεται το γεγονός ότι σε χώρες όπου δεν είναι υποχρεωτικές οι συγκεκριμένες καταστάσεις, δεν υπάρχουν και επαρκή στοιχεία για την χρησιμότητά τους. Στη βάση του προηγούμενου επιχειρήματος, δημιουργείται και η παρούσα διπλωματική. Επιλογικά, ο γράφων συμπορεύεται πλήρως με την άποψη των Kousenidis, et. al., (2006, σελ. 698) ότι «Η δημοσίευση μιας Κατάστασης Ταμειακών Ροών

*μπορεί να αποκαλύψει ότι πολλές εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα δεν είναι τόσο ισχυρές όσο πιθανώς δείχνουν ο ισολογισμός και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.»*

## Κεφάλαιο 3: Βιβλιογραφική ανασκόπηση

### Εισαγωγή

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα συζητηθούν ενδεικτικές εμπειρικές έρευνες που άπτονται του θέματος. Εντούτοις, θα παρατεθούν οι έρευνες, ο σκοπός καθώς και οι ερευνητικές υποθέσεις. Επίσης, θα αναφερθούν τα κυριότερα ευρήματα και συμπεράσματα αυτών. Στο τέλος της παρουσίασης ενότητας θα παρατεθεί ένα συνοπτικός πίνακας παρουσίασης των αναλυθεισών ερευνών προς διευκόλυνση του μελετητή.

### 3.1 Ερευνητικό πλαίσιο ανασκόπησης

Αρχικά, η βιβλιογραφική ανασκόπηση συνιστά ένα δύσκολο πόνημα. Αποτελεί ένα σώμα κειμένων το οποίο «[...] περιγράφει την προηγούμενη και την παρούσα κατάσταση των πληροφοριών, [...] και τεκμηριώνει την ανάγκη για μια προτεινόμενη μελέτη.» (Creswell, 2011, σελ. 113). Η ανασκόπηση υφίσταται, στο σύνολό της, αλλαγές καθώς η έρευνα συνεχίζεται και πρέπει να εμπεριέχει, όσο το δυνατόν, πιο σύγχρονα δεδομένα (Easterby-Smithetal., 2008). Επιχειρώντας κανείς μια διερεύνηση αναφορικά με τα ζητήματα της μερισματικής πολιτικής θα αντιληφθεί ότι η επιστημονική αρθρογραφία και βιβλιογραφία βρίθει δοκιμίων και ερευνητικών εργασιών.

Εντούτοις, οι εμπειρικές έρευνες που παρατίθενται κατωτέρω είναι ενδεικτικές, εξυπηρετούν το σκοπό της παρουσίασης διπλωματικής και άπτονται του θέματος. Προκειμένου να εντοπιστεί η βιβλιογραφία προηγήθηκε διερεύνηση στις βάσεις δεδομένων HEALink και EricDatabase με λέξεις κλειδιά. Καθώς και σε συναφή επιστημονικά περιοδικά, ήτοι τα *The American Economic Review*, *Journal of American Statistical Association*, *Journal of Business Finance & Accounting*, *Real Estate Economics*, *ABACUS*, *African Development Review*, *The Journal of Finance Risk, Research Journal of Finance and Accounting*, *Review of International Business and Strategy*, *International Journal of Economic Research*. Το χρονικό εύρος των ερευνών που μελετάται είναι μεταξύ 1956-2017. Επί σκοπού επιλέχθηκε το συγκεκριμένο χρονικό εύρος ώστε να συζητηθούν διαχρονικά η άσκηση μερισματικής πολιτικής συναρτήσει των οικονομετρικών, προτεινόμενων μοντέλων, μεταβλητών και υποθέσεων. Επίσης, οι έρευνες αντανakλούν και τις ισχυρές αλλά και αναδυόμενες οικονομίες.

### 3.2 Συζήτηση των εμπειρικών ερευνών

Η πρώτη, εμβληματική μελέτη αναφορικά με τη μερισματική πολιτική και η οποία επηρεάζει τους οικονομολόγους μέχρι και σήμερα είναι αυτή του J. Lintner (1956) και οφείλει να αναλυθεί εκτενώς. Ωστόσο, αξίζει μνείας ο Alfred P. Sloan, καθώς ήταν εκείνος ο οποίος διαμόρφωσε τις βασικές αρχές της οικονομικής θεωρίας του σήμερα (DeAngelo et al., 2008).

Ο **John Lintner** (1956, σελ.97) στην έρευνα του “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes<sup>14</sup>” είχε ως σκοπό «[...]να παρουσιάσει τα σημαντικότερα αποτελέσματα [...] αναφορικά με τη μερισματική πολιτική και τη σχετικά άμεση σχέση στις κυκλικές διακυμάνσεις και τις μακροπρόθεσμες τάσεις ανάπτυξης της οικονομίας.» Σύμφωνα με τον Lintner τα μερίσματα και η άσκηση μερισματικής πολιτικής συνιστούν κυρίαρχα δεδομένα, ως εκ τούτου επικεντρώνεται ιδιαίτερος σε αυτές τις μεταβλητές.

Προχωρώντας στη μελέτη του, κατέληξε σε 15 παράγοντες οι οποίοι αποτυπώνονται ως επίδραση της αποπληρωμής των μερισμάτων καθώς και της απορρέουσας πολιτικής. Από τις διαθέσιμες 600 εταιρείες, κατέληξε να επικεντρωθεί σε σύνολο 28 εταιρειών. Οι συγκεκριμένες εταιρείες επιλέχθηκαν για διττό λόγο, πρώτον, ανήκαν στον ευρύτερο βιομηχανικό τομέα και εν δεύτεροι, εξαιτίας των ποικίλων χαρακτηριστικών τους. Με άλλα λόγια, επιλέχθηκαν προκειμένου να αναδειχθούν «[...]σημαντικές αντιθέσεις μεταξύ των πολιτικών [...]»(όπ. παρ., σελ. 99).

Ο Lintner αξιοποίησε μεθοδολογικά την έρευνα γραφείου, δηλαδή μελέτη των ήδη διαθέσιμων δημοσιευμένων στοιχείων καθώς και το εργαλείο των συνεντεύξεων (Sleezer, et al., 2014). Κατόπιν των συνεντεύξεων με τα διευθυντικά στελέχη, ανέκυψαν τα ζητήματα της *αδράνειας*<sup>15</sup> και του *συντηρητισμού*<sup>16</sup> (όπ. παρ., σελ.100). Δηλαδή, τα διευθυντικά στελέχη επιζητούσαν τη συνέπεια στην απόδοση μερίσματος ώστε να αποφευχθούν οι αλλαγές οι οποίες μπορεί να αντιστραφούν μετά από ένα χρόνο καθώς επίσης να αποφευχθούν οποιεσδήποτε αντιδράσεις από πλευράς των μετόχων. Προκειμένου να υπάρξει αλλαγή στην άσκηση της μερισματικής πολιτικής προϋποτίθενται

---

<sup>14</sup>Διανομή των εισοδημάτων των εταιριών ανάμεσα σε μερίσματα, παρακρατηθέντα κέρδη και φόρους.

<sup>15</sup>inertia

<sup>16</sup>conservatism

σοβαροί και πειστικοί παράγοντες. Ένας εξ αυτών είναι τα καθαρά κέρδη της περιόδου καθώς «[...] δημοσιεύονται τακτικά και λαμβάνουν ευρεία δημοσιότητα στον οικονομικό τύπο[...]και οι μέτοχοι έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον [...]» (Sleezer et al., 2014, σελ. 100). Τα κέρδη ήταν το εφελτήριο προκειμένου η διοίκηση να αποφασίσει εάν θα αλλάξει το ποσοστό μερίσματος. Άλλοι παράγοντες όπως διατάξεις μεταβολής, ρευστότητα δεν τυγχάνουν ευρείας αναγνώρισης μεταξύ των μετόχων και έχουν μικρή σχέση, ακολούθως, στη διαμόρφωση της διανομής μερίσματος.

Ο κύριος στόχος της διοίκησης αποφαινεται ο προσεκτικός χειρισμός και η άσκηση της οικονομικής πολιτικής ώστε να αποφευχθεί η μείωση των μερισμάτων στη βάση των κερδών περιόδου που αναμένεται από πλευράς των μετόχων καθώς οι αντιδράσεις τους αναμένονται ιδιαίτερα έντονες. Στο μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών που μελετήθηκε, αναδείχθηκε ότι είχαν υιοθετήσει «[...] μια σταθερή πολιτική σχετικά με το ιδανικό ή επιθυμητό ποσοστό μερίσματος προς τα κέρδη [...]» (όπ. παρ., σελ. 102). Ωστόσο, πρέπει να υπογραμμισθεί ότι αυτή η πολιτική δεν ήταν περιοριστική και δεν υπαγόρευε το ποσοστό πληρωμής κάθε έτος. Στην πλειοψηφία τους οι εταιρείες αντιλήφθηκαν ότι τα μερίσματα πρέπει να προσαρμόζονται από το κλάσμα της διαφοράς μεταξύ των αποπληρωμής της προηγούμενης περιόδου και του ποσοστού εφαρμόζοντας το ποσοστό αποπληρωμής στη βάση των κερδών. Αποτελεί ενδιαφέρον ζήτημα το γεγονός ότι τα μερίσματα μπορεί να αυξηθούν ακόμα και εάν υπάρξει περιορισμός κέρδους, εάν έχουν υπάρξει προηγούμενες αυξήσεις στα κέρδη και έχουν εφαρμοσθεί προσαρμογές των μερισμάτων στο στόχο.

Πρέπει να τονισθεί ότι κάθε εταιρεία υιοθετούσε διαφορετικό ποσοστό διανομής και ποσοστό προσαρμογής αφορμώμενη από διαφορετικούς παράγοντες όπως «[...] εμπειρία, στόχους, μοτίβο λειτουργίας, [...] προοπτικές ανάπτυξης της βιομηχανίας, προοπτικές αύξησης των κερδών της εταιρείας, [...] η ρευστότητα των κεφαλαίων [...] η πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων [...]» (όπ. παρ., σελ. 104.)

Στη βάση των προαναφερθέντων ο Lintner (1956) κατέληξε στην ακόλουθη εξίσωση:

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

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



$$D_{it} = a_{it} + bP_{it} + dD_{i(t-1)} + u_{it} \quad (2)$$

Όπου  $b = cr$  και  $d = (1 - c)$ .

Κλείνοντας το άρθρο του ο Lintner, ενημερώνει ότι το βασικό του υπόδειγμα περιλαμβάνει όλους τους παράγοντες που επιδρούν στις διευθυντικές αποφάσεις σχετικά με την άσκηση της μερισματικής πολιτικής. Επίσης, «[...]οι προκύπτουσες παράμετροι παραμένουν σχετικά σταθερές μακροπρόθεσμα περιλαμβάνοντας σημαντικές αλλαγές σε αρκετές εξωτερικές συνθήκες [...]» (οπ. παρ., σελ. 113.)

Εν συνεχεία, ακολουθεί η μελέτη των **Fama & Babiak (1968)** ‘Dividend Policy: An empirical analysis’.<sup>17</sup> Οι Fama & Babiak (1968, σελ. 1132-1133), πιο συγκεκριμένα, σκοπεύουν να διερευνήσουν τις αποπληρωμές μερισμάτων των ατομικών επιχειρήσεων. Οι ερευνητές εφαρμόζουν το προτεινόμενο μοντέλο Lintner (1956) με μερικές προσαρμογές. Ήτοι, για οποιοδήποτε χρόνο τα μερίσματα στόχοι ( $D_u^*$ ) για την επιχείρηση *i* συσχετίζονται με τα κέρδη ( $E_{it}$ ) σύμφωνα με την προκύπτουσα εξίσωση:

$$D_{it}^* = r_{it} \cdot E_{it} \quad (1)$$

Όπου το  $r_{it}$  είναι ο λόγος των μερισμάτων προς τα κέρδη της επιχείρησης. Σε οποιοδήποτε έτος η επιχείρηση θα προσαρμοστεί στο επίπεδο μερίσματος που αποτελεί το στόχο ώστε η μεταβολή στις αποπληρωμές μερίσματος από το έτος  $t - 1$  στο έτος  $t$  να θεωρείται ότι είναι :

$$\Delta D_{it} = D_{it} - D_{it-1} = a_i + c_i(D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (2)$$

Όπου το  $c_i$  ορίζεται ως ‘ο συντελεστής της ταχύτητας προσαρμογής’ και το  $u_{it}$  αποτελεί τον όρο σφάλματος. Κατόπιν της αντικατάστασης της εξίσωσης (1) στη (2), προκύπτει:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i r_i E_{it} - c_i D_{i(t-1)} + u_{it} \quad (3)$$

ή

<sup>17</sup>Μερισματική πολιτική: Μια εμπειρική ανάλυση.

$$\Delta D_{it} = a_i + \beta_1 D_{it-1} + \beta_2 E_{it} + u_{it} \quad (4)$$

Οι Fama & Babiak (1968), μεθοδολογικά, λοιπόν αξιοποίησαν το μοντέλο της μερικής προσαρμογής (partial adjustment model). Επίσης, «[...]μοντέλα παλινδρόμησης, προσομοιώσεις και έλεγχοι πρόβλεψης αξιοποιήθηκαν καθώς παρέχουν συνεπείς αποδείξεις αναφορικά με τα μερισματικά μοντέλα των ατομικών επιχειρήσεων.» (όπ. παρ., σελ. 1160).

Ο σκοπός της εργασίας τους ήταν να διερευνήσουν τους παράγοντες αποπληρωμής μερισμάτων. Όπως ενημερώνουν οι συγγραφείς, τα συμπεριφορικά μοντέλα που συμφωνούν με την εξίσωση (4), αναφέρουν ότι το τρέχον μέρισμα είναι απόρροια των τρεχόντων και παρελθοντικών κερδών. Ωστόσο οι συγγραφείς παρατήρησαν στο δείγμα τους το φαινόμενο της κατανεμημένης υστέρησης<sup>18</sup>. Στη συνέχεια της εργασίας τους αξιοποιήθηκε η εξίσωση (4) ώστε να περιγράψει τις μερισματικές μεταβολές, καθώς επίσης συζητήθηκαν και προκύπτοντα θέματα. Προκειμένου να μελετηθούν οι στατιστικές ιδιότητες των μερισματικών μοντέλων διενεργήθηκαν πειράματα MonteCarlo. Τέλος, προκειμένου να συγκρίνουν τις προβλέψεις των καλύτερων μοντέλων παλινδρόμησης με αυτές διαφόρων, υποδεέστερων μοντέλων αποφάσισαν να χρησιμοποιήσουν δεδομένα από ένα νέο έτος (όπ. παρ., σελ. 1133). Μεταξύ των συμπερασμάτων στα οποία κατέληξαν, αποτυπώνεται το γεγονός ότι «[...] τα καθαρά εισοδήματα ορίζονται ως μια καλύτερη μέτρηση των κερδών συγκριτικά με τις ταμειακές ροές ή του καθαρού κέρδους και της απόσβεσης [...]»(όπ. παρ., σελ. 1160).

Μία άλλη σημαντική εργασία είναι αυτή της **K. Simons (1994)**, “The relationship between dividend changes and cash flow: An empirical analysis.”<sup>19</sup> Ο σκοπός της εργασίας της ήταν να αποτυπώσει τη δυνατότητα των ταμειακών ροών για πληροφόρηση αναφορικά με τη μεταβολή των μερισμάτων συγκριτικά με άλλα χρηματοοικονομικά δεδομένα όπως κέρδη, μερίσματα προηγούμενου έτους. Σύμφωνα με τη συγγραφέα, «Προηγούμενες, διενεργηθείσες μελέτες δεν οδήγησαν σε ασφαλή συμπεράσματα αναφορικά με τη δυνατότητα των ταμειακών ροών να προβλέπουν τα μερίσματα.»(Brittain, 1966· Hagerman and Huefner, 1980· and Crum, et al., 1988, όπ. αν. στο Simons, 1994, σελ. 557). Το δείγμα της εμπειρικής ανάλυσής της ανήλθε σε 441 επιχειρήσεις σε δύο διαδοχικές περιόδους 1983-1984 και 1984-1985. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν μεταβολές στα μερίσματα,

---

<sup>18</sup>Distributedlag effect

<sup>19</sup>Η σχέση μεταξύ των μεταβολών του μερίσματος και οι ταμειακές ροές: Μια εμπειρική ανάλυση.

χωρίστηκαν σε δύο ομάδες, ανάλογα με το εάν η μεταβολή είναι θετική ή αρνητική και χωρίστηκαν σε τέσσερις κατηγορίες στη βάση των συσχετισμών.

Μεθοδολογικά αξιοποίησε το οικονομετρικό υπόδειγμα του Lintner (1956), τροποποιώντας το και προσθέτοντας εκτός των λειτουργικών ταμειακών ροών και τα καθαρά κέρδη χρήσεως περιόδου ανά μετοχή καθώς και το μέρισμα της προηγούμενης χρήσεως. Στη βάση των διαστρωματικών στοιχείων<sup>20</sup> που συγκεντρώθηκαν προέκυψε το ακόλουθο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης:

$$\Delta DIV_{it} = A + B1P_{it} + B2DIV_{i(t-1)} + B3\Delta CA_{it} + B4X4_i + B5(X4_i * \Delta CA_{it}) + B6 X5_i + B7 (X5_i * \Delta CA_{it}) + e_{it}$$

όπου

$\Delta DIV_{it}$  = Η μεταβολή στο μέρισμα για την επιχείρηση  $i$  την περίοδο  $t$

$P_{it}$  = Κέρδη

$DIV_{i(t-1)}$  = Το μέρισμα για την επιχείρηση  $i$  την περίοδο  $t - 1$

$\Delta CA_{it}$  = Μεταβολή στη Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών– Κεφαλαίων

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

0 εάν η Μεταβολή στη Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών είναι  $\leq 0$ .

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

0 εάν το μέρισμα αυξήθηκε ή έμεινε αμετάβλητο την προηγούμενη χρονιά

Η ερευνήτρια διενήργησε έλεγχο υποθέσεων. Διατύπωσε τρεις υποθέσεις, η πρώτη εκ των οποίων αξιώνει ότι η μεταβολή στη Διαθεσιμότητα Ταμειακών Ροών ορίζεται ως η μεταβολή στις Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες. Ο έλεγχος της πρώτης υπόθεσης αποτυπώνει ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μεταβολών των μερισμάτων. Σύμφωνα με τη Simons (1994, σελ. 583), «Από

---

<sup>20</sup>Cross- sectiondata

τις μεταβλητές που ελέγχθηκαν, μόνο αυτές που προτάθηκαν από τον Lintner, δηλαδή τα κέρδη και τα μερίσματα του προηγούμενου έτους, φαίνεται ότι καθοδηγούν τις μεταβολές των μερισμάτων.» Η δεύτερη υπόθεση αναφέρει ότι η μεταβολή στη Διαθεσιμότητα των Ταμειακών Ροών ορίζεται ως η μεταβολή στις Καθαρές Τρέχουσες Λειτουργικές Ταμειακές Ροές. Αποδείχθηκε ότι η μεταβλητή δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντική σχέση. Η τρίτη υπόθεση ανέφερε ότι η μεταβολή στη Διαθεσιμότητα των Ταμειακών Ροών ορίζεται ως η μεταβολή στις Συνολικές Ταμειακές Ροές ανά Μετοχή. Ερευνήθηκαν οι επιχειρήσεις με αρνητικά μερίσματα. Η συγκεκριμένη μεταβλητή αποδείχθηκε σημαντική μόνο για μια ομάδα επιχειρήσεων. Μεταξύ των συμπερασμάτων είναι ότι καμία μεταβλητή της μελέτης της δεν προσφέρει επιπλέον πληροφόρηση στην επεξήγηση της μεταβολής των μερισμάτων και ότι «[...] η σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των ταμειακών ροών παραμένει ασαφής.» (Simons, 1994, σελ. 586).

Χρονικά, ακολουθεί η πολύτιμη μελέτη των Charitou & Vafeas (1998), “The association between operating cash flows and dividend changes: An empirical investigation”.<sup>21</sup> Όπως αναγνωρίζουν οι συγγραφείς, «[...] έχει αυξηθεί η προσοχή στην αναφορά των ταμειακών ροών.» (όπ. παρ., σελ. 225). Ο σκοπός της εργασίας τους είναι να επαν-αξιολογήσουν την αυξητική πληροφόρηση των ταμειακών ροών εν σχέσει με τις μερισματικές μεταβολές, δεδομένων των κερδών. Στη βάση της χειραγώγησης των εσόδων, οι ταμειακές ροές αναμένονται να είναι ένας αξιόπιστος δείκτης της απόδοσης της εταιρείας και συνεπώς των μερισματικών μεταβολών. Επίσης, οι ταμειακές ροές, καθώς είναι ένα πιο άμεσο μέτρο ρευστότητας, θα υπερτερεί έναντι των εσόδων αναφορικά με την πρόβλεψη των μερισματικών μεταβολών (όπ. παρ., σελ. 226).

Το δείγμα των παρατηρήσεων των εταιρειών βιομηχανικού τομέα που μελετήθηκε ανέρχεται σε 5.977 για την περίοδο 1981-1991. Ερευνάται η μερισματική απόδοση σε σχέση με το καθαρό λειτουργικό εισόδημα, τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα και τα μερίσματα των προηγούμενων ετών. Μεθοδολογικά, αξιοποιούν το μοντέλο των ομαδοποιημένων στοιχείων που προκύπτει από το συνδυασμό των διαστρωματικών δεδομένων και των χρονολογικών σειρών.<sup>22</sup> Οι συγγραφείς καταλήγουν στην ακόλουθη εξίσωση:

---

<sup>21</sup> Η συσχέτιση μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών των μερισμάτων: Μια εμπειρική διερεύνηση.

<sup>22</sup> Pooled cross sectional/time series empirical model.

$$\Delta DIV_{it} = b_0 + b_1 OPNI_{it} + b_2 DIVL_{it} + b_3 CFFO_{it} + e_{it} \quad (1)$$

**Όπου**

$\Delta DIV$ = Μερισματικές μεταβολές

$OPNI$ =Λειτουργικά έσοδα

$DIVL$ = Μερίσματα με υστέρηση

$CFFO$ = Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα

Οι συγγραφείς διενεργούν έλεγχο τριών βασικών υποθέσεων. Εν πρώτοις, ορίζουν ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα, σχετίζονται θετικά με τις μερισματικές μεταβολές, δεδομένων των κερδών. Τονίζουν ότι «[...]προηγούμενες εκπονείσες μελέτες έχουν απορρίψει την προαναφερθείσα υπόθεση[...]» (όπ. παρ., σελ.230). Οι προηγούμενες μελέτες ενστερνίστηκαν την αρχή της ομοιογένειας μεταξύ των εταιρειών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών, αρχή ανεδαφική καθώς «[...] ομοιογένεια μεταξύ των εταιρειών δεν υφίσταται εξαιτίας των διαστρωματικών διαφορών όπως το μέγεθος των συνολικών εσόδων και της ανάπτυξης της επιχείρησης.» (όπ. παρ., σελ. 230). Συνεπώς, υποστηρίζουν ότι οι ταμειακές ροές προβλέπουν σημαντικά τις μερισματικές μεταβολές όταν τα έσοδα είναι μικρά σε μέγεθος και η σχέση μεταξύ ταμειακών ροών και μερισματικών μεταβολών αποδεικνύεται εντονότερη όταν οι εταιρείες έχουν μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης. Με άλλα λόγια, δεδομένων των κερδών, οι χαμηλές λειτουργικές ταμειακές ροές συνιστούν τροχοπέδη στις μερισματικές μεταβολές, ωστόσο οι υψηλές λειτουργικές ταμειακές ροές δε διευκολύνουν τις μερισματικές μεταβολές.

Η δεύτερη υπόθεση ορίζει ότι, δεδομένων των κερδών, η σχέση μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών είναι σημαντικά θετική για τις επιχειρήσεις με χαμηλές λειτουργικές ταμειακές ροές. Ως απόρροια, η σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών βασίζεται στο βαθμό ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Καθώς στη βάση των προοπτικών ανάπτυξης οι επιχειρήσεις επαν-επενδύουν τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Εν αντιθέσει, οι χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης αυξάνουν την πιθανότητα χρήσης των ταμειακών ροών ώστε να αποπληρωθούν

τα μερίσματα.Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η τρίτη υπόθεση των ερευνητών ορίζει ότι, οι λειτουργικές ταμειακές ροές προβλέπουν καλύτερα τις μερισματικές μεταβολές που αφορούν τις επιχειρήσεις με μέτριες προοπτικές ανάπτυξης.

Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση, οι ερευνητές καταλήγουν ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των μερισματικών μεταβολών και των λειτουργικών ταμειακών ροών, δεδομένων των κερδών και δεν καταφέρνουν να την απορρίψουν. Σχετικά με τον έλεγχο της δεύτερης υπόθεσης, απέδειξαν ότι υποστηρίζεται. Τέλος, τα εμπειρικά αποτελέσματα αναφορικά με την τρίτη υπόθεση απέδειξαν ότι υποστηρίζουν την υπόθεση καθώς ο συντελεστής των λειτουργικών ταμειακών ροών αποδεικνύεται στατιστικά σημαντικός μεταξύ των εταιρειών με χαμηλές και μέτριες προοπτικές ανάπτυξης.

Συμπερασματικά, οι ερευνητές καταλήγουν ότι η μελέτη τους δεν επικυρώνει την αυξητική πληροφόρηση των ταμειακών ροών των κερδών προκειμένου να εξηγήσουν τις μερισματικές μεταβολές. Ωστόσο κατάφεραν να αναγνωρίσουν δύο συνθήκες των ταμειακών ροών σε σχέση με την άσκηση της μερισματικής πολιτικής, ήτοι ότι οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι σημαντικές, δεδομένου ότι είναι χαμηλές, στην αποπληρωμή των μερισμάτων. Επίσης, οι ταμειακές ροές δεν καθίστανται σημαντικές αναφορικά με τη διαχείριση των εσόδων.

Την ίδια χρονιά, οι ερευνητές **Bradley, Capozza & Seguin (1998)** παρουσιάζουν την ερευνητική τους εργασία. Σκοπός της εργασίας τους είναι η θεωρητική και εμπειρική διερεύνηση του ρόλου της αναμενόμενης μεταβλητότητας της ταμειακής ροής ως καθοριστικού παράγοντα σε σχέση με τη μερισματική πολιτική. Αξιώνουν ότι η μεταβλητότητα των διαθέσιμων ρευστών για τα μερίσματα επηρεάζεται τόσο από παράγοντες της αγοράς αλλά και από παράγοντες που αφορούν την επιχείρηση. Η καινοτομία της έρευνας τους έγκειται στο γεγονός ότι *«Εξετάζοντας τη σύνδεση μεταξύ της μεταβλητότητας των ταμειακών ροών και της αποπληρωμής των μερισμάτων προσφέρεται μια καινούργια μέθοδο διάκρισης μεταξύ της θεωρίας κόστους αντιπροσώπευσης<sup>23</sup> και της θεωρίας σηματοδότησης<sup>24</sup>.»* (όπ. παρ., σελ. 556).

---

<sup>23</sup>Agency- cost theory

<sup>24</sup>Signaling theory

Το δείγμα εταιρειών ανήλθε σε 75 εταιρείες ιδιωτικού, μετοχικού κεφαλαίου, REIT<sup>25</sup> και μελετήθηκαν το χρονικό διάστημα μεταξύ 1985-1992. Ενδιαφέρον στοιχείο αποτελεί το γεγονός ότι οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα εξαιρούνται από τη φορολογία εισοδήματος και προκειμένου να διατηρήσουν αυτό το καθεστώς υποχρεούνται να διανείμουν ως μέρισμα στους μετόχους τουλάχιστον το 95% του καθαρού εισοδήματός τους. Οι μελετητές, αρχικά, ερευνούν και επιβεβαιώνουν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών των τιμών των μετοχών και των μερισμάτων στη βάση προηγούμενων ερευνών. Κατόπιν, διερευνούν τη σχέση μεταξύ των ποσοστών των διανεμηθέντων μερισμάτων προς τα κέρδη της εταιρείας για ένα χρονικό διάστημα και της μεταβλητότητας των υποκείμενων ταμειακών ροών. Αποδεικνύουν εμφατικά, την αρνητική σχέση μεταξύ της αναμενόμενης μεταβλητότητας των ταμειακών ροών και των επιπέδων του μερίσματος.

Μεθοδολογικά, αναπτύχθηκε ένα μοντέλο μιας χρονικής περιόδου, δύο ημερομηνιών συμπεριλαμβάνοντας ουδέτερου ρίσκου παράγοντες ώστε να απεικονισθεί η επίδραση της ταμειακής ροής στη μερισματική πολιτική όταν εμφανίζεται ποινή αποτίμησης στη βάση της αποτυχίας εκπλήρωσης του στόχου μερίσματος. Το μοντέλο στηρίζεται στον Eades (1982). Οι εταιρείες με αναμενόμενη, υψηλή μεταβλητότητα ταμειακής ροής (μεγαλύτερη μόχλευση, μικρή περιουσιακή βάση κτλ.) προσφέρουν χαμηλά ποσοστά αποπληρωμής μερίσματος. Χρησιμοποίησαν τέσσερις μετρήσεις σχετικά με την αναμενόμενη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών, ήγουν το μέγεθος της επιχείρησης, την οικονομική της δύναμη και δύο δείκτες Herfindahl του τύπου του προϊόντος και της περιφερειακής διαφοροποίησης. Στην ανάλυση του άρθρου τους επεξηγούν διεξοδικά τις μετρήσεις και τις στατιστικές αναλύσεις των μοντέλων που χρησιμοποίησαν.<sup>26</sup>

Στη μελέτη τους ανέπτυξαν ένα μοντέλο βέλτιστης μερισματικής πολιτικής όταν η ταμειακή ροή είναι αβέβαιη και οι τιμές των μετοχών πέφτουν όταν οι εταιρείες δεν ανταποκρίνονται στα μερίσματα στόχους. Επίσης, απέδειξαν μια διακριτή ποινή μετοχικής τιμής όταν τα μερίσματα μειώνονται η οποία παρατηρείται και ετήσια αλλά και σε παράθυρα γεγονότων τριών ημερών. Στη βάση των στατιστικών τους αναλύσεων διατύπωσαν ότι η αναμενόμενη αστάθεια των ταμειακών ροών είναι ένα οικονομικά

---

<sup>25</sup>Real Estate Investment Trusts

<sup>26</sup> Δεν θα παρατεθούν λόγω της έκτασης των πληροφοριών, καθώς ξεφεύγει του ζητούμενου της ανασκόπησης. Για περισσότερα βλ. εδώ: [Bradley, M., Capozza, D. R. & Seguin, P. J. (1998). Dividend policy and Cash Flow uncertainty. *Real Estate Economics*, 26, 555-580.

καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής αλλά και είναι στατιστικά σημαντικός σε σχέση με άλλους θεωρούμενους παράγοντες του παρελθόντος. Όπως έχει αναφερθεί ήδη, η καινοτομία της έρευνας βοηθά στη διάκριση μεταξύ δύο θεωριών μερίσματος. Ως αποτέλεσμα της έρευνας αναδείχθηκε ότι τα υψηλά επίπεδα της αναμενόμενης αβεβαιότητας συσχετίζονται με χαμηλά ποσοστά αποπληρωμής, γεγονός που αντικρούει τη θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης και συμπορεύεται με τη θεωρία πληροφόρησης. Πρέπει να επισημανθεί για μια ακόμη φορά ότι η μελέτη τους παρέχει αποτελέσματα σύνδεσης μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της μεταβλητότητας των ταμειακών ροών. Τέλος, οι ερευνητές προτείνουν τα ευρήματα να χρησιμοποιηθούν ως «[...] οδικός χάρτης [...] για μελλοντική έρευνα σε άλλες βιομηχανίες.»(όπ. παρ.,σελ. 578).

Μια άλλη ενδιαφέρουσα μελέτη είναι αυτή του **Charitou (2000)**, “The impact of losses and cash flows on Dividends: Evidence for Japan.”<sup>27</sup> Ο σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι διερευνηθεί η επίδραση των ταμειακών ροών, των κερδών και των ζημιών αναφορικά με την άσκηση της μερισματικής πολιτικής στο Ιαπωνικό περιβάλλον. Εν περιλήψει, προσπαθεί ο μελετητής να ρίξει φως στην επίδραση των ζημιών και των ταμειακών ροών στη μερισματική πολιτική και εξετάζει τη συμπεριφορά σχετικά με τα μερίσματα όταν υπάρχουν ζημίες. Σύμφωνα με το συγγραφέα «[...] οι δείκτες μερίσματος είναι σχετικά αξιόπιστοι επειδή απαιτούν αποπληρωμή μετρητών και τα μετρητά δε χειραγωγούνται εύκολα.»(όπ. παρ., σελ. 203).

Το δείγμα που μελετήθηκε αφορούσε 529 εταιρείες και μελετήθηκαν για την χρονική περίοδο 1984-95. Χωρίστηκαν σε δύο κατηγορίες, στην ομάδα εταιρειών που παρουσίαζαν ζημίες (191 εταιρείες) και στην ομάδα εταιρειών που δεν παρουσίαζαν ζημίες (338 εταιρείες). Μεθοδολογικά, ο συγγραφέας αξιοποίησε αρκετά εμπειρικά μοντέλα για να διενεργήσει έλεγχο τριών υποθέσεων. Τα εμπειρικά μοντέλα σχετίζονται με το συσχετισμό των μερισματικών αλλαγών με τα κέρδη, τις ζημίες και τις ταμειακές ροές και εν δευτέρως, σχετίζονται με τις μειώσεις μερισμάτων ως προβλεπτικοί παράγοντες των μελλοντικών κερδών και των ταμειακών ροών.

Οι υποθέσεις που ελέγχθηκαν ήταν τρεις. Η πρώτη αξιώνει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ των ζημιών, των επιπέδων και των μεταβολών στα λειτουργικά έσοδα και των μερισματικών μεταβολών σε ένα ομαδοποιημένο δείγμα α) εταιρειών που

---

<sup>27</sup>Η επίδραση των ζημιών και των ταμειακών στα μερίσματα: Στοιχεία για την Ιαπωνία.



αναφέρουν ζημίες και β) εταιρειών που αναφέρουν θετικά αλλά μειούμενα έσοδα. Ωστόσο υπάρχουν διάφοροι περιορισμοί που καθιστούν τα δεδουλευμένα έσοδα λιγότερο αξιόπιστο παράγοντα καθορισμού της μερισματικής μεταβολής. Ο συγγραφέας εντοπίζει τις αντικρουόμενες θεωρήσεις για τη μερισματική πολιτική και τις ταμειακές ροές καθώς και την έλλειψη εμπειρικών απαντήσεων σχετικά με τις ταμειακές ροές και τις ετήσιες ζημίες με τις μερισματικές μεταβολές. Τα προαναφερθέντα, οδήγησαν το συγγραφέα να υποθέσει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των μετρήσεων των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών, δεδομένων των κερδών σε ένα ομαδοποιημένο δείγμα α) ιαπωνικών εταιρειών που αναφέρουν ζημίες και β) εταιρειών που αναφέρουν θετικά αλλά μειούμενα έσοδα. Επισημαίνεται ότι οι επιχειρήσεις με ελλειμματικές ταμειακές ροές είναι πιθανότερο να μειώσουν τα μερίσματα λόγω της ανάγκης επιστροφής των υποχρεώσεων χρέους και της άντλησης μετρητών για της λειτουργίες της εταιρίας. Η τελευταία και τρίτη υπόθεση ορίζει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ των αυξήσεων των μερισμάτων και των μελλοντικών εσόδων, δεδομένων των τρεχόντων εσόδων και ταμειακών ροών σε ένα ομαδοποιημένο δείγμα Ιαπωνικών εταιρειών.

Μεταξύ των συμπερασμάτων και συγκεκριμένα τα ευρήματα για τις ταμειακές ροές, επιβεβαιώνουν τη δεύτερη υπόθεση, δηλαδή, ότι ταμειακές ροές έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο εκτός των ετήσιων ζημιών και των εσόδων και οι οποίες καταφέρνουν να επεξηγήσουν τις μερισματικές μεταβολές, εύρημα το οποίο έρχεται σε σύγκρουση με κάποιες μελέτες στην Αμερική. Η τρίτη υπόθεση επικυρώθηκε καθώς όπως καταγράφεται οι μεταβλητές της μείωσης μερίσματος και των ταμειακών ροών σχετίζονται σημαντικά θετικά με τα μελλοντικά κέρδη. Τέλος, ο συγγραφέας τονίζει ότι τα έσοδα και οι ταμειακές ροές δεν επεξηγούν εξ' ολοκλήρου τις μερισματικές μεταβολές καθώς υπάρχουν και άλλες μακροοικονομικές και οικονομικές μεταβλητές που θα μπορούσαν να αναλύσουν και να επεξηγήσουν τις μεταβολές των μερισμάτων (Charitou, 2000).

Η επόμενη έρευνα που θα παρατεθεί είναι αυτή του **Adelegan (2003)** “An empirical analysis of the relationship between cash flow and dividend changes in Nigeria.”<sup>28</sup> Μεταξύ των ουσιαστικών σημείων της συγκεκριμένης μελέτης είναι ότι όπως τονίζει και ο συγγραφέας «[...] εξαιτίας των θεσμικών διαφορών, η εμπειρική σχέση μεταξύ

---

<sup>28</sup>Μια εμπειρική ανάλυση της σχέσης μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών στη Νιγηρία.

*των μερισματικών μεταβολών και των ταμειακών ροών σε μια αναδυόμενη οικονομία όπως η Νιγηρία μπορεί να είναι διαφορετική από αυτό που έχει βρεθεί στην αναπτυγμένη αγορά.»* (Adelegan, 2003, σελ. 35). Ο σκοπός είναι η να επαν-αξιολογηθεί η αυξητική πληροφόρηση των ταμειακών ροών στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών, δεδομένων των κερδών.

Το δείγμα μελέτης ανήλθε σε 882 εταιρείες το οποίο περιείχε 63 εισηγμένες εταιρείες στην πρώτη και δεύτερη βαθμίδα της αγοράς τίτλων του χρηματιστηρίου της Νιγηρίας και στις οποίες αναλύθηκε η σχέση μεταξύ των μερισματικών μεταβολών και των ταμειακών ροών. Το δείγμα των εταιριών καλύπτει όλους τους τομείς σύμφωνα με την κατάταξη του χρηματιστηρίου, δηλαδή γεωργία, αυτοκινητοβιομηχανία, κατασκευαστικές εταιρίες κ.α. Το χρονικό διάστημα μελέτης και ελέγχου ήταν μεταξύ 1984 έως 1997.

Μεθοδολογικά αξιοποιήθηκε το τροποποιημένο μοντέλο των Lintner-Brittain και χρησιμοποιήθηκε και η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Πραγματοποιήθηκαν στατιστικές αναλύσεις σε ομαδοποιημένα δεδομένα (διαστρωματικά στοιχεία και χρονολογικές σειρές). Συγκεκριμένα η ανάλυση εστίασε στη σχέση μεταξύ των μεταβολών μερισματικών αποδόσεων και του κέρδους μετά φόρου, στις ταμειακές ροές, στα συνολικά διανεμηθέντα κέρδη και των μερισμάτων ανά μετοχή του προηγούμενου έτους.

Ο συγγραφέας διενεργεί έλεγχο τεσσάρων υποθέσεων. Προκειμένου να ορίσει την πρώτη υπόθεση, τονίζει ότι η πολιτική αποπληρωμής εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα των χρημάτων. *«Η απόφαση μιας εταιρείας να μειώσει, αυξήσει, ή να διατηρήσει τα μερίσματα, εν μέρει, αντικατοπτρίζει τη θέση ρευστότητας, επομένως οι λειτουργικές ταμειακές ροές πρέπει να αντικατοπτρίζουν τη ρευστότητα της εταιρείας ώστε οι ταμειακές ροές να αποτελούν έναν σημαντικά καθοριστικό παράγοντα, λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη.»* (όπ. παρ., σελ. 38). Η πρώτη υπόθεση ορίζει ότι οι λειτουργικές ταμειακές ροές σχετίζονται θετικά με τις μερισματικές μεταβολές, δεδομένων των κερδών. Επί της ουσίας, ισχυρίστηκε ότι οι ταμειακές ροές πρέπει να είναι σημαντικές στην θέσπιση της μερισματικής πολιτικής και ως μέτρηση απόδοσης αλλά και ρευστότητας.

Η δεύτερη υπόθεση ορίζει ότι οι ταμειακές ροές είναι καλύτερος προβλεπτικός παράγοντας των μερισματικών μεταβολών για τις εταιρείες με μέτριες προοπτικές ανάπτυξης δεδομένων των κερδών. *«Όταν υπάρχει επαρκής ρευστότητα, η εταιρεία μπορεί να ασκήσει μερισματική πολιτική σύμφωνα με την απόδοση. Ωστόσο, όταν οι ταμειακές ροές*

είναι ανεπαρκείς, η ικανότητα της εταιρείας να μεταβάλλει τη μερισματική πολιτική περιορίζεται.» (όπ. παρ., σελ.39).

Μια εταιρεία με υψηλή μόχλευση αναμένεται να μεταβάλλει τη μερισματική της πολιτική η οποία είναι σύμφωνη με τη θέση ρευστότητας σε συνδυασμό με την απόδοσή της. Με αυτόν τον τρόπο ο συγγραφέας οδηγείται στην τρίτη υπόθεση όπου ορίζεται ότι η σχέση μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών είναι σημαντικά θετική για τις εταιρείες υψηλής μόχλευσης, δεδομένων των κερδών.

Στη συνέχεια, αναφέρεται η μεταβλητή του μεγέθους της εταιρείας και της σημασίας που έχει στη σχέση ταμειακών ροών και μερισματικών μεταβολών. Οι μικρές εταιρείες αναμένονται να έχουν χαμηλές ταμειακές ροές εξαιτίας της ανα-πληρωμής των βραχυπρόθεσμων δανείων και τόκων και μερισμάτων στους μετόχους. Οδηγείται λοιπόν ο συγγραφέας να υποθέσει ότι οι ταμειακές ροές είναι καλύτερος προβλεπτικός παράγοντας των μερισματικών μεταβολών για μικρές επιχειρήσεις, δεδομένων των κερδών.

Ένα από τα σημαντικότερα ευρήματα είναι ότι οι ταμειακές ροές καθίστανται σημαντικές στον καθορισμό των μερισματικών μεταβολών μικρών επιχειρήσεων. Επίσης, παρατηρήθηκε σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών σε εταιρίες με μικρή και μεγάλη ανάπτυξη. Καταλήγει ότι οι δυνατότητες ανάπτυξης, το μέγεθος της εταιρείας και το επίπεδο μόχλευσης επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ του μερίσματος και των ταμειακών ροών.

Το 2005 ο μελετητής **Khan** καταπιάνεται και ο ίδιος με το θέμα της μερισματικής πολιτικής και των ταμειακών ροών στην εργασία του με τίτλο “Cash flows as determinants of dividends policy in mature firms :Evidence from FTSE 250 and AIM listed firms.”<sup>29</sup> Ο βασικότερος σκοπός της μελέτης του είναι να διερευνηθεί η συσχέτιση μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών δεδομένων των κερδών. «[...] η ρευστότητα της επιχείρησης είναι πιο σημαντική για τις μερισματικές μεταβολές καθώς οι εταιρείες δεν αρέσκονται να μεταβάλλουν τα μερίσματα εκτός και εάν η φύση της μεταβολής των κερδών και των ταμειακών ροών είναι επίσης μόνιμη.» (Khan, 2005, σελ.3). Ο ερευνητής επιζητά να καθορίσει τις ταμειακές ροές ως καθοριστικό παράγοντα της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών εν γένει και των ώριμων εταιριών ειδικότερα. Πιο

---

<sup>29</sup>Ταμειακές ροές ως καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής στις ώριμες εταιρείες: Στοιχεία από εταιρείες από το FTE 250 και AIM.

συγκεκριμένα, γίνεται προσπάθεια να προταθεί μία σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της μερισματικής πολιτικής ώστε οι ώριμες εταιρείες, οι οποίες έχουν πρόσβαση στις ταμειακές ροές, εν τη απουσία των επενδυτικών ευκαιριών που σχετίζονται με τη θετική καθαρή παρούσα αξία (NPV)<sup>30</sup> των ταμειακών ροών, να υιοθετήσουν μια προδραστική μερισματική πολιτική ως ανταπόδοση προς τους επενδυτές.

Πράγματι η μελέτη του Khan (2005), έχει διττή αποστολή, όχι μόνο να εδραιώσει ότι οι ταμειακές ροές αποτελούν το βασικό λόγο για τον οποίο οι εταιρείες έχουν μερισματική πολιτική και ότι οι ταμειακές ροές αποτελούν καθοριστικό παράγοντα των πληρωμών μερισμάτων, αλλά προσπαθεί επίσης να αποδείξει ότι οι πληροφορίες σηματοδότησης είναι ένα υπο-προϊόν της πληρωμής μερισμάτων παρά μια ξεχωριστή άσκηση από τους διαχειριστές. Όπως υπογραμμίζεται και από τον συγγραφέα «[...] ο μόνιμος χαρακτήρας των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι η πραγματική αιτία πίσω από τις μερισματικές μεταβολές.» (όπ. παρ., σελ. 6)

Το δείγμα που μελετήθηκε ανέρχεται σε 25 εταιρείες από το FTSE<sup>31</sup> 30 και 25 εταιρείες από το FTSEAIM<sup>32</sup> του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν και μελετήθηκαν για το χρονικό διάστημα 1998-2002. Μεθοδολογικά αξιοποιήθηκαν τα μοντέλα των Charitou & Vafeas (1998) αναφορικά με τις ταμειακές ροές και τα μερίσματα. Τα δεδομένα ελέγχθηκαν χρησιμοποιώντας τη μέθοδο παλινδρόμησης πολλαπλών μεταβλητών και των ελαχίστων τετραγώνων.

Διενήργησε έλεγχο τριών βασικών υποθέσεων. Η πρώτη υπόθεση ορίζει ότι οι ταμειακές ροές καθοδηγούν τη μερισματική πολιτική στις ώριμες εταιρείες δεδομένων των κερδών. Πραγματοποιεί έλεγχο στο δεύτερο ζήτημα που αφορά τη σταθερότητα και/ή αύξηση του ενεργητικού της εταιρείας μεταξύ των ώριμων εταιρειών. Η τρίτη υπόθεση ορίζει ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων είναι δείκτης των αυξημένων, μελλοντικών ταμειακών ροών.

---

<sup>30</sup> NPV [NetPresentValue]. Για την προσέγγιση της καθαρής παρούσας αξίας, βλ. περισσότερα εδώ: [Žižlavský, O. (2014). Net Present Value Approach: Method for Economic Assessment of Innovation Projects. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 156, 506-512.]

<sup>31</sup> FTSE [Financial Times Stock Exchange]. Δείκτης της FinancialTimes για τις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

<sup>32</sup> AIM [Alternative Investment Market]. Εναλλακτική αγορά επενδύσεων.

Αναφορικά με τα αποτελέσματα της μελέτης του, μας ενημερώνει ότι η πρώτη του υπόθεση απορρίφθηκε καθώς αποδείχθηκε ότι δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία ώστε οι ταμειακές ροές να θεωρούνται καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής. Επίσης, απορρίφθηκαν και οι άλλες δύο υποθέσεις του καθώς τα στοιχεία κατόπιν ελέγχου θεωρήθηκαν αδύναμα ώστε να οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα. Είναι πέρα από προφανές η ύπαρξη της πελατειακής δράσης μεταξύ των επενδυτών, δράση που καθορίζει τη μερισματική πολιτική. Οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να επιβάλλουν ή να θέσουν μερισματικούς στόχους για τους διευθυντές και αυτοί μπορούν να αποτελούν κίνητρα για το διευθυντή. Τα κέρδη υπόκεινται σε χειραγώγηση ώστε να εκπληρωθούν οι στόχοι και συνεπακόλουθα οι ταμειακές ροές μπορούν να θεωρηθούν ως καθυστερημένα δεδουλευμένα. Εντοπίζεται ανάγκη απομόνωσης των επιπτώσεων των δεδουλευμένων ή των ανώμαλων δεδουλευμένων ώστε να δοκιμαστεί η πραγματική φύση των κερδών βάσει των δεδουλευμένων σε σχέση με τη μερισματική πολιτική και τη μεταβολή του μερίσματος.

Αναφορικά με το χρέος μιας εταιρείας, αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι διαδραματίζει σημαντικό ρόλο επί των ταμειακών ροών καθώς αυξάνει τη διαθεσιμότητα των μετρητών αλλά και του παθητικού. Οι επιχειρήσεις που προσφεύγουν στη λύση του χρέους για να δημιουργήσουν ταμειακές ροές στέλνουν λάθος μηνύματα. Καταλήγοντας, ο συγγραφέας αναφέρει με γλαφυρό τρόπο ότι *«Η μερισματική πολιτική αποτελεί ένα τόσο πολύπλοκο ζήτημα όπου κανένα σύνολο μεταβλητών δε θα μπορέσει ποτέ να επεξηγήσει τη διαδικασία εδραίωσης μερισμάτων μιας εταιρείας.»*(Khan, 2005, σελ.46).

Ακολουθεί η συζήτηση της μελέτης των **Al-Ajmi & Hussain (2011)**, “Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia.”<sup>33</sup> Ο σκοπός της μελέτης των συγγραφέων άπτεται αρκετών και σημαντικών ζητημάτων. Ειδικότερα, σκοπεύουν να ελέγξουν τη σταθερότητα της μερισματικής πολιτικής, να ελέγξουν την επίδραση των ταμειακών ροών στη μερισματική πολιτική, να αναγνωρίσουν τους παράγοντες που καθορίζουν τις πληρωμές των μερισμάτων μιας εταιρείας και τέλος να εξετάσουν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που πληρώνουν και των εταιρειών που δεν πληρώνουν μερίσματα. Η σταθερότητα θα ελεγχθεί με το μοντέλο του Lintner (1956).

---

<sup>33</sup>Εταιρικές αποφάσεις για τα μερίσματα: Στοιχεία από τη Σαουδική Αραβία.

Το δείγμα που μελετάται ανέρχεται σε σύνολο 54 εταιρειών για τη χρονική περίοδο μεταξύ 1990-2006. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τους καταλόγους των εταιριών και την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου της Σαουδικής Αραβίας. Προκειμένου οι συγγραφείς να καταλήξουν και να διατυπώσουν τις υποθέσεις τους μας ενημερώνουν για τις επιδράσεις διαφόρων μεταβλητών, οι οποίες υποστηρίζονται βιβλιογραφικά. Μεθοδολογικά, αξιοποιείται το μοντέλο Lintner (1958). Προστίθενται και άλλες μεταβλητές προκειμένου να εξυπηρετηθούν οι σκοποί της διερεύνησης τους. Προκύπτουν διάφορα μοντέλα και η οικονομετρική ανάλυση γίνεται με τη μέθοδο των μη ισορροπημένων δεδομένων πάνελ.<sup>34</sup>

Αναφορικά με τη συζήτηση των μεταβλητών, πρώτα, καταγράφεται η επίδραση των προηγούμενων μερισμάτων η οποία έχει αποδειχθεί ότι αποτελεί δείκτη ικανότητας αποπληρωμής των μερισμάτων. Ακολούθως η επίδραση της κερδοφορίας αποφαίνεται καθοριστική καθώς οι κερδοφόρες εταιρείες πληρώνουν μερίσματα. Οι ταμειακές ροές ορίζονται ως πιο σημαντικές συγκριτικά με τα καθαρά κέρδη προκειμένου μια εταιρεία να πληρώσει μερίσματα.

Καταγράφεται επιπλέον και η σημασία της δυναμικής που μπορεί να έχει το μέγεθος της εταιρείας στην άσκηση μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας. Οι μεγάλες εταιρείες έχουν πλεονέκτημα στις κεφαλαιαγορές στο να συγκεντρώσουν εξωτερικούς πόρους και επομένως εξαρτώνται λιγότερο από εσωτερικούς πόρους. Αναμένονται να πληρώνουν μερίσματα. Συζητούν, επίσης την επίδραση της οικονομικής μόχλευσης και βιβλιογραφικά υποστηρίζεται ότι οι δείκτες πληρωμών για τις εταιρείες μετοχικού κεφαλαίου είναι υψηλότεροι συγκριτικά με εκείνους των εταιρειών με μόχλευση.

Ο ρόλος που παίζει η εταιρική διακυβέρνηση είναι βαρυνούσης σημασίας και τα μοντέλα αντιπροσώπευσης προτείνουν ότι η πληρωμή των μερισμάτων βοηθά στην εξομάλυνση των προβλημάτων μεταξύ των ατόμων της εταιρείας εσωτερικά αλλά και τους εξωτερικούς μετόχους. Τα μερίσματα μειώνουν, κατά βάση, την αυτεξούσια ταμειακή ροή που θα μπορούσε να σπαταληθεί κατά τη διακριτική κρίση των διευθυντών.

Η θεωρία κύκλου ζωής επεξηγεί τις διαφορές αναφορικά με τις πληρωμές μερισμάτων μεταξύ των εταιρειών. Εξαιτίας των μειούμενων επενδυτικών ευκαιριών και

---

<sup>34</sup>Όταν ο αριθμός παρατηρήσεων διαφέρει ανάμεσα στις διαστρωματικές μονάδες τα δεδομένα πάνελ αποκαλούνται μη ισορροπημένα (unbalanced panel data).

τη συσσώρευση των μη διανεμηθέντων εισοδημάτων, οι ώριμες εταιρείες επιθυμούν να πληρώσουν μερίσματα, εν αντιθέσει με τις νέο-ιδρυθείσες εταιρείες οι οποίες επιθυμούν να δημιουργήσουν αποθεματικά. Ως τελευταία μεταβλητή, συζητείται η επίδραση των ενσώματων παγίων. Κατά την άποψη του συγγραφέα εντοπίζονται αντιτιθέμενες απόψεις σχετικά με τα πάγια και τη μερισματική πολιτική. Οι εταιρείες που επιχειρούν στις αναδύμενες οικονομίες με υψηλά επίπεδα ενσώματων παγίων έχουν χαμηλότερα μερίσματα συγκριτικά.

Στα ευρήματά τους καταγράφεται και επιβεβαιώνεται η ισχύς του μοντέλου του Lintner (1956), ότι δηλαδή οι πληρωμές των μερισμάτων επηρεάζονται από τα προηγούμενα επίπεδα μερισμάτων και την τρέχουσα κερδοφορία. Επίσης, ο κύκλος ζωής της εταιρείας αναδεικνύεται σημαντικός στον καθορισμό του μερίσματος ανά μετοχή της εταιρείας. Ουσιαστικά, ανέδειξαν τέσσερις παράγοντες οι οποίοι έχουν δυναμική επιρροή σχετικά με τις αποφάσεις για τα μερίσματα. Οι καθυστερημένες πληρωμές μερισμάτων, η κερδοφορία, οι ταμειακές ροές και ο κύκλος ζωής είναι καθοριστικοί παράγοντες των πληρωμών μερισμάτων.

Μια από τις πλέον πρόσφατες έρευνες είναι αυτή των **Sindhu & AliJinnah (2014)**, “<sup>35</sup>Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size.” «Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές ροές οι οποίες είναι διαθέσιμες για τον πάροχο κεφαλαίων για επανεπενδύσεις, μετά την εκπλήρωση όλων των απαιτήσεων της επιχείρησης, τέτοια ταμειακή ροή ή οποία είναι πλεονάζουσα ή ελεύθερη αποτελεί την ελεύθερη ταμειακή ροή.» (όπ. παρ., σελ. 16). Οι συγγραφείς αναγνωρίζουν και θέτουν το εξής πρόβλημα, ότι δηλαδή, οι διευθυντές διακρίνονται από την τάση να κρατούν μεγάλα ποσοστά περιουσιακών στοιχείων με τη μορφή μετρητών και ισοδύναμων μετρητών με σκοπό την επανεπένδυση, την πληρωμή μετόχων και τη διατήρηση ρευστού εντός της εταιρείας. Ωστόσο, το πρόβλημα σχετικά με τις ελεύθερες ταμειακές ροές εντοπίστηκε όταν οι διευθυντές τις χρησιμοποιούσαν προς ίδιον όφελος.

Ο σκοπός της εργασίας τους είναι να ανακαλύψουν την επίδραση της διακύμανσης των ελεύθερων ταμειακών ροών επί των μερισμάτων, να αναγνωρίσουν τη σχέση μεταξύ των ελεύθερων ταμειακών ροών και των μερισμάτων, να διερευνήσουν κατά πόσο το μέγεθος της εταιρείας μετριάξει τη σχέση μεταξύ των ελεύθερων ταμειακών ροών και των

---

<sup>35</sup>Η σχέση μεταξύ των ελεύθερων ταμειακών ροών και μερίσματος: Ο μετριοπαθής ρόλος του μεγέθους της εταιρείας.

μερισμάτων. Βιβλιογραφικά έχει υποστηριχτεί ότι οι ταμειακές ροές αποτελούν έναν αποτελεσματικό τρόπο να προβλέψουν τα μερίσματα για διάφορους λόγους. Η πρώτη επεξήγηση ορίζει ότι η αύξηση της ταμειακής ροής της εταιρείας είναι ένας καλός δείκτης αυξημένης διαθεσιμότητας μερίσματος. Η δεύτερη ερμηνεία υποστηρίζει ότι οι εταιρείες γνωρίζουν ήδη σχετικά με τις δυνατότητες επενδύσεων, αλλά δεν μπορούν να επενδύσουν λόγω περιορισμένης πρόσβασης σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Καθώς η ταμειακή ροή βελτιώνεται, οι εταιρείες είναι σε θέση να συμμετάσχουν σε ελκυστικές ευκαιρίες που σε άλλες περιπτώσεις δεν θα ήταν διαθέσιμες. Η τρίτη ερμηνεία, γνωστή ως η "ελεύθερη θεωρία ταμειακών ροών" ισχυρίζεται ότι οι διευθυντές δεν συμπεριφέρονται κατά τρόπο συνεπή με τη μεγιστοποίηση κέρδους, όπως οι δύο πρώτες ερμηνείες προτείνουν. Αντ' αυτού οι διαχειριστές χρησιμοποιούν αυξημένες ταμειακές ροές για την επίτευξη στόχων που έχουν μικρή σχέση με την αύξηση των κερδών, αλλά μεγάλη συσχέτιση με το να κάνουν τη ζωή των διευθυντών καλύτερη ή ευκολότερη.

Το δείγμα που μελετήθηκε είναι οι ετήσιες παρατηρήσεις των εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστηρίου Karachi, Πακιστάν. Οι εταιρείες μελετήθηκαν για την χρονική περίοδο 2000-2009, ήταν στο σύνολο 13 και ανήκαν στον κλωστοϋφαντουργικό τομέα. Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και των ισολογισμών της Κρατικής Τράπεζας του Πακιστάν. Μεθοδολογικά αξιοποιήθηκαν και αναλύθηκαν οικονομετρικά μοντέλα. Χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα πάνελ και προκειμένου να ελεγχθούν οι επιδράσεις των χρονολογικών σειρών και των διαστρωματικών στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν ψευδομεταβλητές.

Διατυπώθηκε και διενεργήθηκε έλεγχος δύο υποθέσεων. Η πρώτη υπόθεση αναφέρει ότι υπάρχει σημαντικά θετική σχέση μεταξύ των ελεύθερων ταμειακών ροών και των μερισμάτων. Η δεύτερη υπόθεση αναφέρει ότι το μέγεθος της εταιρείας μετριάζει (συγκρατεί) τη σχέση μεταξύ των ελεύθερων ταμειακών ροών και των μερισμάτων.

Σημειώθηκαν ενδιαφέροντα ευρήματα στη μελέτη τους. Συγκεκριμένα κατέληξαν ότι οι μεταβλητές των ελεύθερων ταμειακών ροών έχουν θετική και άκρως στατιστικά σημαντική σχέση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Στο δεύτερο μοντέλο όπου προβλέφθηκε η ελεύθερη ταμειακή ροή και το μέγεθος της εταιρείας ως συντονιστής δεν παρατηρήθηκαν σημαντικά αποτελέσματα, έτσι αποδεικνύεται ότι οι μεταβλητές αυτές δεν παρέχουν ενεργό συντονισμό για τον προσδιορισμό του μερίσματος. Η απλή παλινδρόμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών και τα αποτελέσματα των μερισμάτων



ήταν επίσης ασήμαντη, γεγονός που δείχνει επίσης ότι δεν παρατηρείται σχέση μεταξύ των μεταβλητών.

Προσεγγίζοντας περισσότερο χρονικά την πραγματικότητα, εντοπίζεται η μελέτη των **Yusniliyana & Suhaiza (2016)**, “Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia.”<sup>36</sup> Σύμφωνα με τους συγγραφείς «Οι αποφάσεις για τα μερίσματα είναι ένα θεμελιώδες, εταιρικό και οικονομικό ζήτημα εξαιτίας του αντίκτυπου επί των οικονομικών και επενδυτικών αποφάσεων.» (Yusniliyana & Suhaiza, 2016, σελ.88). Έχουν εντοπιστεί βιβλιογραφικά διάφοροι παράγοντες που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική όπως τα κέρδη, το μέγεθος της εταιρείας, οι επενδυτικές ευκαιρίες, τα καθυστερημένα μερίσματα και οι ταμειακές ροές.

Το τελικό δείγμα των εταιριών που μελετήθηκε ανήλθε σε 147 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Μαλαισίας. Το χρονικό διάστημα μελέτης των εταιρειών ήταν μεταξύ 2006-2010. Μεθοδολογικά διενεργήθηκα ανάλυση παλινδρόμησης με την χρήση των μοντέλων σταθερών, τυχαίων επιδράσεων και ελαχίστων τετραγώνων. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο ακόλουθο οικονομετρικό μοντέλο:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 D_{i(t-1)} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 GR_{it} + \beta_7 INV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LARGE_{it} + \beta_{10} RISK_{it} u_{it}$$

**Όπου**

$E$  = Κέρδη

$D$  = Μέρισμα

$D_{it}$  = Καθυστερημένα μερίσματα

$CF$  = Ταμειακές ροές

$FCF$  = Ελεύθερες ταμειακές ροές

$DEBT$  = Χρέος

$SIZE$  = Μέγεθος

$GR$  = Ανάπτυξη

$INV$  = Επενδυτικές ευκαιρίες

$RISK$  = Κίνδυνος

$LARGE$  = Μεγάλοι μέτοχοι

---

<sup>36</sup>Καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής των δημόσιων εισηγμένων εταιριών στη Μαλαισία.

Οι συγγραφείς βασισμένοι στο θεωρητικό μοντέλο του Lintner, τη θεωρία σηματοδότησης, τη θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης και στοιχεία από πρότερες μελέτες καταλήγουν να διατυπώσουν και να διενεργήσουν έλεγχο δέκα υποθέσεων ώστε να καθοριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών στη Μαλαισία. Οι υποθέσεις (2) και (3) θα παρατεθούν καθώς ενδιαφέρουν το ζήτημα της παρούσης διπλωματικής. Η δεύτερη υπόθεση ορίζει ότι υπάρχει θετική επίδραση των ταμειακών ροών στη μερισματική πολιτική των εταιρειών. Η τρίτη υπόθεση ορίζει ότι υπάρχει θετική επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στη μερισματική πολιτική των εταιρειών.

Κατόπιν των στατιστικών αναλύσεων των μοντέλων οι συγγραφείς κατέληξαν σε κάποια σημαντικά ευρήματα. Από τους δέκα παράγοντες που ελέγχθηκαν, τα κέρδη, το χρέος, το μέγεθος, οι επενδύσεις και οι μεγάλοι μέτοχοι φαίνεται να έχουν σημαντική θετική επίδραση στη μερισματική πολιτική. Συνεπώς, οι υποθέσεις για σημαντική θετική επίδραση των ταμειακών ροών ή των ελεύθερων ταμειακών ροών απορρίπτονται. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερα κέρδη είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος, έχουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών που ανήκουν σε μεγάλους μετόχους, απολαμβάνουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και χαμηλό χρέος και τείνουν να πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους.

Η τελευταία και πιο σύγχρονη μελέτη που θα παρατεθεί είναι αυτή των **Alnawaiseh, Alomari, Al-Rawashdeh & alnawaiseh (2017)**, “The effect of Free Cash Flow on the Companies’ Financial Policies: Evidence from Jordan.”<sup>37</sup>. «Οι ελεύθερες ταμειακές ροές χρησιμοποιούνται για να πληρωθούν τα μερίσματα, να επανα-πληρωθούν τα χρέη και οι τόκοι στους πιστωτές ή δανειστές[...]» (όπ. παρ., σελ 319). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αποδεικνύονται εξέχουσας σημασίας που πλέον οι εταιρείες ζητούν την ενσωμάτωση αυτού του στοιχείου στις οικονομικές αναφορές τους.

Η μελέτη αυτή εξέτασε τις επιπτώσεις των ελεύθερων ταμειακών ροών επί της οικονομικής μόχλευσης και της πληρωμής μερισμάτων των εταιρειών της Ιορδανίας του βιομηχανικού τομέα που είναι εισηγμένες στη χρηματοπιστωτική αγορά του Αμμάν, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία για αυτές τις εταιρείες. Το δείγμα των εταιρειών που μελετήθηκε ανήλθε σε 58 εταιρείες και μελετήθηκε την περίοδο μεταξύ 2005-2014.

---

<sup>37</sup>Η επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στις χρηματοοικονομικές πολιτικές των εταιρειών: Στοιχεία από την Ιορδανία.

Προκειμένου να διεξαχθεί η διερεύνηση χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο ελεύθερη ταμειακής ροής των Brigham & Ehrhardt, (2008). Πραγματοποιήθηκαν αναλύσεις παλινδρόμησης και στατιστικές αναλύσεις των διαφόρων μοντέλων που προέκυψαν στη βάση των αναγκών της μελέτης τους.

Η μελέτη τους αποσκοπεί στον έλεγχο δύο βασικών υποθέσεων. Η πρώτη υπόθεση αναφέρει ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στην οικονομική μόχλευση των βιομηχανικών εισηγμένων εταιρειών στην Ιορδανία. Η δεύτερη υπόθεση αξιώνει ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών αναφορικά με την πληρωμή των μερισμάτων των βιομηχανικών εισηγμένων εταιρειών στην Ιορδανία.

Ολοκληρώνοντας οι συγγραφείς τη διερεύνησή τους καταγράφουν τα ευρήματά τους. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι ένα χρηματοδοτικό μέσο που βοηθά στον έλεγχο της διοικητικής χρήσης των ελεύθερων ταμειακών ροών στην προετοιμασία της πολιτικής μερισμάτων, της πολιτικής δανεισμού και της επενδυτικής πολιτικής. Επίσης, η επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στην πληρωμή μερισμάτων εξαρτάται από το επίπεδο ανάπτυξης, την κεφαλαιακή δομή και το μέγεθος της εταιρείας, τις αλλαγές στις οικονομικές πολιτικές. Τέλος, η μελέτη δείχνει ότι υπάρχει στατιστικώς σημαντική επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στην πληρωμή μερισμάτων, το οποίο αποτέλεσμα στηρίζεται βιβλιογραφικά και από τα αποτελέσματα άλλων μελετών.

### 3.3 Πίνακας παρουσίασης ερευνών

Πίνακας 3.1 Παρουσίαση ανασκόπησης

Συγγραφέας/είς	Σκοπός της έρευνας	Δείγμα	Εργαλεία	Αποτελέσματα
<b>Lintner (1956)</b>	Διερεύνηση των παραγόντων που επιδρούν στην άσκηση μερισματικής πολιτικής.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 28 εταιρείες βιομηχανικού τομέα.</li> <li>• Ετήσια δεδομένα περιόδου 1947-1953.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Έρευνα γραφείου</li> <li>• Συνεντεύξεις με στελέχη</li> <li>• Στατιστική ανάλυση του προκύπτοντος μοντέλου.</li> </ul>	Τα καθαρά εισοδήματα και τα μερίσματα του προηγούμενου έτους είναι οι κυριότεροι παράγοντες των μερισματικών μεταβολών.
<b>Fama&amp;Babiak (1968)</b>	Μελέτη και διερεύνηση των παραγόντων της πληρωμής μερισμάτων για ατομικές επιχειρήσεις.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα ευρύτερου βιομηχανικού τομέα.</li> <li>• Χρονικό διάστημα μελέτης 1947-1964.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανάλυση διαστρωματικών στοιχείων του μοντέλου Lintner (1956) και τροποποιήσεών του.</li> <li>• Έλεγχοι προσομοίωσης και προβλεπτικής ικανότητας των μοντέλων.</li> </ul>	Τα καθαρά εισοδήματα και τα μερίσματα του προηγούμενου έτους είναι οι βασικοί παράγοντες των μερισματικών μεταβολών.
<b>Simons (1994)</b>	Μελέτη της δυνατότητας των ταμειακών ροών για πληροφόρηση συγκριτικά με άλλα χρηματοοικονομικά	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα 441 επιχειρήσεων</li> <li>• Διαδοχικές περιόδοι ελέγχου 1983-1984 και 1984-1985.</li> </ul>	Ανάλυση διαστρωματικών στοιχείων.	Δεν παρατηρήθηκε μεταξύ των μεταβλητών της έρευνας καμία σημαντική σχέση μεταξύ των ταμιακών ροών και των μερισματικών μεταβολών, εξ ων των κερδών.

	δεδομένα.			
<b>Charitou &amp; Vafeas (1998)</b>	Η επαν-αξιολόγηση της αυξητικής πληροφόρησης των ταμειακών ροών στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών, δεδομένων των κερδών	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένα για επιχειρήσεις βιομηχανικού τομέα</li> <li>• 5.977 εταιρείες</li> <li>• Χρονική περίοδος ελέγχου 1981-1991</li> </ul>	Μοντέλο των ομαδοποιημένων στοιχείων που προκύπτει από το συνδυασμό των διαστρωματικών δεδομένων και των χρονολογικών σειρών	Παρατηρήθηκε θετική σχέση μεταξύ των μερισματικών μεταβολών και των ταμειακών ροών όταν οι λειτουργικές ταμιακές ροές είναι χαμηλές συγκριτικά με τα κέρδη και όταν ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας είναι μέτριος.
<b>Bradley, Capozza &amp; Seguin (1998)</b>	Η θεωρητική και εμπειρική διερεύνηση του ρόλου της αναμενόμενης μεταβλητότητας της ταμειακής ροής ως καθοριστικού παράγοντα σε σχέση με τη μερισματική πολιτική.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μελέτη 75 εταιρειών ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου REIT.</li> <li>• Χρονικό διάστημα μελέτης μεταξύ 1985-1992.</li> </ul>	Στατιστικές αναλύσεις των προκυπτόντων οικονομετρικών μοντέλων.	Η μελέτη τους παρέχει αποτελέσματα σύνδεσης μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της μεταβλητότητας των ταμειακών ροών για τον συγκεκριμένο κλάδο ελέγχου.
<b>Charitou (2000)</b>	Η διερεύνηση της επίδραση των ταμειακών ροών, των κερδών και των ζημιών αναφορικά με την άσκηση της μερισματικής πολιτικής στην Ιαπωνία.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μελέτη 529 εταιρειών</li> <li>• Χρονικό διάστημα μελέτης 1984-95.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Στατιστικές αναλύσεις εμπειρικών μοντέλων</li> <li>• Ομαδοποιημένα στοιχεία</li> </ul>	Οι ταμειακές ροές έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο και καταφέρνουν να επεξηγήσουν τις μερισματικές μεταβολές, εύρημα το οποίο έρχεται σε σύγκρουση με κάποιες μελέτες στην Αμερική. Τα έσοδα και οι ταμειακές ροές δεν

				επεξηγούν εξ' ολοκλήρου τις μερισματικές μεταβολές καθώς υπάρχουν και άλλες μακροοικονομικές και οικονομικές μεταβλητές που θα μπορούσαν να επεξηγήσουν τις μεταβολές των μερισμάτων.
<b>Adelegan (2003)</b>	Η επαν-αξιολόγηση της αυξητικής πληροφόρησης των ταμειακών ροών στην εξήγηση των μερισματικών μεταβολών, δεδομένων των κερδών σε μια αναπτυσσόμενη χώρα	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ετήσια δεδομένων εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο.</li> <li>• Χρονικό διάστημα μελέτης μεταξύ 1984 έως 1997.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αξιοποιήθηκε το τροποποιημένο μοντέλο των Lintner-Brittain</li> <li>• Η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων.</li> <li>• Στατιστικές αναλύσεις σε ομαδοποιημένα δεδομένα (διαστρωματικά στοιχεία και χρονολογικές σειρές).</li> </ul>	Οι ταμειακές ροές καθίστανται σημαντικές στον καθορισμό των μερισματικών μεταβολών μικρών επιχειρήσεων. Παρατηρήθηκε σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών σε εταιρίες με μικρή και μεγάλη ανάπτυξη.
<b>Khan (2005)</b>	Η διερεύνηση της συσχέτισης μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μερισματικών μεταβολών δεδομένων των κερδών.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 25 εταιρείες από το FTSE 30 και 25 εταιρείες από το FTSEAIM</li> <li>• Περίοδος μελέτης 1998-2002.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Αξιοποιήθηκαν τα μοντέλα των Charitou&amp;Vafeas (1998) αναφορικά με τις ταμειακές ροές και τα μερίσματα.</li> </ul>	Στα ευρήματα τους, οι συγγραφείς συμπεραίνουν ότι δεν υπάρχουν σαφή και καθοριστικά αποτελέσματα ώστε οι ταμειακές ροές αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για τις μερισματικές μεταβολές.

			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέθοδος παλινδρόμησης πολλαπλών μεταβλητών και των ελαχίστων τετραγώνων.</li> </ul>	
<b>Al-Ajmi, &amp; Hussain (2011)</b>	Η διερεύνηση της επίδρασης των ταμειακών ροών στη μερισματική πολιτική και εν γένει η αναγνώριση παραγόντων που καθορίζουν τις πληρωμές μερισμάτων.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δείγμα 54 εταιρειών χρηματιστηρίου Σαουδικής Αραβίας</li> <li>• Περίοδος μελέτης 1990-2006.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μοντέλο Lintner (1956) τροποποιημένο.</li> <li>• Μη ισορροπημένα δεδομένα πάνελ.</li> </ul>	Επιβεβαιώνεται ότι οι πληρωμές των μερισμάτων επηρεάζονται από τα προηγούμενα επίπεδα μερισμάτων και την τρέχουσα κερδοφορία. Οι καθυστερημένες πληρωμές μερισμάτων, η κερδοφορία, οι ταμειακές ροές και ο κύκλος ζωής είναι καθοριστικοί παράγοντες των πληρωμών μερισμάτων.
<b>Sindhu &amp; AliJinnah (2014)</b>	Η διερεύνηση της επίδρασης και της σχέσης των ελεύθερων ταμειακών ροών και των μερισμάτων. Πόσο το μέγεθος της εταιρείας μετριάζει τη σχέση	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δείγμα 13 εταιρειών κλωστουφαντουργικός τομέας Χρηματιστηρίου Πακιστάν.</li> <li>• Περίοδος μελέτης 2000-2009.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Οικονομετρικά μοντέλα</li> <li>• Δεδομένα πάνελ</li> <li>• Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Κρατικής Τράπεζας.</li> </ul>	Η απλή παλινδρόμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών και τα αποτελέσματα των μερισμάτων ήταν ασήμαντη, γεγονός που δείχνει ότι δεν παρατηρείται σχέση μεταξύ των μεταβλητών.
<b>Yusniliyana &amp; Suhaiza (2016)</b>	Η διερεύνηση των καθοριστικών παραγόντων της μερισματικής πολιτικής.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δείγμα 147 εταιρειών εισηγμένων στο</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Οικονομετρικά μοντέλα</li> <li>• Μοντέλο τυχαίων επιδράσεων</li> </ul>	Από τους παράγοντες, τα κέρδη, το χρέος, το μέγεθος, οι επενδύσεις και οι μεγάλοι μέτοχοι φαίνεται να έχουν

		<p>Χρηματιστήριο της Μαλαισίας.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Περίοδος μελέτης 2006-2010.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μοντέλο σταθερών επιδράσεων</li> <li>• Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων.</li> <li>• Ανάλυση παλινδρόμησης</li> </ul>	<p>σημαντική θετική επίδραση στη μερισματική πολιτική. Οι υποθέσεις για σημαντική θετική επίδραση των ταμειακών ροών ή των ελεύθερων ταμειακών ροών απορρίπτονται.</p>
<p><b>Alnawaiseh, Alomari, Al-Rawashdeh&amp;alnawaiseh (2017)</b></p>	<p>Η μελέτη των επιπτώσεων των ελεύθερων ταμειακών ροών επί της οικονομικής μόχλευσης και της πληρωμής μερισμάτων.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δείγμα 58 εταιρειών βιομηχανικού τομέα εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ιορδανίας.</li> <li>• Περίοδος μελέτης 2005-2014.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μοντέλο των Brigham and Ehrhardt, (2008) τροποποιημένο.</li> <li>• Στατιστικές αναλύσεις των μοντέλων.</li> </ul>	<p>Η μελέτη δείχνει ότι υπάρχει στατιστικώς σημαντική επίδραση των ελεύθερων ταμειακών ροών στην πληρωμή μερισμάτων, το οποίο αποτέλεσμα στηρίζεται βιβλιογραφικά και από τα αποτελέσματα άλλων μελετών.</p>



## Κεφάλαιο 4:Μεθοδολογικό πλαίσιο

### Εισαγωγή

Στην παρούσα ενότητα και βάσει των προαναφερθέντων, τα οποία παρατέθηκαν και συζητήθηκαν εγγράφως, τέθηκε το θεωρητικό υπόβαθρο προκειμένου να αναλυθούν στατιστική μερισματική πολιτική συναρτήσει διαφόρων μεταβλητών. Συνεπώς, αναλύεται πλήρως η διαδικασία της εμπειρικής ανάλυσης, ποια ήταν τα μεθοδολογικά εργαλεία που αξιοποιήθηκαν και διενεργείται έλεγχος υποθέσεων και στατιστική ανάλυση των μεταβλητών εν σχέσει με τη μερισματική πολιτική. Το ερευνητικό πρόβλημα θα προεκτείνει, συνδυαστικά, το σύνολο των προαναφερθεισών εργασιών (Creswell, 2011).

### 4.1 Η ερευνητική διαδικασία

Με σκοπό να αντληθούν τα ερευνητικά δεδομένα, έλαβαν χώρα συγκεκριμένες διαδικασίες προκειμένου να διασφαλιστεί η ομαλή πορεία της εμπειρικής ανάλυσης. Εν πρώτοις, ο γράφων έπρεπε να λάβει έγκριση για τη διεξαγωγή της εμπειρικής ανάλυσης. Εφόσον, έλαβε την έγκριση προχώρησε στο σχεδιασμό της εμπειρικής ανάλυσης όπου και ακολουθήθηκαν τα βασικά βήματα σχεδιασμού της. Ως ραχοκοκαλιά της διπλωματικής εργασίας είναι η εργασία των Yusniliyana & Suhaiza (2016). Οι ερευνητές πραγματοποίησαν έρευνα σε 147 εισηγμένες εταιρείες στο επιχειρηματικό περιβάλλον της Μαλαισίας, προκειμένου να αναζητηθούν οι παράγοντες επιρροής της μερισματικής πολιτικής. Οι συγγραφείς τονίζουν ότι η Μαλαισιανή αγορά είναι αναδυόμενη. Επιλέχθηκε η συγκεκριμένη μελέτη και υιοθετήθηκε η μεθοδολογική προσέγγισή τους ώστε να μελετηθεί το ελληνικό επιχειρησιακό περιβάλλον. Φαίνεται μια σύγκρουση εδώ μεταξύ αναπτυγμένων και μη ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών. Ωστόσο, σύμφωνα με το γράφοντα η Ελλάδα συνιστά μια χώρα η οποία έχει καμφθεί οικονομικά εξαιτίας της πολυετούς ύφεσης και ίσως τα οικονομικά χαρακτηριστικά της Ελλάδας προσιδιάζουν αυτά των αναδυόμενων οικονομικών αγορών. Άποψη η οποία συνιστά πρόκληση και θέτει την ευκαιρία της εμπειρικής ανάλυσης. Κατόπιν, επιλέχθηκε το δείγμα εταιρειών, τα οικονομετρικά μοντέλα και υποδείγματα, οι υποθέσεις καθώς και τα έγγραφα μελέτης των εταιριών. Συνιστώσες οι οποίες παρουσιάζονται λεπτομερώς, κατωτέρω.

## 4.2 Περιγραφή του δείγματος

Προκειμένου να συλλεχθεί το απαραίτητο δείγμα εταιρειών συντελέστηκαν διάφορες ενέργειες. Το δείγμα που μελετήθηκε αρχικά ανερχόταν σε σύνολο 62 εταιρειών. Ωστόσο το τελικό δείγμα αριθμεί 60 εταιρείες καθώς υπήρχαν ελλιπή στοιχεία<sup>38</sup>. Οι εταιρείες που μελετώνται είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, εφεξής Χ.Α για το χρονικό διάστημα 2011-2015. Επίσης, ανήκουν στον εμποροβιομηχανικό τομέα. Η δειγματοληψία συνιστά μια, ιδιαιτέρως χρήσιμη, λειτουργία καθώς «*Ο σκοπός έγκειται [...] όχι στο να εδραιώσει ένα τυχαίο ή αντιπροσωπευτικό δείγμα ενός πληθυσμού αλλά στο να τακτοποιήσει συγκεκριμένες ομάδες ανθρώπων που είτε κατέχουν χαρακτηριστικά ή ζουν σε συνθήκες σχετικές με το φαινόμενο που μελετάται.*» (Mays & Pope, 1996, σελ. 26 στο Thompson, 1999, σελ. 70).

Η συλλογή του δείγματος έγινε υιοθετώντας την μέθοδο της πιθανοτικής δειγματοληψίας καθώς «*[...] η πιθανοτική δειγματοληψία αποφεύγει τη συνειδητή ή μη συνειδητή μεροληψία των ερευνητών κατά την επιλογή των στοιχείων. [...] όλα τα στοιχεία στον πληθυσμό έχουν ίσες (ή άνισες και μετέπειτα σταθμισμένες) πιθανότητες επιλογής [...]*» (Babbie, 2011, σελ. 342). Εν προκειμένω, λοιπόν η δειγματοληψία θα πραγματοποιηθεί με μια πιθανοτική διαδικασία δειγματοληψίας και θα αξιοποιηθεί η μέθοδος της απλής τυχαίας δειγματοληψίας<sup>39</sup>. Η τυχαία επιλογή του δείγματος των 60 εταιρειών που θα μελετηθούν αποτελεί «*[...] ένα είδος πιθανοτικής δειγματοληψίας κατά την οποία αποδίδεται ένας αριθμός σε καθεμία από τις μονάδες που απαρτίζουν έναν πληθυσμό. [...] και οι μονάδες που έχουν αυτούς τους αριθμούς επιλέγονται στο δείγμα.*» (Babbie, 2011, σελ. 321).

## 4.3 Ανάλυση δεδομένων και υποθέσεων

Η παρούσα εμπειρική ανάλυση εμπνεύστηκε και υιοθετεί τη μεθοδολογική λογική της εργασίας των Yusniliyana & Suhaiza (2016), όπως έχει ήδη αναφερθεί. Τα συγκεντρωθέντα δεδομένα, ο έλεγχος υποθέσεων και η περιγραφική ανάλυση πραγματοποιούνται χρησιμοποιώντας το οικονομετρικό πρόγραμμα E-views 9.

---

<sup>38</sup>Ο κατάλογος των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε στην εμπειρική ανάλυση παρατίθεται στο παράρτημα.

<sup>39</sup>Simple random sampling

Όπως αντιλαμβάνεται κανείς το κεντρικό ενδιαφέρον της διατριβής είναι η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α συναρτήσει διαφόρων μεταβλητών. Πιο συγκεκριμένα, η εξαρτημένη μεταβλητή της εργασίας είναι το μέρισμα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα καθαρά κέρδη, τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης, οι λειτουργικές ταμειακές ροές, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, το χρέος, το μέγεθος, η ανάπτυξη της εταιρείας, το ρίσκο/κίνδυνος της εταιρείας και οι μεγάλοι μέτοχοι. Ακολούθως παρατίθενται οι μεταβλητές, εξαρτημένες και μή με την αγγλική ορολογία και κωδικοποιημένες προς ευχερέστερη ανάγνωση. Καθώς επίσης παρατίθεται και το οικονομικό υπόδειγμα της εργασίας των Yusniliyana & Suhaiza(2016) στο οποίο βασίστηκε η παρούσα μελέτη:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 D_{i(t-1)} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 GR_{it} + \beta_7 INV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LARGE_{it} + \beta_{10} RISK_{it} u_{it} \quad (4.1)$$

**Όπου**

$E$  = Earnings [Κέρδη]

$D$  = Dividend [Μέρισμα]

$D_{(t-1)}$  = Lagged dividend [Καθυστερημένα μερίσματα]

$CF$  = Cash flows [Ταμειακές ροές]

$FCF$  = Free cash flows [Ελεύθερες ταμειακές ροές]

$DEBT$  = [Χρέος]

$SIZE$  = [Μέγεθος]

$GR$  = Growth [Ανάπτυξη]

$INV$  = [Επενδυτικές ευκαιρίες]

$RISK$  = [Κίνδυνος/Ρίσκο]

$LARGE$  = Large Shareholders [Μεγάλοι μέτοχοι]

Οι  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}$  είναι οι συντελεστές συσχέτισης του μοντέλου παλινδρόμησης.

Εν συνεχεία, αποτυπώνεται ο πίνακας με τις μεταβλητές, τις κωδικοποιήσεις και τις υποκατάστατες μεταβλητές αντίστοιχα.

**Πίνακας 4.0.1 Μεταβλητές και υποκατάστατες μεταβλητές**

Μεταβλητές	Αναπαριστώνται από	Ορισμός
Dividend	$D$	Μέρισμα ανά μετοχή
Earnings	$E$	Κέρδη ανά μετοχή
Lagged dividend	$D_{(t-1)}$	Μέρισμα προηγούμενης χρήσης
Cash flows	$CF$	Ταμειακή ροή ανά μετοχή
Free cash flow	$FCF$	Ελεύθερες ταμειακές ροές
Debt	$DEBT$	Το σύνολο των υποχρεώσεων /Το σύνολο του ενεργητικού
Size	$SIZE$	Καταγραφή του συνόλου του ενεργητικού
Growth	$GR$	Συνολικές πωλήσεις
Investment opportunity	$INV$	Αδιανέμητα κέρδη/ το σύνολο του ενεργητικού
Risk	$RISK$	Δείκτης Βήτα (Beta) ενός έτους εβδομαδιαίων αποδόσεων
Largest shareholder	$LARGE$	Ποσοστό μετοχών που κατέχεται από τους μεγαλύτερους μετόχους

(Προσαρμοσμένο από την εργασία των Yusniliyana & Suhaiza, 2016, σελ. 93).

Στην παρούσα διπλωματική, η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το μέρισμα και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα καθαρά κέρδη, τα μερίσματα προηγούμενης χρήσης, οι λειτουργικές ταμειακές ροές, το χρέος (δάνεια), το μέγεθος της εταιρείας, η ανάπτυξη και οι επενδυτικές ευκαιρίες. Το οικονομετρικό μοντέλο προσαρμόζεται για τις ανάγκες της διπλωματικής και γίνεται ως εξής:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 D_{i(t-1)} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 GR_{it} + \beta_6 INV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} \quad (4.2)$$

Οι ερευνητικές υποθέσεις που τίθενται προς διερεύνηση και έλεγχο προσανατολίζονται στη μελέτη της διασύνδεσης των διάφορων μεταβλητών και της μερισματικής πολιτικής καθώς και την ανίχνευση της θετικής ή αρνητικής επίδρασης των

μεταβλητών αυτών επί της άσκησης της μερισματικής πολιτικής μεταξύ των εισηγμένων εταιριών του δείγματος.

#### 4.4 Ερευνητικές προσεγγίσεις και μοντέλα

Καθώς έχει ήδη αναφερθεί, το δείγμα των 60 εταιρειών συλλέχθηκε με τη μέθοδο της απλής τυχαίας δειγματοληψίας. Οι ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών που μελετήθηκαν είναι αναρτημένες στους αντίστοιχους ιστότοπους των εταιρειών. Στον ελληνικό επιχειρησιακό χώρο, οι εταιρείες οφείλουν να εκδίδουν την ετήσια οικονομική έκθεση εντός τριών (3) μηνών από τη λήξη κάθε οικονομικής χρήσης προκειμένου να πληροφορείται το επενδυτικό κοινό (Ν. 3556/2007, άρ.4).

Ως αποτέλεσμα, υπήρχε σημαντικό πληροφοριακό υλικό ώστε να μελετηθεί και να προκύψουν δεδομένα επαρκή για να πραγματοποιηθεί η παρούσα διπλωματική εργασία. Τα συγκεκριμένα έγγραφα μελέτης ανήκουν στις δευτερογενείς πηγές μελέτης και πληροφόρησης. Όπως καθίσταται σαφές, αρχικά διενεργήθηκε έρευνα γραφείου. Μεταξύ των πλεονεκτημάτων μελέτης δευτερογενών πηγών πληροφόρησης συγκαταλέγονται ότι η μελέτη τους δεν είναι κοστοβόρα, η πρόσβαση καθίσταται εύκολη, η διαδικασία απόκτησης δεν είναι χρονοβόρα καθώς και η παραγωγή πρωτογενών δεδομένων είναι χρονικά έγκυρη προτού η νέα γνώση κατασταθεί παρωχημένη στο πεδίο (Johnston, 2014).

Εν συνεχεία, για την εκτίμηση του προαναφερθέντος οικονομετρικού μοντέλου αξιοποιήθηκε η προσέγγιση της ανάλυσης δεδομένων panel. *«Τα δεδομένα panel[...] αναφέρονται σε δεδομένα που περιέχουν παρατηρήσεις χρονολογικών σειρών ενός αριθμού ατόμων. Επομένως, [...]περιλαμβάνουν τουλάχιστον δύο διαστάσεις: μια διαστρωματική διάσταση, που υποδεικνύεται από τον δείκτη  $i$  και μια διάσταση χρονολογικής σειράς, που υποδεικνύεται από τον δείκτη  $t$ .»* (Hsiao, 2007, σελ. 1)

Η προσέγγιση των δεδομένων panel περιλαμβάνει και πλεονεκτήματα αλλά και περιορισμούς κατά την χρήση τους. Μεταξύ των πλεονεκτημάτων των δεδομένων panel εντοπίζεται ο έλεγχος της ατομικής ετερογένειας, δηλαδή το δείγμα είναι ετερογενές. Επίσης, παρέχουν περισσότερες πληροφορίες, περισσότερη διακύμανση στις μεταβλητές, λιγότερη συγγραμμικότητα μεταξύ των μεταβλητών, περισσότεροι βαθμοί ελευθερίας και περισσότερη αποτελεσματικότητα. Τα δεδομένα panel είναι αποτελεσματικότερα όταν μελετάται η δυναμική της προσαρμογής. Διαφαίνονται αποτελεσματικότερα όταν αναγνωρίζουν και μετρούν τις επιδράσεις που δεν είναι ανιχνεύσιμες με την χρήση

αποκλειστικά χρονολογικών σειρών ή διαστρωματικών δεδομένων. Τέλος, τα δεδομένα panel συλλέγονται σε επίπεδο οικονομικής μονάδας, συνεπώς μειώνεται ή εξαλείφεται το ενδεχόμενο σφάλματος. Μεταξύ των περιορισμών των δεδομένων panel συμπεριλαμβάνονται τα προβλήματα σχεδιασμού και συλλογής δεδομένων, τα σφάλματα μέτρησης των μεταβλητών και τα σφάλματα επιλεκτικότητας. (Hsiao, 2007· Baltagi, 2008). Δύο είναι οι κυριότερες μέθοδοι ανάλυσης των δεδομένων panel, το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων<sup>40</sup> και το Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων.<sup>41</sup>

Διενεργούνται και οι δύο μέθοδοι ανάλυσης δεδομένων panel, δηλαδή το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων και το Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων. Για να ελεγχθούν οι υποθέσεις των μοντέλων διενεργείται ο έλεγχος Hausman (1978). Ο έλεγχος Hausman (1978) αποτελεί τη μέθοδο ελέγχου των προδιαγραφών του μοντέλου που έχει υιοθετηθεί. Σε περίπτωση προβλήματος, είναι αναγκαίο να μεταβληθούν οι συνιστώσες του οικονομετρικού μοντέλου.

Ακολουθεί το επόμενο κεφάλαιο όπου αναλύεται λεπτομερώς ο στατιστικός έλεγχος και συζητούνται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης.

---

<sup>40</sup>Fixed Effect Model

<sup>41</sup>Random Effect Model

## Κεφάλαιο 5: Ανάλυση των αποτελεσμάτων

### 5.1 Περιγραφική Στατιστική

Στην παρούσα υποενότητα θα παρατεθούν και θα συζητηθούν περιγραφικά τα προκύπτοντα αποτελέσματα της παρούσης εμπειρικής ανάλυσης. Αρχικά παρουσιάζεται με εποπτικό τρόπο ο πίνακας με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών που συμμετείχαν στην ανάλυση. Γίνεται διαχωρισμός των εταιρειών ανάλογα με τον κλάδο που ανήκουν στη βάση των στοιχείων που αντλήθηκαν από τη βάση ICAP.

Ειδικότερα, στο σύνολο των 60 εταιρειών που εξετάστηκαν, οι 34 εταιρείες, εκ του συνόλου, ανήκουν στο βιομηχανικό κλάδο, οι έξι ανήκουν στον εμπορικό κλάδο, οι δύο ασχολούνται με δραστηριότητες που αφορούν την ενέργεια και το νερό, οι τρεις εκτελούν ιατρικές υπηρεσίες, οι δύο ασχολούνται με εργασίες καυσίμων, λιπαντικών. Επίσης, τέσσερις εταιρείες ανήκουν στον κλάδο της πληροφορικής, τρεις εταιρείες αποτελούν συμμετοχικές εταιρείες, τέσσερις εταιρείες ασχολούνται με τεχνικές-οικοδομικές εταιρείες, μία εταιρεία του δείγματος ανήκει στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών και, τέλος, μία εταιρεία ανήκει στον κλάδο των υπηρεσιών μεταφορών.

**Πίνακας 5.1. Εταιρείες ανά κλάδο**

<b>ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ</b>	<b>Επιμέρους σύνολο</b>
Βιομηχανία	34
Εμπόριο	6
Ενέργεια-νερό	2
Ιατρικές υπηρεσίες	3
Καύσιμα, λιπαντικά, αέρια	2
Πληροφορική	4
Συμμετοχικές εταιρείες	3
Τεχνικές οικοδομικές	4
Τηλεπικοινωνίες	1
Υπηρεσίες μεταφορών	1
<b>Γενικό σύνολο εταιρειών</b>	<b>60</b>

Εν συνεχεία, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι τα αντληθέντα δεδομένα της παρούσας εμπειρικής μελέτης, κατηγοριοποιήθηκαν ανά έτος για την εξεταζόμενη περίοδο 2011 έως και 2015. Για κάθε μια μεταβλητή που αναλύεται μέσω του οικονομετρικού υποδείγματος παρατίθενται η ελάχιστη τιμή ανά έτος, η μέγιστη τιμή της, ο μέσο όρος της, η τυπική απόκλιση και ο αριθμός των παρατηρήσεων ανά μεταβλητή.

**Πίνακας 5.2 Έτος χρήσης 2011**

2011	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Δείγμα
Dividend	0	0,179765258	0,0052	0,023330014	60
Earnings	-1,63	1,68	-0,0709	0,546433519	60
Lagged Dividend	0,00	0,15	0,00	0,019427104	60
Cash Flow	-1,94	2,11	0,27	0,599397523	60
Debt	0,00	0,64	0,19	0,159984889	60
Size	0,966516663	35,89146026	8,889632556	7,22043673	60
Growth	0	134,079368	8,135965481	20,4853823	60
Investment	-	7,335186159	0,203702051	1,724807865	60

Για το έτος 2011 παρατηρείται ότι κάποιες εταιρείες δεν προέβησαν σε διανομή μερίσματος. Το μέγιστο μέρισμα της προηγούμενης χρήσης που διανεμήθηκε ήταν 0,15 ευρώ ανά μετοχή. Επίσης, υπήρξαν εταιρίες με ζημίες, με τιμή -1,63 ευρώ ανά μετοχή και μέγιστη τιμή καθαρών κερδών 1,64 ευρώ ανά μετοχή. Το μέγεθος των επιχειρήσεων κυμαίνεται από 0,96ευρώ ανά μετοχή έως 35,89 ευρώ ανά μετοχή. Επίσης υπήρξαν εταιρίες με αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, δηλαδή -1,94 ευρώ ανά μετοχή και μέγιστες ταμιακές ροές 2,11 ευρώ ανά μετοχή. Ο δανεισμός έφτασε τη μέγιστη τιμή 0,64 ευρώ ανά μετοχή. Οι πωλήσεις (growth) των επιχειρήσεων κυμανθήκαν από 0 έως 134,079 ανά μετοχή. Τέλος, οι επενδύσεις είχαν μια διακύμανση από 2,84 έως 7,33 ανά μετοχή.



**Πίνακας 5.3 Έτος χρήσης 2012**

2012	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Δείγμα
Dividend	0	0,179906103	0,0050	0,023413983	60
Earnings	-3,61	1,21	-0,1642	0,690462766	60
LaggedDividend	0	0,179765258	0,005223133	0,023330014	60
Cash Flow	-0,42	3,08	0,40	0,705621566	60
Debt	0	0,699810941	0,213793936	0,195095641	60
Size	1,099386753	66,63681649	9,726357316	10,36629542	60
Growth	0	134,6576412	8,992321508	21,70331803	60
Investment	-7,378666361	7,438007855	0,008168229	2,206051764	60

Για το έτος 2012 παρατηρείται ότι κάποιες εταιρείες δεν προέβησαν σε διανομή μερίσματος. Το μέγιστο μέρισμα της προηγούμενης χρήσης που διανεμήθηκε ήταν 0,17 ευρώ ανά μετοχή. Επίσης, υπήρξαν εταιρίες με ζημίες, με τιμή -3,61 ευρώ ανά μετοχή και μέγιστη τιμή καθαρών κερδών 1,21 ευρώ ανά μετοχή. Το μέγεθος των επιχειρήσεων κυμαίνεται από 1,099 ευρώ ανά μετοχή έως 0,69 ευρώ ανά μετοχή.

Επίσης υπήρξαν εταιρίες με αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, δηλαδή -0,42 ευρώ ανά μετοχή και μέγιστες ταμιακές ροές 3,08 ευρώ ανά μετοχή. Ο δανεισμός έφτασε τη μέγιστη τιμή 0,64 ευρώ ανά μετοχή. Οι πωλήσεις (growth) των επιχειρήσεων κυμανθήκαν από 0 έως 134,079 ανά μετοχή. Τέλος, οι επενδύσεις είχαν μια διακύμανση από -7,37ευρω έως 7,43 ανά μετοχή. Παρατηρείται ότι από το 2011 στο 2012, συγκριτικά, η τυπική απόκλιση των ποσών αυτών αυξάνεται, βελτιώνονται οι λειτουργικές ταμιακές ροές. Εν αντιθέσει, τα Καθαρά Κέρδη των εταιριών συρρικνώνονται και ο δανεισμός τείνει να αυξηθεί οριακά ενώ οι επενδύσεις στην χρήση μειώνονται. Η περίοδος αυτή μπορεί να ορισθεί ότι οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εισέρχονται στη στον κύκλο της οικονομικής ύφεσης.

**Πίνακας 5.4 Έτος χρήσης 2013**

2013	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Δείγμα
Dividend	0	0,016483432	0,0014	0,003270522	60
Earnings	-2,12	2,43	-0,1088	0,780592909	60
Lagged					
Dividend	0	0,179906103	0,005013313	0,023413983	60
Cash Flow	-1,34	7,79	0,30	1,096207981	60
Debt	0	0,849345878	0,205161427	0,211305905	60
Size	0,827515003	90,02531327	10,3480182	14,0876717	60
Growth	0	115,7507686	9,034665456	20,57947128	60
Investment	-9,327222731	23,08484066	0,015244673	3,843537973	60

Προχωρώντας και αναλύοντας το έτος 2013, παρατηρείται, εκ νέου, ότι κάποιες εταιρείες δεν προέβησαν σε διανομή μερίσματος. Το μέγιστο μέρισμα της προηγούμενης χρήσης που διανεμήθηκε ήταν 0,16 ευρώ ανά μετοχή. Επίσης, υπήρξαν εταιρίες με ζημίες, με τιμή -2,12 ευρώ ανά μετοχή και μεγίστη τιμή καθαρών κερδών 2,43 ευρώ ανά μετοχή.

Στο συγκεκριμένο έτος χρήσης αποτυπώνεται μια βελτίωση στα Καθαρά κέρδη των εταιρειών. Το μέγεθος των επιχειρήσεων κυμαίνεται από 0,82 ευρώ ανά μετοχή έως 90,02 ευρώ ανά μετοχή με μια αύξηση τόσο του μέσου όρου όσο και της τυπικής απόκλισης των ποσών αυτών.

Επίσης υπήρξαν εταιρίες με αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, δηλαδή -1,34 ευρώ ανά μετοχή και μέγιστες ταμειακές ροές 7,79 ευρώ ανά μετοχή. Η συγκεκριμένη μεταβλητή εμφανίζεται βελτιωμένη εν συγκρίσει με έτος χρήσης 2012. Ωστόσο, αποτυπώνεται ότι η μεταβλητή 'δανεισμός' έφτασε τη μέγιστη τιμή 0,84 ευρώ ανά μετοχή, τιμή πολύ υψηλότερη σε σχέση με το έτος 2012. Οι πωλήσεις (growth) των επιχειρήσεων κυμανθήκαν από 0 έως 115,75 ευρώ ανά μετοχή. Τέλος, οι επενδύσεις είχαν μια διακύμανση από 9,327 ευρώ έως 23,084 ανά μετοχή.

Στο σημείο αυτό είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι οι επενδύσεις αφορούν τα αδιανέμητα κέρδη ή τις τυχόν σωρευμένες ζημίες ανά μετοχή. Το έτος 2013 τίθεται σε ισχύ ο φορολογικός νόμος 4172/2013 που υποχρεώνει την διανομή τυχών φορολογητών

αποθεματικών και προφανώς ο συγκεκριμένος δείκτης εμφανίζεται καλύτερος σε σχέση με το 2012. Οι εταιρίες που έχουν αδύναμες ταμιακές λειτουργικές ροές προφανώς κατέφυγαν σε τραπεζικό δανεισμό για να μπορέσουν να κεφαλαιοποιούν ή να διανείμουν ως μερίσματα, τυχόν αποθεματικά που έπρεπε λόγω αλλαγής φορολογικού πλαισίου να διανεμηθούν.

**Πίνακας 5.5 Έτος χρήσης 2014**

<b>2014</b>	<b>Ελάχιστο</b>	<b>Μέγιστο</b>	<b>Μέσος Όρος</b>	<b>Τυπική Απόκλιση</b>	<b>Δείγμα</b>
Dividend	0	0,09774646	0,0028	0,012737888	60
Earnings	-2,01	3,39	-0,0680	0,791535045	60
Lagged Dividend	0	0,016483432	0,001437518	0,003270522	60
Cash Flow	-0,91	2,21	0,25	0,608114545	60
Debt	0	1,053676785	0,213252638	0,241724616	60
Size	0	91,27985991	10,05826963	14,17202382	60
Growth	0	108,4823287	9,029583795	20,55392281	60
Investment	-11,63296288	25,53144484	-	4,249218505	60

Αναφορικά με το έτος χρήσης 2014 και τιθέμενο σε σύγκριση με το έτος χρήσης 2013, αποτυπώνεται μια μείωση στις μεταβλητές, η οποία μείωση πιθανόν οφείλεται στην πτώση των αξιών εφόσον οι εισηγμένες εταιρείες είχαν εισέλθει και αντιμετώπιζαν τις δύσκολες, υφεσιακές συγκυρίες. Στο συγκεκριμένο έτος αρκετές εισηγμένες παρουσίασαν ζημίες ενώ σε άλλες εταιρείες διαπιστώθηκαν οριακά κέρδη. Ο αμιγώς εμποροβιομηχανικός κλάδος παρουσίασε οριακά κέρδη με τις μεγαλύτερες ζημίες να καταγράφονται κατά το Δ' τρίμηνο.

**Πίνακας 5.6 Έτος χρήσης 2015**

2015	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Δείγμα	
Dividend	0	0,014638843	0,0011	0,002968455	60	
Earnings	-2,53	6,15	0,1649	1,143786266	60	
Lagged Dividend	0	0,09774646	0,00275517	0,012737888	60	
Cash Flow	-0,75	4,39	0,32	0,739623989	60	
Debt	0	1,382731506	0,227636016	0,282370582	60	
Size	0	117,0733712	10,44271644	16,78056259	60	
Growth	0	97,22074806	8,59190537	18,54614567	60	
Investment	-	14,22880385	24,86997902	0,146206874	4,58943853	60

Το 2015, ως τελευταίο εξεταζόμενο οικονομικό έτος χρήσης, εκρέει διάφορα σημαντικά αποτελέσματα στη βάση των επικρατουςώνοικονομικών συγκυριών. Πιο συγκεκριμένα ο αναγνώστης παρατηρεί μια αύξηση του μέσου όρου του δανεισμού ανά μετοχή καθώς και μια μείωση του μέσου όρου των πωλήσεων των επιχειρήσεων σε σχέση με το 2014. Όλες οι μεταβλητές παρουσιάζουν μια τάση ανοδική ή καθοδική ανά περίπτωση και μια μεταβολή της τυπικής απόκλισης που προφανώς αντικατοπτρίζει το περιρρέον οικονομικό συγκείμενο.<sup>42</sup>

## 5.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Σε αυτήν την ενότητα θα συζητηθούν τα αποτελέσματα μέσω των πινάκων που δημιουργήθηκαν στο στατιστικό πακέτο E-views 9. Αρχικά, παρατίθενται τα αποτελέσματα με την αξιοποίηση δύο διαφορετικών μοντέλων. Στην παρούσα ανάλυση, όπως έχει αναφερθεί ανωτέρω, αξιοποιείται η ανάλυση δεδομένων panel. Το μοντέλο ανάλυσης δεδομένων panel πραγματοποιείται με τρεις προσεγγίσεις, δηλαδή τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, τη μέθοδο των Τυχαίων Επιδράσεων και τη μέθοδο των

<sup>42</sup>Βλ. περισσότερα στην ενότητα: Συμπεράσματα

Σταθερών Επιδράσεων (Zulfikar, 2014). Εν συνεχεία, διενεργείται και παρουσιάζεται εποπτικά ο έλεγχος Hausman Test προκειμένου να αποφασιστεί, εν τέλει, ποια προσέγγιση είναι η καταλληλότερη για την ανάδειξη και ερμηνεία των αποτελεσμάτων της εμπειρικής ανάλυσης.

### Πίνακας 5.7 Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων

Dependent Variable: DIVIDEND				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/11/19 Time: 23:02				
Sample: 2011 2015				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 60				
Total panel (balanced) observations: 300				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001533	0.002230	-0.687252	0.4926
EARNINGS	0.000263	0.001641	0.160484	0.8726
LAGGED_DIVIDEND	0.571679	0.058992	9.690751	0.0000
CASH_FLOW	-0.006719	0.001108	-6.063903	0.0000
DEBT	-0.002544	0.005451	-0.466773	0.6411
GROWTH	0.000293	0.000236	1.243192	0.2150
INVESTMENT	-0.001441	0.000680	-2.120543	0.0350
SIZE	0.000250	0.000196	1.277937	0.2025
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.596716	Mean dependent var	0.003109	
Adjusted R-squared	0.482482	S.D. dependent var	0.015952	
S.E. of regression	0.011475	Akaike info criterion	-5.903304	
Sum squared resid	0.030682	Schwarz criterion	-5.076126	
Log likelihood	952.4957	Hannan-Quinn criter.	-5.572267	
F-statistic	5.223594	Durbin-Watson stat	2.468649	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στη βάση του μοντέλου Σταθερών Επιδράσεων. Οι σταθερές επιδράσεις, θεωρείται ότι υφίστανται, καθώς η σταθερά δεν διαφέρει με το πέρασμα του χρόνου. Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιεί την αρχή των ελαχίστων τετραγώνων. Το μοντέλο προϋποθέτει ότι οι διαφορές μεταξύ των διαστρωματικών στοιχείων μπορούν να προσαρμοστούν από διαφορετικό σημείο τομής. Για να υπολογιστεί το μοντέλο σταθερών επιδράσεων με διαφορετική τομή μεταξύ των διαστρωματικών στοιχείων, χρησιμοποιείται η τεχνική της ψευδο-μεταβλητής<sup>43</sup>. Επί της ουσίας, είναι χρήσιμο να αξιοποιηθεί η τεχνική των ψευδο-μεταβλητών προκειμένου η

<sup>43</sup>Dummy variable

σταθερά να μπορεί ποικίλλει μεταξύ των μονάδων. Η χρήση της επίδρασης ορίζει ότι η συνάρτηση παλινδρόμησης ενδεχομένως και να μεταβάλλεται με το πέρασμα του χρόνου, στη βάση των αλλαγών της φορολογικής, οικονομικής πολιτικής, της τεχνολογίας, εξωτερικού περιβάλλοντος κτλ.

### Πίνακας 5.8 Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων

Dependent Variable: DIVIDEND  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 03/11/19 Time: 23:06  
Sample: 2011 2015  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 60  
Total panel (balanced) observations: 300  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000907	0.001093	0.829257	0.4076
EARNINGS	0.000735	0.001288	0.570814	0.5686
LAGGED_DIVIDEND	0.697571	0.039701	17.57057	0.0000
CASH_FLOW	-0.005372	0.000970	-5.536801	0.0000
DEBT	-0.001784	0.003479	-0.512698	0.6085
GROWTH	3.75E-05	3.61E-05	1.038294	0.3000
INVESTMENT	-0.000386	0.000371	-1.039999	0.2992
SIZE	0.000127	7.61E-05	1.667300	0.0965

  

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		0.011475	1.0000

  

Weighted Statistics			
R-squared	0.552370	Mean dependent var	0.003109
Adjusted R-squared	0.541639	S.D. dependent var	0.015952
S.E. of regression	0.010800	Sum squared resid	0.034056
F-statistic	51.47494	Durbin-Watson stat	2.549725
Prob(F-statistic)	0.000000		

  

Unweighted Statistics			
R-squared	0.552370	Mean dependent var	0.003109
Sum squared resid	0.034056	Durbin-Watson stat	2.549725

Από τον Πίνακα, συνάγεται ότι το συγκεκριμένο μοντέλο θα εκτιμήσει τα δεδομένα του πίνακα όπου οι παρεμβαλλόμενες μεταβλητές παρεμβολών μπορεί να διασυνδέονται μεταξύ του χρόνου και μεταξύ των μονάδων. Στο μοντέλο τυχαίας επίδρασης, η διαφορά μεταξύ των τομών προσαρμόζεται από τους όρους σφάλματος κάθε εταιρείας. Το πλεονέκτημα της χρήσης του μοντέλου τυχαίας επίδρασης είναι η εξάλειψη της ετεροσκεδαστικότητας. Αυτό το μοντέλο ονομάζεται επίσης Μοντέλο Διόρθωσης

Σφάλματος <sup>44</sup> ή μέθοδος Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων <sup>45</sup>. Διαφοροποιείται το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων καθώς δεν χρησιμοποιεί τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων αλλά των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων καθώς και την αρχή της μέγιστης πιθανότητας.

Ακολούθως παρατίθεται ο έλεγχος Hausman προκειμένου να αποφασισθεί η καταλληλότερη μέθοδος ανάλυσης παλινδρόμησης δεδομένων panel. Ο συγκεκριμένος έλεγχος βοηθάει στην απόφαση της επιλογής μεταξύ του μοντέλου των σταθερών και των τυχαίων επιδράσεων. Η ισχύουσα συνθήκη ορίζει ότι εάν η τιμή p-value είναι μεγαλύτερη από 0.05 ( $p > 0.05$ ), η ορθότερη επιλογή είναι το μοντέλο παλινδρόμησης Τυχαίων Επιδράσεων. Εν αντιθέσει, εάν η τιμή p-value είναι μικρότερη του 0.05 ( $p < 0.05$ ), τότε είναι καταλληλότερο το μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων.

---

<sup>44</sup>Error Component Model (ECM)

<sup>45</sup>Generalized Least Square (GLS) Model



## Πίνακας 5.9 Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.051104	7	0.0017

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EARNINGS	0.000263	0.000735	0.000001	0.6422
LAGGED_DIVIDEND	0.571679	0.697571	0.001904	0.0039
CASH_FLOW	-0.006719	-0.005372	0.000000	0.0118
DEBT	-0.002544	-0.001784	0.000018	0.8562
GROWTH	0.000293	0.000037	0.000000	0.2725
INVESTMENT	-0.001441	-0.000386	0.000000	0.0638
SIZE	0.000250	0.000127	0.000000	0.4941

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DIVIDEND

Method: Panel Least Squares

Date: 03/11/19 Time: 23:09

Sample: 2011 2015

Periods included: 5

Cross-sections included: 60

Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001533	0.002230	-0.687252	0.4926
EARNINGS	0.000263	0.001641	0.160484	0.8726
LAGGED_DIVIDEND	0.571679	0.058992	9.690751	0.0000
CASH_FLOW	-0.006719	0.001108	-6.063903	0.0000
DEBT	-0.002544	0.005451	-0.466773	0.6411
GROWTH	0.000293	0.000236	1.243192	0.2150
INVESTMENT	-0.001441	0.000680	-2.120543	0.0350
SIZE	0.000250	0.000196	1.277937	0.2025

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.596716	Mean dependent var	0.003109
Adjusted R-squared	0.482482	S.D. dependent var	0.015952
S.E. of regression	0.011475	Akaike info criterion	-5.903304
Sum squared resid	0.030682	Schwarz criterion	-5.076126
Log likelihood	952.4957	Hannan-Quinn criter.	-5.572267
F-statistic	5.223594	Durbin-Watson stat	2.468649
Prob(F-statistic)	0.000000		



Ο πίνακας παρουσιάζει απεικονιστικά τον στατιστικό έλεγχο Hausman. Σύμφωνα με τον πίνακα και τα προκύπτοντα στοιχεία, η τιμή p – value (= 0.0017) είναι μικρότερη από το 0.05 (σε επίπεδο σημαντικότητας 95%). Ως εκ τούτου, μπορεί εύκολα να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων είναι περισσότερο αντιπροσωπευτικό για την τρέχουσα ανάλυση, σε σχέση με το Μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων.

Διακρίνεται η συνάρτηση παλινδρόμησης του μοντέλου Σταθερών Επιδράσεων από τα ανωτέρω, η οποία είναι η εξής:

$$D_{it} = -0,001533 + 0,000263E_{it} + 0,571679D_{i(t-1)} \\ - 0,006719CF_{it} - 0,002544DEBT_{it} + 0,000293GR_{it} - 0,001441INV_{it} \\ + 0,00025SIZE_{it}$$

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να αναφερθεί ότι οι p – value (> 0.05) που αντιστοιχούν στις μεταβλητές των Κερδών( $E_{it}$ ), του χρέους (Debt), της ανάπτυξης (Growth) και του μεγέθους της επιχείρησης (Size), υποδηλώνουν ότι οι συγκεκριμένοι παράγοντες δε συσχετίζονται με τα μερίσματα των επιχειρήσεων για τα έτη 2011 έως 2015. Με άλλα λόγια, σύμφωνα με το μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων παρατηρείται ότι ο μεταβλητές των Κερδών ( $E_{it}$ ), του χρέους (Debt), της ανάπτυξης (Growth) και του μεγέθους της επιχείρησης (Size) δεν είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στην εξήγηση των μερισμάτων των εισηγμένων εταιρειών και δεν αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες στη μερισματική πολιτική αυτών. Αντιθέτως, όπως παρατηρείται στον ανωτέρω Πίνακα Σταθερών Επιδράσεων, η p – value ( $p < 0.05$ ) που αντιστοιχεί στο μέρισμα της προηγούμενης χρήσης (Lagged dividend), οι ταμειακές ροές (CashFlow) και οι επενδύσεις (Investment) είναι οι μεταβλητές, οι οποίες έχουν σημαντική επίδραση στο μέρισμα που οι εταιρείες διανέμουν για τα έτη 2011 έως και το 2015.

Ταυτόχρονα, το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης επηρεάζει θετικά το μέρισμα της εκατοστέ χρήσης ενώ οι ταμειακές ροές και οι επενδύσεις επηρεάζουν αρνητικά το μέρισμα της εκατοστέ χρήσης. Σε αυτό το σημείο, ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού (Adj R – squared = 0,482482) υποδεικνύει ότι το μέρισμα της χρήσης για τα έτη 2011 έως 2015 εξηγείται κατά 48,24% από τους παράγοντες μέρισμα προηγούμενης χρήσης (Lagged dividend), ταμειακές ροές (Cash Flow) και τις επενδύσεις (Investment).

## Συμπεράσματα

Σε αυτήν την ενότητα θα συζητηθούν τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που παρατέθηκε στο θεωρητικό υπόβαθρο της εργασίας .σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα που προέκυψαν μέσα από την χρήση του στατιστικού πακέτου E-views 9. Πιο συγκεκριμένα, στην προηγούμενη ενότητα της εργασίας, έγινε μια ανάλυση λογιστικών μεγεθών, 60 εμποροβιομηχανικών εταιριών. Η εμπειρική αυτή μελέτη επιχείρησε να μελετήσει τη μερισματική πολιτική μέσα από το πρίσμα διαφόρων μεταβλητών. Τα οικονομικά έτη χρήσης που μελετήθηκαν εκτείνονται μεταξύ της περιόδου 2011 και φτάνουν έως το 2015. Οι εταιρείες αυτές κατηγοριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους και απεικονίζονται ανωτέρω<sup>46</sup>. Θεωρήθηκε ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα ενδεικτικό σημείο για τον τρόπο χειρισμού των κερδών από τις ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου στον οποίο ανήκουν.

Αποτελεί σημαίνον γεγονός ότι η φύση του εμποροβιομηχανικού κλάδου χαρακτηρίζεται από έντονη μεταβλητότητα καθώς και το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι εταιρείες. Επίσης, αξίζει μνείας και το γεγονός ότι το χρονικό διάστημα μεταξύ 2011-2015 η χώρα και το οικονομικό συγκείμενο περιήλθαν σε μια φάση αναταράξεων και οικονομικής ύφεσης. Ειδικότερα, το 2015 χαρακτηρίζεται ως μια χρόνια οικονομικής και πολιτικής αστάθειας για τη χώρα καθώς διενεργήθηκαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, επιβλήθηκαν κεφαλαιακοί έλεγχοι (capital controls) τον Ιούνιο του 2015 με αποτέλεσμα αυτή η αστάθεια να έχει αντίκτυπο και στις εισηγμένες επιχειρήσεις καθώς και στην ασκηθείσα μερισματική πολιτική από πλευράς τους.

Το κεντρικό ενδιαφέρον της εργασίας και, συνεπώς, η εξαρτημένη μεταβλητή της εργασίας είναι το μέρισμα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα καθαρά κέρδη, τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης, οι λειτουργικές ταμειακές ροές, το χρέος, το μέγεθος, η ανάπτυξη της εταιρείας και οι επενδύσεις της εταιρείας. Μελετάται η συμπεριφορά των εταιρειών όσον αφορά στη μερισματική τους πολιτική στο πρόσφατο παρελθόν, και που μπορεί να αντιπροσωπεύει το σήμερα.

---

<sup>46</sup> Στο παράρτημα της εργασίας παρατίθεται αναλυτικά ο πίνακας με το δείγμα εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε.

Εν πρώτοις, παρατηρείται, σταθερή μεταβολή των κερδών από έτος σε έτος και σε συχνές περιπτώσεις, εμφάνισης αρνητικών αποτελεσμάτων για ορισμένες από αυτές τις εταιρείες άλλοτε ομαλά και άλλοτε πιο απότομα. Από την ανάλυση των στοιχείων καθώς και από τον τρόπο με τον οποίο έχουν οριστεί οι μεταβλητές του υποδείγματος συνάγεται το συμπέρασμα ότι το μέρισμα που διανέμουν και η μερισματική πολιτική των υπό εξέταση εταιρειών για τα έτη 2011 έως το 2015 εξαρτάται από το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης το οποίο επηρεάζει θετικά το μέρισμα της εκατοστέ χρήσης ενώ οι ταμειακές ροές και οι επενδύσεις επηρεάζουν αρνητικά το μέρισμα της εκατοστέ χρήσης.

Το μέγεθος της επιχείρησης δεν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή και δεν επηρεάζει καθόλου το μέρισμα το οποίο λαμβάνει ο επενδύτης. Έτσι, μεγάλες επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό Ενεργητικού, που στον συγκεκριμένο κλάδο διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, αποδεικνύεται από το οικονομετρικό υπόδειγμα, ότι το μέγεθος τους, δεν επηρεάζει καθόλου το μέρισμα το οποίο διανέμουν. Αυτό ίσως οφείλεται στο γεγονός ότι οι εταιρείες με επιτυχημένη πορεία τείνουν να παρακρατούν κέρδη, ώστε να διατηρούν ρευστότητα σε περιόδους ύφεσης καθώς η εσωτερική χρηματοδότηση είναι λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με την έκδοση μερισμάτων και νέων μετοχών.

Αναφορικά με τη συζήτηση των μεταβλητών, πρώτα, καταγράφεται η επίδραση των προηγούμενων μερισμάτων η οποία έχει αποδειχθεί ότι αποτελεί δείκτη ικανότητας αποπληρωμής των μερισμάτων. Από την εμπειρική ανάλυση διαπιστώθηκε ότι τα μερίσματα προηγούμενων χρήσεων είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή και συμπορεύεται με την έρευνα των Al-Ajmi, & Hussain (2011), η οποία επίσης απέδειξε ότι τα μερίσματα προηγούμενων χρήσεων αποτελούν δείκτη ικανότητας αποπληρωμής των μερισμάτων.

Σχετικά με τη μεταβλητή 'χρέος' μιας εταιρείας, αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι διαδραματίζει σημαίνοντα ρόλο επί των ταμειακών ροών καθώς αυξάνει τη διαθεσιμότητα των μετρητών αλλά και του παθητικού. Οι επιχειρήσεις που προσφεύγουν στη λύση του χρέους για να δημιουργήσουν ταμειακές ροές στέλνουν λάθος μηνύματα. Σύμφωνα με τα ευρήματα της εμπειρικής ανάλυσης, το χρέος δεν παίζει σημαντικό ρόλο στα μερίσματα που οι εταιρείες διανείμουν και δεν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή.

Σύμφωνα με τους Yusniliyana & Suhaiza (2016), οι επιχειρήσεις με υψηλότερα κέρδη είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος, έχουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών που ανήκουν σε μεγάλους μετόχους, απολαμβάνουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και χαμηλό χρέος και τείνουν να πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους. Αναφορικά με τα Καθαρά κέρδη ως ανεξάρτητη μεταβλητή δεν είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή και οι εταιρείες που παρουσιάζουν χαμηλά ή υψηλά κέρδη δεν σημαίνει απαραίτητα ότι θα διανείμουν υψηλά ή χαμηλά μερίσματα αντιστοίχως.

Σε αρκετές έρευνες που έχουν διεξαχθεί, ορίζουν ότι η ανάπτυξη και το μέγεθος της εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητές και συνδέονται με τις ταμειακές ροές οι οποίες επηρεάζουν την μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Παρόλα αυτά τα ευρήματα η συγκεκριμένη μεταβλητή, στην παρούσα εμπειρική ανάλυση, δεν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή και δεν επηρεάζει το διανεμόμενο μέρισμα.

Οι επενδύσεις από την ερευνά που έχει διενεργηθεί αποτελούν στατιστικά σημαντική μεταβλητή και επηρεάζουν το διανεμόμενο μέρισμα αρνητικά. Στο θεωρητικό πλαίσιο που προηγείται σε καμία ανάλυση οι επενδύσεις δεν είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή και δεν επηρεάζουν το διανεμόμενο μέρισμα.

Τέλος, οι λειτουργικές ταμειακές ροές αποτελούν στατιστικά σημαντική μεταβλητή και επηρεάζουν το διανεμόμενο μέρισμα θετικά, άποψη η οποία συμπορεύεται με αρκετές έρευνες που έχουν προηγηθεί. Η παραπάνω άποψη έχει αποδειχθεί σε έρευνες όπως της K. Simons (1994). Ωστόσο τίθεται σε αντίθεση με την έρευνα των Sindhu & AliJinnah (2014). Η απλή παλινδρόμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών και τα αποτελέσματα των μερισμάτων ήταν επίσης ασήμαντη, γεγονός που δείχνει επίσης ότι δεν παρατηρείται σχέση μεταξύ των μεταβλητών.

Η πληροφόρηση που δίδεται μέσω των οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιείται από τους επενδυτές για την αξιολόγηση της εταιρίας. Έτσι εξετάζονται εάν οι διάφορες μεταβλητές επηρεάζουν το ετήσιο διανεμόμενο μέρισμα και σε ποιο βαθμό. Οι μεταβλητές αυτές αναλύονται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και παρέχουν βαρύνουσα πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό η οποία μπορεί να ελκύσει ή/και να απωθήσει μελλοντικές εισροές χρήματος. Ως εκ τούτου, ορίζεται ότι η πολιτική της μερισματικής απόδοσης συνδέεται αναλογικά με τις ορισθείσες μεταβλητές της εργασίας και επηρεάζει, αναλογικά, τις αποφάσεις των επενδυτών.

Αναφορικά με τους περιορισμούς της παρούσης εμπειρικής ανάλυσης οφείλει να τονισθεί το γεγονός ότι κατεβλήθη μια προσπάθεια διαμόρφωσης των μεταβλητών από τις οποίες εξαρτάται η μερισματική πολιτική των εταιρειών. Τα συμπεράσματα λοιπόν αφορούν μόνο στο δείγμα των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε (60 εταιρίες) για την περίοδο 2011 έως και 2015 και, σίγουρα, δεν μπορούν να γενικευθούν για το σύνολο των εταιρειών της ελληνικής επικράτειας.

Επιλογικά, η παρούσα εμπειρική ανάλυση θα μπορούσε να αξιοποιηθεί ώστε τα ενδιαφερόμενα μέρη να κατανοήσουν τη στρατηγική απόδοσης μερισμάτων των εταιρειών και να αντιληφθούν, εις βάθος, τι συνέβη την παρελθούσα πενταετία στην πραγματική οικονομία. Τέλος, προεκτείνοντας την παρούσα εργασία, θα μπορούσε να λάβει χώρα μια συγκριτική μελέτη σχετικά με τις ταμειακές ροές και τη μερισματική πολιτική με βασικό δείγμα τις 60 εταιρείες κατά την προ κρίση περίοδο καθώς θεωρείται ότι θα παρουσίαζε ενδιαφέρον η αποτύπωση των ευρημάτων σε μια περίοδο οικονομικής ευμάρειας της χώρας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Βιβλιογραφικές αναφορές

- Adelegan, O. (2003). An empirical analysis of the relationship between cash flow and dividend changes in Nigeria. *African Development Review*, 15(1), 35-49.
- Al-Ajmi, J. & Hussain, H.A. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), 41-56.
- Al-Malkawi, H.N. (2008). Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International Journal of Business*, 13(2), 177-195.
- Alnawaiseh, M.A.L.I., Alomari, R.M., Al-Rawashdeh F. &alnawaiseh, M.B. (2017). The effect of Free Cash Flow on the Companies' Financial Policies: Evidence from Jordan. *International Journal of Economic Research*, 14(10), 319-327.
- Babbie, E. (2011). Δειγματοληψία. Στο: Κ. Ζαφειρόπουλος (Επιμ.). *Εισαγωγή στην κοινωνική έρευνα*. [Introduction to Social Research] (σσ. 283-347). Αθήνα: Κριτική Α.Ε.
- Baltagi, B.H. (2008). *Econometric analysis of Panel Data* (4<sup>th</sup>ed.). John Wiley & Sons Ltd.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*, 2, 5-8.
- Black, F. & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.
- Botchwey, E.A. (2014). The Impact of Dividend Payment on Share Price of Some Selected Listed Companies on the Ghana Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 4(9), 179-190.
- Bradley, M., Capozza, D.R. & Seguin, P.J. (1998). Dividend policy and Cash Flow uncertainty. *Real Estate Economics*, 26, 555-580.

- Broyles, J.E. (2003). *Financial management and real options*. Chichester, UK: John Wiley & Sons Ltd.
- Collings, S. (2015). Statement of cash flows. In: *Interpretation and application of UK GAAP for accounting periods commencing on or after 1 January 2015* (pp. 351-364). Chichester, UK: John Wiley & Sons Inc.
- Creswell, J.W. (2011). Ανασκόπησηβιβλιογραφίας. Στο: Χ. Τσορμπατζούδης (Επιμ.), *Η έρευνα στην εκπαίδευση. Σχεδιασμός, διεξαγωγή και αξιολόγηση της ποσοτικής και ποιοτικής έρευνας* [Designing, conducting and evaluating quantitative and qualitative research] (σσ. 112-145). Αθήνα: Ίων/Ελλην.
- Charitou, A. (2000). The impact of losses and cash flows on dividends: evidence for Japan. *ABACUS*, 36(2), 198-225.
- Charitou, A. & Vafeas, N. (1998). The association between operating cash flows and dividend changes: An empirical investigation. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 25(1-2), 713-725.
- Charitou, A.G. & Venieris, G. (1990). The need for cash flow reporting: Greek Evidence. *British Accounting Review*, 22, 107-117.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.J. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3).
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., & Jackson, P.R. (2008). *Management Research* (3rd ed.). London: Sage.
- Fama, E.F. & Blacemore H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
- Fama, L. Fisher, L., Jensen, M., Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10, 1-21.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.

- Grant Thornton (2009). *Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς. I.F.R.S. Αναλυτική παρουσίαση (Γ' εκ. Αναθεωρημένη). Τόμος Α'.* Αθήνα: Αυτοέκδοση.
- Hausman, J.A. (1978). Specification tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Hsiao. C. (2007). Panel data analysis-advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- Johnston, M.P. (2014). Secondary data analysis: A method of which the time has come. *Qualitative and Quantitative Methods in Libraries (QQML)*, 3, 619-626.
- Jury, T.D.H. (2012). *Cash Flow Analysis and Forecasting. The definitive guide to understanding and using published cash flow data.* Chichester, UK: John Wiley & Sons, Ltd.
- Kapoor, S. (2009). Impact of Dividend Policy on Shareholders' Value: A Study of Indian Firms. *Unpublished Doctoral Thesis.* Jaypee Institute of Information Technology University.  
 Διαθέσιμο στο:  
[\[http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.723.4928&rep=rep1&type=pdf\]](http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.723.4928&rep=rep1&type=pdf). Προσπελάστηκε στις 14/08/2018.
- Kent. H.B. & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Khan, M.Y. & Jain, P.K. (2004). Financial management. Text, problems and cases. (4<sup>th</sup> ed.). New Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.
- Khan, Y. (2005). *Cash flows as determinants of dividends policy in mature firms: Evidence from FTSE 350 and AIM listed firms. Working paper. pp.1-53.* Διαθέσιμο στο:  
[\[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1365367\]](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1365367). Προσπελάστηκε στις 30/07/2018.
- Kousenidis, D.V., Negakis, C.I., Floropoulos, I.N. (2006). Disclosure requirements and voluntarily reporting of cash flow information in Greece. *Managerial Finance*, 32(8), 685-699.



- Lashgari, Z. & Ahmadi, M. (2014). The Impact of Dividend Policy on Stock Price Volatility in the Tehran Stock Exchange. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 3(10), 273-283.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113. Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association.
- Litzenberger, R.H. & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195.
- Matavire, E.H. M. & Dzama, T. (2013). Preparation of the statement of cash flows in accordance with IAS 7. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 2(7), 110-114.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961) Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34,411-433.
- Moles, P., Parrino, R. & Kidwell, D. (2011). *Corporate Finance. European Edition*. UK:John Wiley & Sons Ltd.
- Mulford W.C.& Comiskey E.E. (2005). *Creative Cash Flow Reporting, Uncovering Sustainable Financial Performance*. Canada: John Willey & Sons, Inc.
- Priya, P.V. & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), 59-69.
- Πρωτοψάλτης, Ν.Γ. (1999). *Καταστάσεις Ταμειακών Ροών - Cash Flows Statements*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης.
- Robinson, J., (2006). Dividends Policy among Publicly Listed Firms in Barbados. *Journal of Eastern Caribbean Studies*, 31, 1-36.

- Salih, A.A. (2010). The Effect of Dividend Policy on Market Value: UK Empirical Study, Durham theses, Durham University. Διαθέσιμο στο: Durham E-Theses [http://etheses.dur.ac.uk/556/].
- Simmons, K. (1994). The Relationship Between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21, 577-587.
- Sindu, M.I. & Ali Jinnah, M. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderator role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16-23.
- Sleezer, C.M., Russ-Eft, D.F. & Gupta, K. (eds) (2014). Strategies for collecting and analyzing data, in *A Practical Guide to Needs Assessment*. Wiley, San Francisco, CA.
- Thompson, C. (1999). If you could just provide me with a sample: examining sampling in qualitative and quantitative research papers. *Evidence-Based Nursing*, 2, 68-70.
- Yusniliyana, Y. & Suhaiza, I. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99.
- Žižlavský, O. (2014). Net Present Value Approach: Method for Economic Assessment of Innovation Projects. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156, 506-512.
- Zulfikar, R. (2014). *Estimation model and selection method of panel data regression: an overview of common effect, fixed effect, and random effect model*. Available at: [https://doi.org/10.31227/osf.io/9qe2b]. Ανακτήθηκε στις 20/12/2018.

## **Θεσμικάκείμενα**

*A.N. ΥΠ. Αρ. 148/1967. Περί μέτρων προς ενίσχυσιν της Κεφαλαιαγοράς. (ΦΕΚ 173/Α').*

*Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Ε.Ε). (2003).Κανονισμός της Επιτροπής για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.*

*Κανονισμός Λειτουργίας Χρηματιστηρίου Αθηνών (2014).Σύμφωνα με το άρθρο 43 του ν. 3606/2007 (ΦΕΚ Α/195/17.8.2007) την από 27.10.2014 απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών και την υπ' αριθμ. 19/697/10-11-2014 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.*

*Λογιστική Οδηγία εφαρμογής του νόμου 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις».*

*N. 4308/2014. Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις. (ΦΕΚ Α' 251/24-11-2014).*

*N. 4172/2013. Φορολογία εισοδήματος, επείγοντα μέτρα εφαρμογής του ν. 4046/2012, του ν. 4093/2012 και του ν. 4127/2013 και άλλες διατάξεις.(ΦΕΚ Α' 167).*

*N. 3556/2007. Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και άλλες διατάξεις. (ΦΕΚ 91/Α/30-4-2007).*

*N.2190/1920. Περί Ανωνύμων Εταιρειών. (ΦΕΚ Α' 37/30.3.1963).*

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

### Κατάλογος του δείγματος εταιρειών

Α.Α	ΕΤΑΙΡΕΙΑ
1.	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ
2.	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.
3.	ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
4.	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.
5.	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.
6.	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε.
7.	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.
8.	ΔΡΟΜΕΑΣ ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.Α.
9.	ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.
10.	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
11.	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
12.	ΕΥΑΘ Α.Ε.
13.	ΕΥΔΑΠ Α.Ε.
14.	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
15.	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
16.	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε.
17.	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.Τ.Ε.Μ.Κ.
18.	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
19.	ΚΛΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
20.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
21.	ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ, Χ. ΑΦΟΙ, Α.Ε.Β.Ε.
22.	ΚΟΡΡΕΣ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ Α.Ε.
23.	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
24.	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Α.Ε.
25.	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
26.	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
27.	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.
28.	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ Α.Ε.
29.	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.

30.	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
31.	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
32.	ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.
33.	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.
34.	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.
35.	ΝΙΚΑΣ, Π. Γ., Α.Β.Ε.Ε.
36.	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
37.	ΟΛΘ Α.Ε.
38.	ΟΤΕ Α.Ε.
39.	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
40.	ΠΕΡΣΕΥΣ Α.Β.Ε.Ε.
41.	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
42.	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.
43.	ΣΙΔΜΑ Α.Ε.
44.	ΣΠΥΡΟΥ ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
45.	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
46.	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ ΕΡΓΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.
47.	ΥΓΕΙΑ Α.Ε.
48.	ΑΤΤΙΣ Α.Ε.
49.	ΑΥΤΟHELLAS (HERTZ) Α.Τ.Ε.Ε.
50.	С.Р.Ι. Α.Ε.
51.	EUROMEDICA Α.Ε.
52.	F.G. EUROPE Α.Ε.
53.	INTRALOT Α.Ε.
54.	JUMBO Α.Ε.
55.	ΜΕVACΟΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
56.	MINERVA Α.Ε.
57.	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
58.	NEXAN HELLAS Α.Β.Ε.
59.	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε..
60.	PC SYSTEMS
61.	PROFILE SYSTEMS & SOFTWARE Α.Ε.
62.	REVOIL Α.Ε.Ε.Π.

