

**Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

**Ποιότητα Κερδών και Μερίσματα Πληρωτέα**

**Του: Σταύρου Σπυρίδων του Αριστείδη**

**Εργασία υποβληθείσα στο**

**Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής**

**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**

**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

**Αθήνα**

**{Αύγουστος, 2017}**

Εγκρίνουμε την εργασία του  
Σταύρου Σπυρίδων του Αριστείδη

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

Παπαδάκη Αφροδίτη

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

Δεμοιράκος Ευθύμιος

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

Γκίκας Δημήτριος

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

.....

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**Σπυρίδων Σταύρου**

.....

## Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη .....	7
Εισαγωγή .....	9

### **ΜΕΡΟΣ 1<sup>ο</sup>**

#### **Κεφάλαιο 1.**

##### **ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΚΕΡΔΩΝ**

Ποιότητα Κερδών .....	17
Δεδουλευμένα .....	18
Διαχείριση Κερδών .....	20

#### **Κεφάλαιο 2**

##### **ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ**

Συγκρούσεις Συμφερόντων .....	23
Αποτελεσματική Αγορά .....	25

#### **Κεφάλαιο 3**

##### **ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ**

Διανομή Κερδών .....	27
Αγορά Ιδίων Μετοχών .....	27
Μερισματική Πολιτική .....	29
Υποθέσεις Διανομής Μερισμάτων συναρτήσει της Ποιότητας των κερδών .....	31

#### **Κεφάλαιο 4**

##### **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ – ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Οικονομική Κρίση .....	33
------------------------	----

Φορολογία Διανεμόμενων Μερισμάτων .....	34
---	----

## **ΜΕΡΟΣ 2ο**

Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας και Ανάπτυξη Υπόθεσης.....	35
---	----

## **ΜΕΡΟΣ 3ο**

Δεδομένα και Επιλογή Δείγματος.....	49
Σχεδιασμός Έρευνας .....	50
Μεταβλητές Ανάλυσης .....	55

## **ΜΕΡΟΣ 4ο**

### **ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ**

Αποτελέσματα 2005-2015 για όλες τις εισηγμένες πλην Τραπεζικού Κλάδου.....	57
Περιγραφική Στατιστική .....	57
Συσχετισμοί Μεταβλητών .....	59
Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων .....	63
Εναλλακτική Διερεύνηση με Τράπεζες 2005-2007 .....	71
Περιγραφική Στατιστική .....	71
Συσχετισμοί Μεταβλητών .....	73
Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων .....	75

## **ΜΕΡΟΣ 5ο**

Συμπεράσματα .....	77
--------------------	----

**ΜΕΡΟΣ 6ο**

Βιβλιογραφία .....81

## Περίληψη

Αντικείμενο της εργασίας αυτής είναι το πώς η Ποιότητα των κερδών και οι ζημιές από τις λειτουργικές δραστηριότητες των εταιρειών επηρεάζουν τα Μερισίματα που καταβάλουν οι εταιρείες, και την αντίστοιχη θεωρία.

Στην εργασία αυτή εξετάζονται ως προς την Ποιότητα των Κερδών τους και τα Μερισίματα που διένειμαν οι εισηγμένες στο ΧΑ Ελληνικές εταιρείες, κατά την χρονική περίοδο 2005 έως και 2015, με εξαίρεση τον Κλάδο των Τραπεζών, λόγω της εντεινόμενης ιδιαιτερότητας του Κλάδου αυτού μετά την ένταξή τους στον Ν. 3723/2008, συνέπεια του οποίου μεταξύ άλλων ήταν και η μη διανομή Μερισμάτος από την πλειοψηφία αυτών των εταιρειών, από το 2008 και έπειτα.

Επιπλέον εξετάστηκαν όλες οι Ελληνικές Εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες για την περίοδο 2005-2007, έτη που βάσει του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου, όλες οι εταιρείες μπορούσαν να διανείμουν τα Κέρδη τους μέσω Μερισμάτων,.

Στην όλη έρευνα λαμβάνεται υπόψη η Οικονομική Κρίση που από το 2009 επηρεάζει την Ελλάδα.

Εξετάζονται οι βασικές Υποθέσεις της διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με την σχέση μεταξύ των καταβαλλόμενων Μερισμάτων με την Πολιτική Διανομής Κερδών των εταιρειών, η Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών και η Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά.

Με βάση την **Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών**, η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται θετικά με τα Μερισίματα. Η θετική αυτή συσχέτιση ενισχύεται για τις εταιρείες, που γενικά πραγματοποιούν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας, όταν πραγματοποιούν ζημιές, οι οποίες εκτιμώνται ως παροδικές λόγω της Ανθεκτικότητας των Κερδών τους.

Με βάση την **Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά**, η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται αρνητικά με τα Μερισίματα. Η αρνητική αυτή συσχέτιση ενισχύεται για τις εταιρείες, που γενικά πραγματοποιούν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας, όταν πραγματοποιούν ζημιές, λόγω της διαφάνειας στην λειτουργία τους, βάσει της οποίας, η αιτιολόγηση αυτών των ζημιών γίνεται με άμεσο τρόπο, όπως ενδεικτικά μια

Δημοσιοποίηση, χωρίς να χρησιμοποιούνται έμμεσοι τρόποι, όπως τα Μερισίματα ως Σήμα στην Αγορά.

Με βάση τις ανωτέρω Υποθέσεις επιλέχθηκαν για διερεύνηση της συσχέτισης των Κερδών με τα Μερισίματα, οι Ελληνικές εταιρείες που είναι Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, από την χρονική περίοδο 2005, πριν την Οικονομική Κρίση, μέχρι και το 2015, περίοδος μετά την έναρξη της Κρίσης το 2009. Εστιάζεται το ενδιαφέρον σε αυτές τις εταιρείες, λόγω του γεγονότος ότι η Ελλάδα είναι η μόνη πλέον χώρα που εξακολουθεί να μαστίζεται από την Κρίση, με συνέπειες στο επιχειρηματικό και ευρύτερο Κοινωνικό περιβάλλον, υπό Καθεστώς Μνημονίων και αυστηρών φορολογικών συνεπειών, που σαφέστατα επηρεάζουν την λειτουργία και την ρευστότητα των επιχειρήσεων. Σημαντικός επίσης παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι αποτελέσματα ερευνών διεθνούς κύρους, για χρονική περίοδο πριν την υπό εξέταση στην συγκεκριμένη εργασία, βάσει των οποίων οι Ελληνικές εταιρείες ήταν στις πρώτες θέσεις αυτών που είχαν ερευνηθεί, στην Διαχείριση (Χειραγώγηση) Κερδών, άρα στις τελευταίες σε ότι αφορά στην Ποιότητα των Κερδών τους.

Σε ότι αφορά τις Ελληνικές Εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες, με βάση τα συμπεράσματα αυτής της εργασίας, οι εταιρείες πλην του Κλάδου των Τραπεζών φαίνεται να ακολουθούν την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, αν και η επίδραση των ζημιών στα Κέρδη, δεν έχει το αποτέλεσμα της Βασικής Υπόθεσης, αφού δεν ενισχύει την συσχέτιση Ποιοτικών Κερδών – Μερισμάτων, θέτοντας έναν προβληματισμό σε ότι αφορά στα Κέρδη αυτά.

Σε ότι αφορά όλες τις Ελληνικές Εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες, με βάση τα συμπεράσματα αυτής της εργασίας, για το διάστημα 2005 – 2007, ακολουθούσαν την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, αν και στην περίπτωση αυτή, οι ζημιές δεν είχαν την επίδραση της βασικής Υπόθεσης, αφού επίσης δεν ενισχύουν την αρνητική συσχέτιση Ποιοτικών Κερδών Μερισμάτων, θέτοντας εκ νέου τον ως άνω προβληματισμό.

**Λέξεις Κλειδιά:**

**Ποιότητα Κερδών, Μερισίματα, Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, Οικονομική Κρίση.**



## Εισαγωγή

**Η Ποιότητα των Κερδών (Earnings Quality)** αποτελεί έννοια που ενσωματώθηκε στην Διεθνή Βιβλιογραφία όταν διαπιστώθηκε ότι πολλές εταιρείες προέβαιναν σε **Παραποίηση των Οικονομικών Καταστάσεων** τους, είτε μειώνοντας τα κέρδη τους για φορολογικούς σκοπούς, είτε αυξάνοντάς τα, για εμφάνιση καλύτερης εικόνας στην Αγορά, για σκοπούς χρηματοδότησης, είτε μέσω της αυξημένης ζήτησης των μετοχών τους από Επενδυτές, είτε μέσω του Τραπεζικού Δανεισμού. Η Ποιότητα ωστόσο των Κερδών, είναι όρος ο οποίος ενσωματώνει την πραγματοποίηση κερδών που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας και χαρακτηρίζονται από **Ανθεκτικότητα**.

Η παραποίηση των Οικονομικών Καταστάσεων, αποτέλεσμα της **Δημιουργικής Λογιστικής**, εισήγαγε και την έννοια της **Διαχείρισης ή αλλιώς, της Χειραγώγησης των Κερδών**, η οποία πραγματοποιείται κυρίως μέσω των **Δεδουλευμένων (accruals)**, που εγγράφονται λογιστικά, από τα Διευθυντικά Στελέχη, σε όσους λογαριασμούς μπορεί να γίνει ο καταμερισμός των αποτελεσμάτων που επιθυμούν να καταλογίσουν. Τα accruals, είναι εκείνες οι Λογιστικές εγγραφές τακτοποίησης, που βάσει των Λογιστικών Αρχών της Αυτοτέλειας των Χρήσεων και της Συνέχισης της Δραστηριότητας της Οικονομικής Μονάδας, οι οποίες αποτελούν βασικές Λογιστικές Αρχές για την Αρχή των Δεδουλευμένων, που τα υιοθετεί, αντιμετωπίζει το πρόβλημα του χρονισμού και αντιστοίχισης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Τα Accruals χωρίζονται σε **Διακριτικά (discretionary)**, αυτά δηλαδή που μπορούν να καταλογιστούν βάσει της διακριτικής ευχέρειας της Διοίκησης και σε **Μη Διακριτικά (nondiscretionary)**, δηλαδή που ο καταλογισμός τους δεν υπόκειται στην διακριτική ευχέρεια της Διοίκησης,

Ωστόσο, ενώ τα nondiscretionary accruals επιβάλλονται από τα **Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ)** και δεν υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρείας, δεν συμβαίνει το ίδιο για τα discretionary accruals, τα οποία υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια των Διευθυντικών Στελεχών, τα οποία, στις περιπτώσεις που γίνεται Διαχείριση Κερδών, υιοθετούν κατά περίπτωση διάφορες λογιστικές πρακτικές και εγγραφές, παραβιάζοντας το πνεύμα των Λογιστικών Κανόνων, αν και όχι το γράμμα αυτών και τελικά αλλοιώνουν τα Οικονομικά Αποτελέσματα σύμφωνα με τους σκοπούς που επιδιώκουν.

Συνέπεια των ανωτέρω παρατηρήσεων, είναι να εκπονηθούν διάφορες μελέτες, οι οποίες συνδέουν την Ποιότητα των Κερδών των εταιρειών με το ποσοστό των accruals και ιδιαίτερα των discretionary accruals, σύμφωνα με τις οποίες, η χρήση των accruals συμβάλλει αφενός μεν ουσιαστικά στην ορθότητα των Οικονομικών Καταστάσεων, λόγω της επίλυσης του προβλήματος του χρονισμού και αντιστοίχισης των μελλοντικών Ταμειακών Ροών και του ορθού καταλογισμού των αποτελεσμάτων που αφορούν την χρήση, αφετέρου δε, τα υψηλότερα accruals (και ιδιαίτερα τα nondiscretionary accruals) σημαίνουν υψηλότερο ποσοστό λαθών είτε εσκεμμένων είτε όχι, τα οποία μειώνουν την Ποιότητα των Κερδών, **Healy (1985), De Angelo (1986), Jones (1991)**.

Σε ότι αφορά την Ελληνική πραγματικότητα, που είναι και το αντικείμενο αυτής της εργασίας υπάρχουν μελέτες διεθνούς κύρους, όπως των **Bhattacharya et al. (2003), Leuz et al. (2003)**, βάσει των οποίων διαπιστώθηκε ότι οι Ελληνικές εταιρείες ήταν στις πρώτες θέσεις μεταξύ των χωρών του δείγματος που λήφθηκαν υπόψη, σε ότι αφορά την Χειραγώγηση των Κερδών τους, άρα στις τελευταίες σε ότι αφορά στην Ποιότητα των Κερδών τους. Ο καθοριστικός Παράγοντας που συνέβαλε σε αυτό το αποτέλεσμα είναι η ανεπάρκεια του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου προστασίας των επενδυτών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της ανωτέρω διαπίστωσης, το Σκάνδαλο του Χρηματιστηρίου του 1999.

Για τους σκοπούς της εργασίας αυτής λήφθηκε υπόψη η Ποιότητα των Κερδών των Ελληνικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, από το έτος 2005 έως και 2015, εξαιρουμένου του Κλάδου των Τραπεζών, καθώς μετά την ένταξή τους στον Ν.3723/2008 ενισχύθηκε περαιτέρω η ιδιαιτερότητα του Κλάδου αυτού, με συνέπεια η πλειοψηφία των Ελληνικών Τραπεζών να μην διανείμει Μερισμάτα από το 2008.

Ως εναλλακτική προσέγγιση, βάσει των ανωτέρω, ερευνήθηκαν όλες οι Ελληνικές Εισηγμένες από το 2005 έως και το 2007, χρονική περίοδος που το ισχύον Θεσμικό πλαίσιο προέβλεπε την με ίσους όρους διανομή των Κερδών μέσω Μερισμάτων.

Η Ποιότητα των Κερδών υπολογίστηκε με βάση τα Μοντέλα: i. των **Kothari et al (2005)**, και ii) των Ανθεκτικών Κερδών με βάση τις μελέτες των **Dechow and Dichev (2002)** και **Skinner and Soltes (2011)**.

**Τα Μερισίματα (Dividends)** που διανέμουν οι εταιρείες στο πλαίσιο της **Μερισματικής Πολιτικής** που ακολουθούν, αφορούν το μέρος των κερδών που δεν θα χρησιμοποιηθεί για επενδύσεις και αφενός μεν επηρεάζει, αλλά και επηρεάζεται σημαντικά, από τον ρυθμό **Ανάπτυξης** της εταιρείας, αφετέρου δε, συμβάλει στο να περάσει το μήνυμα στους Επενδυτές για μελλοντικά κέρδη που ενσωματώνει, μέσω των Ταμειακών Ροών που θα εισρεύσουν σε αυτή, από την Ανάπτυξή της, η οποία με την σειρά της οδηγεί σε τακτικές διανομές μελλοντικών κερδών, μέσω των Μερισμάτων, αλλά και μέσω της επακόλουθης αυξημένης απόδοσης των μετοχών της, στην Χρηματιστηριακή Αγορά.

Η **Πολιτική Διανομής Κερδών** που ακολουθούν οι εταιρείες μπορεί να πάρει την μορφή **Διανομής Μερισματος** αλλά και αυτήν της **Αγοράς Ιδίων Μετοχών**. Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο αποτελεί το στοιχείο της **Τακτικότητας και Σταθερότητας**, το οποίο, σε ότι αφορά την διανομή Μερισματος αποτελεί ιδιαίτερο χαρακτηριστικό, σε ότι αφορά ωστόσο την αγορά Ιδίων Μετοχών, δεν έχει μόνιμο χαρακτήρα. Και οι δύο Πολιτικές ωστόσο, ωφελούν την αξία των μετοχών της εταιρείας, αν και βάσει ερευνών, η διανομή Μερισματος έχει μεγαλύτερη δυναμική στην αύξηση των τιμών των μετοχών, κυρίως λόγω του προαναφερόμενου χαρακτηριστικού, της Τακτικότητας και Σταθερότητας.

Το ποσοστό του Μερισματος που θα διανεμηθεί, αποτελεί σημαντική απόφαση, που λαμβάνεται με βάση κριτήρια όπως, την **επίπτωση** που θα υπάρξει **στην Αγορά** για τις Μετοχές της εταιρείας, τον **ρυθμό ανάπτυξης** της εταιρείας, αφού αυτός συνδέεται με την πραγματοποίηση επενδύσεων, άρα ανάγκης ρευστών διαθέσιμων με υψηλότερες μελλοντικές αποδόσεις στην συνέχεια, την **διαχρονική εξομάλυνση** των διανεμόμενων Μερισμάτων, αφού η Αγορά δεν εκλαμβάνει θετικά τις απότομες διακυμάνσεις, την **κατηγορία των Επενδυτών** στους οποίους απευθύνεται η κάθε εταιρεία, το **Σήμα στην Αγορά** που τα Διευθυντικά Στελέχη επιθυμούν να δώσουν, για την διαμόρφωση προσδοκίας μελλοντικών προοπτικών της εταιρείας, αλλά και την **Ποιότητα των Κερδών** που οι Διευθυντές των εταιρειών γνωρίζουν ότι ενσωματώνεται στα Οικονομικά Αποτελέσματα των εταιρειών.

Η Πολιτική Διανομής των Κερδών των εταιρειών αποτελεί σημαντικό εργαλείο στα χέρια της Διοίκησής της προκειμένου να επιτύχει το κατάλληλο **μείγμα εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοδότησης**, για την λειτουργία αλλά και την ανάπτυξή της

εταιρείας. Και ενώ τα κέρδη που δεν διανέμονται, είναι αυτά που άμεσα χρηματοδοτούν την εταιρεία εκ των έσω, αυτά που τελικά διανέμονται, είναι αυτά που την χρηματοδοτούν εμμέσως, ως εξωτερική χρηματοδότηση. Ο τρόπος με τον οποίο θα διανεμηθούν, παίζει μεγάλο ρόλο στην μορφή και τους όρους που θα λάβει εξωτερική χρηματοδότηση μια εταιρεία. Η **Σταθερή Μερισματική Πολιτική** πείθει με πολύ ισχυρές ενδείξεις τόσο τους μετόχους για τις προοπτικές της εταιρείας, - άρα εξασφαλίζεται η χρηματοδότηση μέσω της Χρηματιστηριακής Αγοράς, λόγω της αυξημένης ζήτησης αυτών των μετοχών και της αύξησης της αξίας τους, - αλλά και τις Τράπεζες για την υψηλή Φερεγγυότητα αυτών των εταιρειών, κάτι που οδηγεί στην **μείωση του κινδύνου αθέτησης**, επομένως και χορήγηση δανείων με ευνοϊκούς πιστοληπτικούς όρους.

Ωστόσο στο επιχειρηματικό περιβάλλον διαπιστώνεται εκτός των άλλων αβεβαιότητα, αλλά και **ελλιπής πληροφόρηση**, κάτι που οδηγεί σε συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών. Η πρακτική της διαχείρισης των κερδών των εταιρειών ενισχύει την αβεβαιότητα και τις συγκρούσεις συμφερόντων.

Στην σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ Διευθυντών και Μετόχων διακρίνεται το πρόβλημα της **Αντιπροσώπευσης** λόγω της **Ασύμμετρης Πληροφόρησης** που υφίσταται μεταξύ των δύο μερών, αφού οι Διευθυντές γνωρίζουν πολύ καλύτερα το περιβάλλον της επιχείρησης, άρα και το πραγματικό Ύψος και την Ποιότητα των Αποτελεσμάτων. Όταν δε, προσπαθώντας να υπηρετήσουν κυρίως τα δικά τους συμφέροντα, σε βαθμό που να συγκρούονται με τα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της, προβαίνουν σε τακτικές παραποίησης των Οικονομικών Αποτελεσμάτων, ή/και σε Στρατηγικό Σχεδιασμό τέτοιο, που οδηγεί μεταξύ άλλων, σε υιοθέτηση Πολιτικής Διανομής Κερδών, ζημιώνουν τελικά την εταιρεία.

Στην προσπάθεια που γίνεται από τις εταιρείες να αντιμετωπίσουν κατά το δυνατό, το πρόβλημα της Αντιπροσώπευσης, συνάπτονται τέτοιες **Συμβάσεις** με τους Διευθυντές, που να αμβλύνουν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, όπως για παράδειγμα η αμοιβή Διευθυντικών Στελεχών, μέσω των **stock options**, αλλά και η **απόσυρση των πλεοναζόντων ταμειακών ροών** μέσω της **Αγοράς Ιδίων Μετοχών** και της **Διανομής Μερισματος**.

Καθοριστικός παράγοντας στην λήψη αποφάσεων Διανομής Κερδών είναι η Ποιότητα των Κερδών που ενσωματώνουν οι Οικονομικές Καταστάσεις. Με βάση

την Ποιότητα των κερδών και την Πολιτική Διανομής Μερισμάτων έχουν υιοθετηθεί δύο βασικές Υποθέσεις:

1. **Η Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών**, σύμφωνα με την οποία, οι Μερισματικές αποφάσεις λαμβάνονται με βάση τα Ανθεκτικά Κέρδη του παρελθόντος και του παρόντος, ενώ οι Διευθυντές δεν αυξάνουν το ποσό του Μερισματος, εκτός εάν πιστεύουν ότι μπορούν να το διατηρήσουν στο μέλλον, **Lintner (1956)**. Με την δέσμευση που αναλαμβάνουν οι Διοικήσεις των εταιρειών να καταβάλουν Μέρισμα, πείθουν τους Επενδυτές για την Ποιότητα των Κερδών, η οποία οδηγεί στην διατήρησή τους στο μέλλον. Συνεπώς υπάρχει θετική συσχέτιση στην συνάρτηση Ποιότητας Κερδών με Μερισματα.
2. **Η Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά**, βασίζεται στο μήνυμα που επιθυμούν να περάσουν στην Αγορά οι Διοικήσεις των εταιρειών, σχετικά με τις προσδοκίες τους για την επίτευξη μελλοντικών κερδών, καθώς σύμφωνα και με τα Μοντέλα των **Bhattacharya (1979)**, **John and Williams (1985)** και **Miller and Rock (1985)**, γνωρίζουν περισσότερο από τους Μετόχους την πραγματική Οικονομική Κατάσταση και τις δυνατότητες της εταιρείας που διοικούν και χρησιμοποιούν τα Μερισματα για να περάσουν αυτά τα μηνύματα στην Αγορά. Ωστόσο, εφόσον οι εταιρείες που πραγματοποιούν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας χαρακτηρίζονται από Διαφάνεια σε ότι αφορά την δυνατότητα των Επενδυτών να πληροφορηθούν για τα Οικονομικά τους Αποτελέσματα, δεν χρειάζεται η χρήση Μερισμάτων για να περάσει το μήνυμα της Ποιότητας των Κερδών τους. Επομένως με βάση την Υπόθεση του Σήματος, η συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων είναι αρνητική.

Περαιτέρω για τους σκοπούς αυτή της εργασίας λαμβάνονται υπόψη και οι ζημιές από λειτουργικές δραστηριότητες στην συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων. Ενώ σε γενικές γραμμές η πραγματοποίηση ζημιών δεν οδηγεί προφανώς σε διανομή ανύπαρκτων Κερδών, άρα και Μερισματος, οι εταιρείες που από την γενικότερη λειτουργία τους διαχρονικά, πραγματοποιούν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας, είναι πιθανό να πραγματοποιούν πρόσκαιρες ζημιές, **DeAngelo et al, (1992)**. Γι αυτό αναμένεται σε τέτοιες εταιρείες ακόμα και όταν

πραγματοποιούν ζημιές πρόσκαιρου χαρακτήρα, να εξακολουθούν να διανέμουν Μέρισμα, με βάση την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών.

Με βάση ωστόσο την Υπόθεση του Σήματος, η διαφάνεια στην λειτουργία εταιρειών με Κέρδη Υψηλής Ποιότητας δεν καθιστά αναγκαία την Σήμανση στην Αγορά μέσω των Μερισμάτων, παρά την πραγματοποίηση ζημιών.

Με βάση τις υποθέσεις αυτές η παρούσα εργασία, εξετάζει εάν η Μερισματική Πολιτική που εφάρμοσαν οι Ελληνικές Εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες, για την χρονική περίοδο 2005-2015, βασίζεται στην Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών ή της Σήμανσης στην Αγορά, λαμβανομένης υπόψη και της ευρείας σε Δημοσιονομικά Μεγέθη και Χρονική Διάρκεια **Οικονομικής Κρίσης** που μαστίζει την χώρα μας από το 2009 και που συνεχίζεται ακόμη.

Η Οικονομική Κρίση που στην Ελλάδα συνεχίζεται ακόμη με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στο ευρύτερο Κοινωνικό και Οικονομικό περιβάλλον, όπου μεταξύ άλλων η σημαντική έλλειψη ρευστότητας, αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα τόσο στην διανομή των λίγων ρευστών διαθέσιμων, αλλά και στην επίτευξη Κερδών συνεπεία του περιορισμού της Κατανάλωσης και της δυνατότητας εύρεσης Κεφαλαίων για Παραγωγή και Ανάπτυξη, περιορίζει σημαντικά την δυνατότητα εκτίμησης μελλοντικών δεδομένων και καλλιέργειας προσδοκιών. Αναπόφευκτα λοιπόν, η Πολιτική διανομής των Κερδών των Ελληνικών Επιχειρήσεων χρίζει ειδικού ενδιαφέροντος και ιδιαίτερης προσέγγισης. Η εργασία αυτή προσπαθεί να προσεγγίσει υπό αυτό το πρίσμα την Ελληνική Επιχειρηματική πραγματικότητα, βασιζόμενη στις προαναφερθείσες βασικές Υποθέσεις.

Προκειμένου να επιτευχθεί η καλύτερη δυνατή ερμηνεία των αποτελεσμάτων αυτής της έρευνας, λαμβάνονται υπόψη, χωρίς μεροληπτική προσέγγιση, οι προαναφερθείσες έρευνες των **Bhattacharya et al. (2003)**, και **Leuz et al. (2003)**.

Με βάση τα αποτελέσματα της 1<sup>ης</sup> Εμπειρικής Διερεύνησης, προκύπτει ότι οι Ελληνικές Εισηγμένες εταιρείες, πλην του Κλάδου των Τραπεζών, από το 2005 έως το 2015 φαίνεται να ακολουθούν την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, αφού η συσχέτιση Ποιοτικών Κερδών και Μερισμάτων είναι θετική, ωστόσο η

επίδραση των ζημιών δεν έχει το αποτέλεσμα της Βασικής Υπόθεσης αφού δεν ενισχύουν την θετική συσχέτιση Μερισμάτων – Ποιότητας Κερδών.

Με βάση τα αποτελέσματα της 2<sup>ης</sup> Εμπειρικής Διερεύνησης προκύπτει ότι όλες οι Ελληνικές Εισηγμένες εταιρείες, για το διάστημα 2005 – 2007, ακολουθούσαν την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, αφού η συσχέτιση Ποιοτικών Κερδών και Μερισμάτων είναι αρνητική, αν και σε αυτήν την περίπτωση, οι ζημιές δεν είχαν την επίδραση της βασικής Υπόθεσης, αφού δεν ενισχύουν την αρνητική συσχέτιση Μερισμάτων Ποιότητας Κερδών.

Με βάση την δομή της εργασίας:

Στο **1<sup>ο</sup> Μέρος** αναπτύσσεται όλη η **Θεωρία** που καλύπτει το αντικείμενο της έρευνας,

στο **2<sup>ο</sup> Μέρος** γίνεται αναφορά σε **προηγούμενες έρευνες και μελέτες** πάνω στις οποίες στηρίχθηκε η συγκεκριμένη μελέτη,

στο **3<sup>ο</sup> Μέρος** αναλύονται τα **Δεδομένα**, η **Επιλογή του Δείγματος** και ο **Σχεδιασμός της Έρευνας**,

στο **4<sup>ο</sup> Μέρος** παρουσιάζονται τα **Αποτελέσματα της Έρευνας**,

στο **5<sup>ο</sup> Μέρος** αναλύονται τα **Συμπεράσματα** βάσει των αποτελεσμάτων και τέλος

στο **6<sup>ο</sup> Μέρος** παρατίθεται η **Σχετική Βιβλιογραφία** που λήφθηκε υπόψη.





## ΜΕΡΟΣ 1<sup>ο</sup>

### Κεφάλαιο 1

#### ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΚΕΡΔΩΝ

##### Ποιότητα Κερδών:

Η έννοια της Ποιότητας των Κερδών, ενώ είναι μια έννοια που χρησιμοποιείται ευρύτατα πλέον διεθνώς, αφού εισήχθη ως όρος στην Διεθνή Βιβλιογραφία σχετικά πρόσφατα, δεν έχει αποτυπωθεί για αυτήν ένας συγκεκριμένος ορισμός μέχρι σήμερα. Θα μπορούσε ωστόσο να περιγραφεί ως **τα Κέρδη που προκύπτουν από την ορθή εφαρμογή των Γενικά Παραδεκτών Λογιστικών Αρχών, τόσο στο γράμμα όσο και στο πνεύμα τους, τα οποία αποτυπώνουν αντικειμενικά και χωρίς Προκατάληψη, τα Ετήσια Οικονομικά Αποτελέσματα της επιχείρησης, όπως προκύπτουν από τις λειτουργικές της δραστηριότητες, των οποίων οι εκτιμήσεις βάσει των οποίων διαμορφώθηκαν, επαληθεύονται από τις Μελλοντικές Ταμειακές Ροές, υπό κανονικές συνθήκες λειτουργίας του ευρύτερου Οικονομικού Περιβάλλοντος.**

Αναλύοντας τον ως άνω Ορισμό, γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι βασικό στοιχείο που συνθέτει μια Ποιοτική αποτύπωση του Οικονομικού Αποτελέσματος είναι η ορθότητα της εφαρμογής των Λογιστικών Αρχών που έχουν γίνει Διεθνώς παραδεκτές και ορίζονται με σαφήνεια από την Λογιστική Επιστήμη. Τα ΔΛΠ έχουν σε πολύ μεγάλο βαθμό οριοθετήσει τις Λογιστικές Πρακτικές που πρέπει να ακολουθούνται για την ορθή εφαρμογή των Λογιστικών Αρχών, ωστόσο για το μέρος εκείνο που δεν υπάρχει μια περιοριστική Λογιστική Πρακτική (π.χ. discretionary accruals), θα πρέπει να ακολουθείται και το πνεύμα των Λογιστικών Αρχών, πέρα από την όποια σκοπιμότητα.

Επίσης, θα πρέπει με την χρήση κατάλληλα τεκμηριωμένων και αντικειμενικών παραδοχών, να επιμερίζονται ανά λογιστική χρήση οι αποτελεσματικοί λογαριασμοί, μέσω της χρήσης δεδουλευμένων (accruals), προκειμένου τα ετήσια Οικονομικά Αποτελέσματα να αποτυπώνουν ακριβοδίκαιο το Οικονομικό Αποτέλεσμα και μάλιστα με τέτοια πληρότητα παρουσίασης, που να είναι εύκολα αντιληπτό το μέρος των αποτελεσμάτων που οφείλεται στην Παραγωγική Δραστηριότητα της εταιρείας, βάσει του σκοπού λειτουργίας της, έναντι αυτού που οφείλεται σε λοιπές

δραστηριότητες έκτακτου χαρακτήρα, καθώς Ποιοτικά είναι εκείνα τα κέρδη που επαναλαμβάνονται ανά έτος, έχοντας μια σχετική σταθερότητα, βάσει της οποίας μπορεί να γίνει εκτίμηση των μελλοντικών Ταμειακών Ροών της εταιρείας.

Συνέπεια των προηγούμενων είναι, η επαλήθευση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, κάτω από κανονικές συνθήκες λειτουργίας του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος.

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση μπορούμε να πούμε ότι θεωρούνται Ποιοτικά, τα Κέρδη που σχηματίζονται λαμβανομένων υπόψη, της Αρχής της Συντηρητικότητας, τον σχηματισμό τους από την παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης, την Ανθεκτικότητα και Σταθερότητά τους στο μέλλον, άρα και την δυνατότητα πρόβλεψής τους λόγω αυτών των παραγόντων, αλλά και του υψηλού βαθμού συσχέτισής τους με τις Ταμειακές Ροές, τις τρέχουσες και των παρελθόντων ετών, με τις οποίες επαληθεύονται οι μελλοντικές.

Η Ανθεκτικότητα των Κερδών αποτελεί καθοριστικό χαρακτηριστικό στο οποίο επικεντρώνονται τόσο οι Ακαδημαϊκοί, όσο και οι Επενδυτές και τα Διευθυντικά Στελέχη των εταιρειών, για τον χαρακτηρισμό των Κερδών ως Ποιοτικών, καθώς η Ανθεκτικότητα είναι το χαρακτηριστικό που αμβλύνει την αβεβαιότητα που πλανάται στο επιχειρηματικό περιβάλλον και μειώνει το πρόβλημα της Αντιπροσώπευσης μεταξύ Μετόχων – Διευθυντών λόγω της Ασύμμετρης Πληροφόρησης, που εκ της θέσεώς τους υφίσταται.

Η χρήση ωστόσο των λογαριασμών των discretionary accruals, τα οποία δύνανται βάσει ΔΛΠ να κάνουν χρήση τα Διευθυντικά Στελέχη των εταιρειών, λόγω του υψηλού βαθμού υποκειμενικότητας που περιέχουν, κάνει εφικτή την Διαχείριση των Κερδών των Εταιρειών, η οποία μειώνει με βάση το ύψος των discretionary accruals που ενσωματώνουν οι Οικονομικές Καταστάσεις, την Ποιότητα των Κερδών που δημοσιεύονται με αυτές.

#### **Αεδουλεμμένα:**

Με τον νόμο 3301/2004 εισήχθη στην Ελλάδα Ευρωπαϊκός Κανονισμός 1606/2002, που εφαρμόστηκε από 1/1/2005 σε όλες τις Ελληνικές Εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες,

με τον οποίο οι Οικονομικές τους Καταστάσεις (Ισολογισμός, Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων, Κατάσταση Ταμειακών Ροών), συντάχθηκαν με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ).

Τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), όπως ονομάζονται από το 2002 και έπειτα, προβλέπουν μεταξύ άλλων, την δημοσιοποίηση των Οικονομικών Καταστάσεων με βάση την Αρχή των Δεδουλευμένων, την χρήση δηλαδή λογαριασμών, με τους οποίους αναγνωρίζονται οι επιπτώσεις των συναλλαγών και γεγονότων της εταιρείας, τα οποία συμπεριλαμβάνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της στο χρόνο που προκύπτουν και όχι στο χρόνο που διακανονίζονται ταμειακά. Η δε Κατάσταση Ταμειακών Ροών περιλαμβάνει μόνο την πραγματοποίηση των συναλλαγών, δηλαδή συντάσσεται σε ταμειακή βάση. Έτσι, τα Κέρδη των Οικονομικών Καταστάσεων περιλαμβάνουν τις Ταμειακές Ροές και τους λογαριασμούς που εγγράφονται στα Λογιστικά Βιβλία με βάση την Αρχή των Δεδουλευμένων, τα δεδουλευμένα όπως ονομάζονται κοινώς (accruals).

Οι λογαριασμοί αυτοί, οι οποίοι ενσωματώνουν στις Οικονομικές Καταστάσεις μιας συγκεκριμένης χρήσης, τις οικονομικές επιπτώσεις συναλλαγών της επιχείρησης, οι οποίες μπορεί να πραγματοποιούνται ταμειακά εντός μιας άλλης χρήσης, ωστόσο το λογιστικό τους αποτέλεσμα επηρεάζει την παρούσα. Έτσι για παράδειγμα τα έξοδα επιβαρύνουν τα αποτελέσματα της χρήσης για την οποία δημιουργήθηκαν τα σχετικά έσοδα που τα δημιούργησαν (συσχέτιση εξόδων με τα Έσοδα), αναγνώριση του εσόδου με την πραγματοποίηση της πώλησης και όχι με την είσπραξη, η οποία μπορεί να γίνει εντός της επόμενης χρήσης (αναγνώριση των Εσόδων). Έτσι τα θέματα χρονισμού και αντιστοίχισης μεταξύ των αποτελεσμάτων και των Ταμειακών Ροών που υφίστανται κατά την λειτουργία της επιχείρησης αντιμετωπίζονται μέσω των Accruals, τα οποία συμβάλουν καθοριστικά στην διαμόρφωση των ορθών αποτελεσμάτων της εταιρείας μετρώντας την πραγματική απόδοσή της.

Ωστόσο, η δυνατότητα των Διευθυντικών Στελεχών των εταιρειών να κάνουν χρήση διαφορετικών λογιστικών μεθόδων και αρχών, κινούμενοι στο γράμμα, άλλα όχι στο πνεύμα αυτών, με σκοπό να αλλοιώσουν τις Οικονομικές Καταστάσεις ανάλογα με τον σκοπό που επιδιώκουν κάθε φορά, οδήγησε σε αμφισβήτηση την αρχική πρόθεση των ΔΛΠ, στο να συμβάλουν δηλαδή τα accruals στην αναβάθμιση της Αξιοπιστίας και Ορθότητας σε ότι αφορά στα Αποτελέσματα των Οικονομικών Καταστάσεων. Με

βάση την διακριτική ευχέρεια της Διοίκησης να κάνει χρήση των Accruals, χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

Τα Accruals που διαμορφώνουν τα Αποτελέσματα στις Οικονομικές Καταστάσεις, από την λειτουργία της επιχείρησης, στο πλαίσιο της υιοθέτησης των ΔΛΠ, των οποίων η λογιστική απεικόνιση δεν υπόκειται στην διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης, ονομάζονται μη διακριτικά (nondiscretionary).

Τα Accruals που υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης, τόσο η χρήση τους όσο και η μέθοδος επιμέτρησής τους (π.χ. αλλαγή της λογιστικής μεθόδου αποτίμησης των αποθεμάτων, ή του υπολογισμού των αποσβέσεων) και τα οποία ενσωματώνουν σε μεγάλο βαθμό Υποκειμενικές εκτιμήσεις των Διευθυντικών Στελεχών που τα χρησιμοποιούν, ονομάζονται διακριτικά (discretionary accruals).

Ο βαθμός υποκειμενικότητας που περιέχουν τα discretionary accruals συμβάλει καθοριστικά στην αυξημένη πιθανότητα λάθους εκτίμησης εσκεμμένης ή μη, **Dechow and Dichev (2002)**. Συνεπώς η ευρεία χρήση των discretionary accruals συμβάλει καθοριστικά στην πρακτική της Διαχείρισης των κερδών των εταιρειών, η οποία συσχετίζεται αρνητικά με την Ποιότητα των Κερδών της εταιρείας, **Healy (1985), De Angelo (1986), Jones (1991)**.

### Διαχείριση Κερδών:

Το φαινόμενο της δημιουργικής λογιστικής το οποίο έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις παγκοσμίως και έχει οδηγήσει σε καταστροφή τεράστιες επιχειρήσεις και ομίλους επιχειρήσεων, με επακόλουθες συνέπειες την απώλεια επενδύσεων ανθρώπων που επένδυσαν σε αυτές, απώλεια εργασίας ανθρώπων που εργάζονταν σε αυτές, αστικές και ποινικές ευθύνες εμπλεκομένων μερών, Διευθυντικών Στελεχών, Ορκωτών Ελεγκτών, κλονισμό της αξιοπιστίας, Ελεγκτικών Εταιρειών, Χρηματοπιστωτικών Οίκων, Επιχειρήσεων Παγκόσμιας εμβέλειας, αλλά και ευρύτερες Κοινωνικές και Οικονομικές Συνέπειες, λόγω του κλονισμού της εμπιστοσύνης της Αγοράς.

Με βάση τον **Μπαραλέξη (2004)** δημιουργική λογιστική είναι η παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων, σύμφωνα με την Κρίση της εταιρείας έτσι που αφενός μεν, δεν παραβιάζονται οι λογιστικοί κανόνες και τα πρότυπα, αφετέρου δε, αποκλίνουν από το πνεύμα και την ουσία τους, ανάλογα με το συμφέρον της επιχείρησης και όχι όπως θα έπρεπε να είναι.

Ο βαθμός διάδοσης της Δημιουργικής Λογιστικής συνδέεται στενά με το Δίκαιο κάθε χώρας, η αυστηρότητα του οποίου, με το συνολικό κόστος που συνεπάγεται αυτή, λειτουργεί αντιστρόφως ανάλογα, με την πρόθεση των Διοικήσεων των εταιρειών να προβούν σε παραποίηση των Οικονομικών τους Καταστάσεων, αλλά και σε θετική συσχέτιση με την θέσπιση λεπτομερών λογιστικών κανόνων που αποτρέπουν την δυνητική ευχέρεια των Διοικήσεων να προβούν σε υποκειμενικές εκτιμήσεις. Η Ελλάδα δυστυχώς αποτελεί παράδειγμα χώρας που το Δίκαιο προστασίας των επενδυτών είναι τόσο χαλαρό που η Δημιουργική λογιστική έχει πάρει μεγάλες διαστάσεις όπως έχει φανεί και σε εμπειρικές μελέτες διεθνούς κύρους, Bhattacharya et al. (2003), Leuz et al. (2003), αλλά και στην πράξη, αν ληφθεί υπόψη μεταξύ άλλων, τουλάχιστον το σκάνδαλο του Χρηματιστηρίου του 1999.

Εκ των συνιστωσών της Δημιουργικής Λογιστικής, είναι η Διαχείριση (ή Χειραγώγηση) Κερδών, εξαιτίας της στόχευσης της Διοίκησης στα Κέρδη, προκειμένου κριθεί η αποτελεσματικότητά της από τα ενδιαφερόμενα μέρη (Επενδυτές, Οίκους Αξιολόγησης, Πιστωτικά ιδρύματα, Κράτος κλπ) και να επηρεάσει με αυτόν τον τρόπο την προσδοκία που ενσωματώνουν οι μετοχές της εταιρείας, επηρεάζοντας την αξία της.

Σύμφωνα με τον **Schipper (1989)**, Διαχείριση Κερδών είναι η ηθελημένη παρέμβαση της Διοίκησης, να διαμορφώσει τα Κέρδη της εταιρείας έτσι, που να ικανοποιούν τους σκοπούς της, ενώ οι **Healy and Wahlen (1999)**, την ορίζουν ως την παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων, σύμφωνα με την κρίση της Διοίκησης, έτσι ώστε να παραπλανούν για τα πραγματικά αποτελέσματα, χωρίς ωστόσο να παραβιάζονται οι Λογιστικοί Κανόνες.

Η διαφορά μεταξύ της Διαχείρισης Κερδών και Λογιστικής Απάτης, είναι ότι με την πρώτη δεν παραβιάζεται το γράμμα του νόμου σε ότι αφορά τα Λογιστικά Πρότυπα που εφαρμόζονται, αλλά το πνεύμα του καθώς επιλέγονται Λογιστικές Πρακτικές που είναι στην Διακριτική Ευχέρεια των Διοικήσεων, (π.χ. Μέθοδος Αποτίησης Αποθεμάτων), ανάλογα με το σκοπό που έχουν, ενώ με την δεύτερη παραβιάζονται τα Λογιστικά Πρότυπα.

Η Διαχείριση Κερδών μπορεί να ομαδοποιηθεί σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Αυτή που οφείλεται σε λογιστικές μεθόδους, οι οποίες χωρίζονται περαιτέρω, σε μεθόδους που ακολουθούν τις Λογιστικές Αρχές και σε μεθόδους που τις παραβιάζουν και αυτή που

βασίζεται σε πραγματικά γεγονότα, οι οποίες επηρεάζουν τα αποτελέσματα από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, όπως τις πωλήσεις της τρέχουσας χρήσης σε επόμενη, ή και το ανάποδο.

Η πιο συνηθισμένη μορφή Διαχείρισης Κερδών, είναι η εξομάλυνσή τους, η οποία στοχεύει στην παρουσίαση μιας σταδιακής αύξησης των Κερδών της εταιρείας, χωρίς διακυμάνσεις. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί όταν τα κέρδη που πραγματοποιούνται είναι αρκετά μεγάλα που να επιτρέπουν στην Διοίκηση να δημιουργεί Αποθεματικά, τα οποία χρησιμοποιούνται σε επόμενες χρήσεις, όταν τα Κέρδη είναι μειωμένα. Ο λόγος για την εφαρμογή αυτής της πρακτικής είναι ότι η Αγορά εκλαμβάνει αρνητικά τις μεγάλες διακυμάνσεις των κερδών με συνέπειες στην τιμή των μετοχών της εταιρείας.

Η δεύτερη μορφή είναι η Λογιστική “Big Bath”, η οποία εφαρμόζεται όταν η εταιρεία βρίσκεται σε ύφεση και αλλάζει η Διοίκησή της. Στην περίπτωση αυτή λογίζονται μεγαλύτερες αποσβέσεις στην χρήση για την οποία υπεύθυνη είναι η προηγούμενη Διοίκηση, προκειμένου να παρουσιαστούν μικρότερα αποτελέσματα, ενώ στην συνέχεια προχωρά σε αύξηση των αποτελεσμάτων.

Μερικοί τρόποι Διαχείρισης Κερδών είναι, η αλλαγή Λογιστικών Αρχών, η απαλλαγή από ζημιογόνες θυγατρικές, η πρόωρη αποπληρωμή χρεών, η πώληση και επανεκμίσθωση, η χρήση Παραγώγων, η χρήση δεδουλευμένων κλπ.

Η Χειραγώγηση Κερδών λαμβάνει μεγαλύτερη έκταση σε Περιόδους Κρίσης, καθώς σε αυτές τις περιόδους οι Επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη σημασία στα αποτελέσματα της κάθε επιχείρησης, επομένως οι Διευθυντές επικεντρώνονται περισσότερο από την περίοδο της Ανάπτυξης, στα αποτελέσματα που πραγματοποιεί η επιχείρηση που διευθύνουν. Αντιθέτως σε περιόδους Ανάπτυξης, που τα αποτελέσματα των εταιρειών συσχετίζονται με την Αγορά, οι Επενδυτές επικεντρώνονται περισσότερο στις αναφορές των άλλων επιχειρήσεων και επομένως οι Διευθυντές δεν έχουν ιδιαίτερους λόγους να προβούν σε Διαχείριση Κερδών.

Οι δύο τρόποι με τους οποίους εκτιμάται η Ποιότητα των Κερδών είναι η μελέτη της κατανομής των κερδών και η μελέτη των δεδουλευμένων.

## Κεφάλαιο 2

### ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

#### Συγκρούσεις Συμφερόντων

Οι εταιρείες σε όλη την διάρκεια του κύκλου λειτουργίας τους, συνάπτουν διάφορες τυπικές και άτυπες Συμβάσεις με τα εμπλεκόμενα με αυτές Μέρη, με την μορφή εντολέα εντολοδόχου, λόγω της εξειδίκευσης της εργασίας που το κάθε μέρος μπορεί να προσφέρει. Τέτοιες συμβάσεις είναι μεταξύ της εταιρείας και των Μετόχων, των Διευθυντών, των Πιστωτών, των Εργαζομένων, των Προμηθευτών, των Πελατών, του Κράτους κλπ.

Στην Σύμβαση Αντιπροσώπευσης που συνάπτει η εταιρεία με τους Διευθυντές, εντολέας είναι ο Μέτοχος και εντολοδόχος ο Διευθυντής, αφού ο τελευταίος εντέλλεται βάσει των ειδικών του γνώσεων να εκπροσωπήσει και υπηρετήσει με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα της εταιρείας, στην προκειμένη περίπτωση των Μετόχων.

Η αβεβαιότητα ωστόσο του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και η ελλιπής πληροφόρηση μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, οδηγεί σε συγκρούσεις συμφερόντων.

Η σχέση αντιπροσώπευσης όπως έχει προκύψει από την συναφθείσα σύμβαση μεταξύ Μετόχων και Διευθυντών, οδηγεί αναπόφευκτα σε συγκρούσεις συμφερόντων, κυρίως λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ τους, αφού οι Διευθυντές διαθέτουν εκ της θέσεώς τους καλύτερη πληροφόρηση. Έτσι προκειμένου πολλές φορές να εξυπηρετήσουν καλύτερα τα δικά τους συμφέροντα, μπορεί μέσω της πληροφόρησης που παρέχουν, αλλά και των επιχειρηματικών πλάνων που θα παρουσιάσουν, να οδηγήσουν τις εταιρείες σε λήψη αποφάσεων, όπως αυτή της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθηθεί, οι οποίες ενδέχεται είτε να προάγουν τα συμφέροντα της εταιρείας είτε να καταστούν επιζήμιες.

Ένα παράδειγμα της επίπτωσης που μπορεί να υπάρξει για την εταιρεία από την ληφθείσα απόφαση σχετικά με την διανομή μερίσματος, είναι μια ανακοίνωση απροσδόκητης αύξησης των μερισμάτων που θα διανεμηθούν, η οποία συνήθως

οδηγεί σε υψηλότερη τιμή, την μετοχή της εταιρείας. Μια τέτοια πολιτική ενδέχεται να μην οδηγεί απαραίτητα προς το συμφέρον των μετόχων, αφού μπορεί να οφείλεται ακόμη και σε ύπαρξη αδιάθετων μετρητών που λόγω έλλειψης επενδυτικών επιλογών, μπορεί να οδηγήσει τελικά σε μικρά περιθώρια ανάπτυξης την εταιρεία. Συνεπώς η μερισματική πολιτική επιδρά στον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας.

Από την ανωτέρω σχέση ανακύπτουν θέματα όπως, ο **ηθικός κίνδυνος** που μπορεί να υποστεί ο εντολέας σε περιπτώσεις που ο εντολοδόχος ενεργεί έτσι που να ζημιώνεται ο εντολέας, ή η **δυσμενής επιλογή** στις περιπτώσεις που ο εντολοδόχος δεν είναι αρκετά ικανός για να προάγει τα συμφέροντα της εταιρείας. Το πρόβλημα που δημιουργείται συνολικά από τέτοιες περιπτώσεις ονομάζεται Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης και οι εταιρείες προσπαθούν μέσω της σύναψης κατάλληλων συμβάσεων να το αντιμετωπίσουν, καθώς δεσμεύουν τον εντολοδόχο στο να εκπροσωπεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα του εντολέα, αφού οι συμβάσεις αυτές τις περισσότερες περιπτώσεις σχεδιάζονται έτσι που να συνδέουν τα συμφέροντα των δύο μερών, παρέχοντας το κατάλληλο κίνητρο στον εντολοδόχο.

Ενδεικτικά παραδείγματα του προβλήματος αντιπροσώπευσης μεταξύ Μετόχων και Διευθυντών είναι, η λιγότερη προσπάθεια που καταβάλλεται από τους Διευθυντές όταν η αμοιβή τους είναι σταθερή, η αποφυγή ριψοκίνδυνων επενδυτικών έργων ακόμη και θετικής Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ), η αποφυγή μακροπρόθεσμων έργων που δεν συνδέονται με την αμοιβή τους, η χρησιμοποίηση Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών που δεν αποδίδονται στους Μετόχους ή τους Πιστωτές, οι οποίες μπορεί να χρησιμοποιηθούν από τους Διευθυντές ακόμη και σε επενδυτικά έργα αρνητικής ΚΠΑ, για να καλύψουν ζημιές από λανθασμένες αποφάσεις πολλές φορές.

Ο σχεδιασμός των συμβάσεων με τους Διευθυντές προκειμένου να αμβλυνθούν κατά το δυνατό τα προβλήματα αντιπροσώπευσης περιλαμβάνουν ενδεικτικά, αμοιβές με βάση την αποδοτικότητα της εταιρείας, οι οποίες συνίστανται από μετοχές της εταιρείας, ή δικαιώματα επί αυτών (stock options), κίνητρο που συνδέει το επιπλέον εισόδημα του Διευθυντή, με την απόδοση της εταιρείας και την επακόλουθη αύξηση της τιμής των μετοχών της,

Μεταξύ των τρόπων αντιμετώπισης του κόστους αντιπροσώπευσης μετόχων διευθυντών, είναι και η απόσυρση των πλεοναζόντων ταμειακών ροών μέσω της Αγοράς Ιδίων Μετοχών και της διανομής μερίσματος.



### Αποτελεσματική Αγορά

Αποτελεσματική είναι εκείνη η αγορά που αντικατοπτρίζει πλήρως όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. Συνεπώς σε μια αποτελεσματική αγορά η δημόσια και ιδιωτική πληροφόρηση κυκλοφορεί ταχύτατα και ενσωματώνεται άμεσα στις τιμές των μετοχών, επομένως η αντίδραση των Επενδυτών είναι άμεση, επομένως δεν υπάρχει η δυνατότητα να επιτευχθούν κέρδη υπέρ του κανονικού αφού δεν δύναται κάποιος να επωφεληθεί έναντι των άλλων σε τέτοιο βαθμό που να του επιτρέπει να πετύχει τέτοια υπέρ το κανονικό οφέλη.

Σε μια Αποτελεσματική Αγορά η τιμή των μετοχών των εταιρειών, δεν θα έπρεπε να επηρεάζεται από τον τρόπο χρηματοδότησής τους και την Μερισματική Πολιτική που εφαρμόζουν. Οι Επενδυτές θα ήταν αδιάφοροι για το εάν η εταιρεία μοιράσει Μέρισμα ή προβεί σε Επενδύσεις οι οποίες θα αυξήσουν την αξία της εταιρείας. Ωστόσο η Μερισματική Πολιτική επηρεάζει σημαντικά την τιμή των μετοχών των εταιρειών, αφού οι Επενδυτές έχουν προτίμηση σε εταιρείες που διανείμουν Μέρισμα.

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς έχει πλέον κριθεί ως απολύτως ανεδαφική από πολλούς, εξαιτίας των Οικονομικών Κρίσεων, με σημαντικότερη εξ αυτών την Κρίση που ξέσπασε Παγκοσμίως το 2008. Ο λόγος είναι ότι τόσο οι Επενδυτές όσο και οι Εποπτικές Αρχές, κάτω από την επήρεια της Υπόθεσης ότι οι τιμές των μετοχών ενσωμάτωναν όλες τις δημόσιες και ιδιωτικές πληροφορίες, σε συνδυασμό με την ευφορία που επικρατούσε πριν την Κρίση λόγω της Ανάπτυξης των προηγούμενων ετών, δεν εντόπισαν τις εταιρείες των οποίων οι μετοχές ήταν υπερεκτιμημένες.

Βάσει των ανωτέρω, συμπεραίνεται ότι Αγορές χαρακτηρίζονται από αποτελεσματικότητα ημι-ισχυρής μορφής, δηλαδή οι μετοχές που διακινούνται ενσωματώνουν την δημόσια πληροφόρηση μόνο, όπως μια δημόσια ανακοίνωση για αύξηση του διανεμόμενου Μερισματος.



## **Κεφάλαιο 3**

### **ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ**

#### **Διανομή Κερδών**

Στο πλαίσιο της γενικότερης Στρατηγικής που εφαρμόζουν οι εταιρείες, λαμβάνουν αποφάσεις μεταξύ άλλων και σε ότι αφορά τον τρόπο που θα εκμεταλλευτούν τα κέρδη τους, προς την κατεύθυνση της Παραγωγής και Ανάπτυξης, μέσω των Επενδυτικών Έργων που θα πραγματοποιήσουν, προς την άμβλυνση των Συγκρούσεων Συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, με τον κατάλληλο σχεδιασμό Συμβάσεων που να δίνουν οικονομικά κίνητρα στους εντολοδόχους προκειμένου να καταβάλουν την μέγιστη δυνατή προσπάθεια για την επίτευξη των στόχων τους, αλλά και προς την κατεύθυνση της διανομής των κερδών που δεν παρακρατούνται, προς τους Μετόχους.

Η Πολιτική Διανομής των Κερδών που ακολουθεί η κάθε εταιρεία επιδρά στην προοπτική και στον ρυθμό Ανάπτυξης της και ως επακόλουθο στην τιμή των μετοχών της, καθώς η Αγορές χαρακτηρίζονται ως Αποτελεσματικές στην ημι-ισχυρή μορφή τους.

Η διανομή των κερδών των εταιρειών μπορεί να πάρει την μορφή της Αγοράς Ιδίων Μετοχών και την μορφή της Διανομής Μερισματος.

#### **Αγορά Ιδίων Μετοχών:**

Οι εταιρείες μπορεί να ακολουθήσουν την τακτική της αγοράς ιδίων μετοχών, η οποία έχει ως συνέπεια την αύξηση της τιμής των μετοχών τους, αν και όχι στον ίδιο βαθμό με τις συνέπειες που επιφέρει στην τιμή των μετοχών η Διανομή Μερισματος. Μάλιστα οι συνέπειες αυτές επέρχονται με την ανακοίνωση της πρόθεσης, ενώ σε περίπτωση μη υλοποίησης του προγράμματος οι Επενδυτές δεν το εκλαμβάνουν ως αρνητικό σήμα λόγω του ότι δεν έχουν μόνιμο χαρακτήρα, όπως τα Μερισματα.

Στην Ελλάδα η εταιρείες έχουν δικαίωμα να προβούν σε Αγορά Ιδίων Μετοχών μέχρι το 10% του Μετοχικού τους κεφαλαίου συμπεριλαμβανομένων των ήδη αγορασθέντων μετοχών. Η διάρκεια αυτών των προγραμμάτων είναι μέχρι 24 μήνες,

μετά το 2007. Η εταιρεία έχει υποχρέωση εντός τριών ετών από την αγορά, είτε να πουλήσει τις μετοχές είτε να τις διαγράψει, είτε να τις διανείμει στο προσωπικό. Η τελευταία τακτική δεν υιοθετείται σε ευρεία κλίμακα στην Ελλάδα. Οι μετοχές αυτές δεν έχουν δικαίωμα ψήφου.

Η Αγορά των μετοχών της εταιρείας μπορεί να γίνει είτε με Δημόσια Προσφορά σε καθορισμένη τιμή, είτε σε Δημοπρασία όπου επιλέγεται ο αριθμός και η ελάχιστη τιμή με βάση ένα εύρος τιμών, είτε μέσω αγοράς από Ιδιώτες με διαπραγμάτευση εκμεταλλεζόμενη την ανάγκη ρευστότητας των τελευταίων, είτε μέσω του Χρηματιστηρίου στην τιμή που έχουν οι μετοχές την στιγμή της απόφασης.

Υπάρχουν διάφορες θεωρίες για την αγορά ιδίων μετοχών:

Ως σήμα στην Αγορά η οποία λειτουργεί στην ημι-ισχυρή μορφή της και άρα οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται θετικά σε ένα τέτοιο πρόγραμμα, που σηματοδοτεί προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας που δεν έχουν γίνει αντιληπτές από τους Επενδυτές, είτε ότι οι μετοχές της εταιρείας είναι υποτιμημένες. Οι προαναφερόμενοι λόγοι ωστόσο δεν τεκμηριώνονται επαρκώς, αφού στην πράξη μετά την πραγματοποίηση αυτών των προγραμμάτων ούτε τα κέρδη των εταιρειών αυξάνονται, σε κάποιες περιπτώσεις μειώνονται, ούτε στις περισσότερες περιπτώσεις τα προγράμματα αυτά ολοκληρώνονται.

Άλλοι λόγοι είναι, ο περιορισμός των διαθέσιμων προκειμένου οι Διευθυντές να εργαστούν πιο αποτελεσματικά για την εξεύρεση κερδοφόρων επενδύσεων, η αποφυγή φορολογίας Μερισμάτων σε χώρες που ο φορολογικός Συντελεστής των Μερισμάτων είναι υψηλότερος από αυτόν των κερδών από πωλήσεις μετοχών, η μείωση των ρευστών διαθέσιμων όταν υπάρχει έλλειψη επενδυτικών ευκαιριών, αλλά και η συγκυριακή χειραγώγηση των μετοχών της εταιρείας λόγω έλλειψης επαρκώς αποτελεσματικού θεσμικού πλαισίου.

Ειδικά για την τελευταία περίπτωση η τακτική που ακολουθούν πολλές εταιρείες να πωλούν τις μετοχές και όχι να τις ακυρώνουν και μάλιστα όταν τις πωλούν παράλληλα με την αγορά τους, λαμβανομένης υπόψη και της μη υλοποίησης τελικά του ανακοινωθέντος προγράμματος, φαίνεται ότι η συγκυριακή χειραγώγηση ευσταθεί ως θεωρία. Ειδικά στις περιπτώσεις όπου τελικά με την τακτική αυτή

επιτυγχάνεται η υπερτίμηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας, η πώλησή τους είναι ασυγκρίτως πιο συμφέρουσα από την διαγραφή τους.

### **Μερισματική Πολιτική**

Η Μερισματική Πολιτική καθορίζεται από την ίδια την εταιρεία κάθε φορά βάσει των στόχων της, ωστόσο υπάρχουν και στοιχεία κοινά για όλες τις εταιρείες.

Σε γενικές γραμμές οι εταιρείες προτιμούν να διατηρούν τα διανεμόμενα Μερισίματα σχετικά σταθερά κάθε έτος, αφού η υψηλή διακύμανση των Μερισμάτων δεν λαμβάνεται ως θετικό σήμα από την Αγορά. Έτσι, οι αποφάσεις που παίρνουν οι εταιρείες για τα μερίσματα που θα διανεμηθούν, δεν ακολουθούν συνήθως την μεταβλητότητα των κερδών, που συνήθως επικρατεί στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η τυχόν ύπαρξη σημαντικά υψηλότερων διαθέσιμων σε κάποιες χρήσεις δεν καθορίζει και το ποσοστό αύξησης του μερίσματος που θα διανεμηθεί.

Η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες των οποίων ο μέσος όρος των κερδών αυξάνεται διαχρονικά, χαρακτηρίζεται από διαχρονική εξομάλυνση, με σταθερό ετήσιο ρυθμό, των διανεμόμενων μερισμάτων. Οι εταιρείες γενικά δεν προσαρμόζουν ανά χρήση τα διανεμόμενα μερίσματα βάσει παροδικών αυξήσεων των κερδών τους, αλλά στηρίζονται κυρίως σε διατηρήσιμα κέρδη ακολουθώντας μια ομαλή προσαρμογή των μερισμάτων που διανέμουν ανά έτος. Επομένως τα μερίσματα μεταβάλλονται λιγότερο σε σχέση με τα κέρδη. Τα κέρδη της τρέχουσας αλλά παρελθόντων χρήσεων επιδρούν στο ύψος του διανεμόμενου μερίσματος, με μεγαλύτερη την επιρροή των πρόσφατων, έναντι παλαιότερων κερδών, λαμβανομένης υπόψη και της εφαρμογής ή μη συντηρητικής πολιτικής από τις εταιρείες.

Παρατηρείται ότι οι εταιρείες που έχουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, συνήθως νέες επιχειρήσεις ή/και επιχειρήσεις ανεπτυγμένων χωρών, ακολουθούν μερισματική πολιτική τέτοια, που ο δείκτης των διανεμόμενων μερισμάτων προς τα πραγματοποιηθέντα κέρδη, κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα, προκειμένου να υπάρχει διαθεσιμότητα κεφαλαίων, για την πραγματοποίηση επενδύσεων, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Σε αντίθεση, εταιρείες με μικρό ρυθμό ανάπτυξης, οι οποίες συνήθως είναι ώριμες εταιρείες με υψηλά διαθέσιμα ή/και

εταιρείες αναπτυσσόμενων χωρών, την διαθέσιμη ρευστότητά τους δεν την αξιοποιούν σε επενδύσεις, αλλά την διανέμουν ως μέρισμα.

Οι αποφάσεις που λαμβάνουν οι εταιρείες για το Μέρισμα που θα διανείμουν, λαμβάνονται με κριτήριο την μη ανάκλησή τους στο μέλλον.

Επίσης, οι αποφάσεις των εταιρειών για το ύψος των διανεμόμενων μερισμάτων επηρεάζονται σημαντικά και από την κατηγορία των επενδυτών στην οποία απευθύνονται. Για παράδειγμα εταιρείες των οποίων οι μετοχές κατέχονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές και ασφαλιστικά ταμεία διανέμουν μεγάλα μερίσματα, αφού οι εν λόγω κατηγορίες επενδυτών εκ του θεσμικού τους περιβάλλοντος ενδιαφέρονται κυρίως για υψηλές μερισματοποδόσεις.

Σε συνέχεια των ανωτέρω, κάποιες χώρες όπως στις ΗΠΑ που φορολογείται το εισόδημα από τα Μερίσματα και από τα κέρδη από την πώληση μετοχών και ο συντελεστής φορολόγησης των Μερισμάτων είναι μεγαλύτερος από αυτόν των κερδών από την πώληση μετοχών, οι Επενδυτές που λόγω υψηλού Εισοδήματος φορολογούνται με υψηλό συντελεστή προτιμούν εταιρείες που διανέμουν χαμηλά Μερίσματα ή και καθόλου, σε αντίθεση με Επενδυτές που φορολογούνται με χαμηλό φορολογικό συντελεστή που προτιμούν εταιρείες που διανέμουν μεγάλα Μερίσματα.

Σε ότι αφορά την Στρατηγική των εταιρειών για την αντιμετώπιση του προβλήματος Αντιπροσώπευσης, η διανομή Μερίσματος αποτελεί εργαλείο για τον περιορισμό των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών που έχουν στην διάθεσή τους οι Διευθυντές, προκειμένου να μην χρησιμοποιούνται σε Επενδύσεις αρνητικής ΚΠΑ, αλλά μέσω των περιορισμένων Ταμειακών Ροών που μπορούν να διαχειριστούν, να προβαίνουν σε Επενδύσεις θετικής ΚΠΑ που προάγουν τα συμφέροντα των Μετόχων.

Τέλος, τα μερίσματα χρησιμοποιούνται και ως σήμα στην αγορά για την αξία της εταιρείας. Έτσι μια ανακοίνωση αύξησης του διανεμόμενου μερίσματος μεταφέρει μια θετική εικόνα για τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας και την προσδοκία αύξησης των κερδών της, άρα και των αποδόσεων των μετοχών της, με αποτέλεσμα την αύξηση της τιμής της μετοχής της. Αντιθέτως μια μείωση του διανεμόμενου μερίσματος εκλαμβάνεται από την αγορά ως αρνητικό σήμα, με αποτέλεσμα την υποχώρηση της αξίας των μετοχών της εταιρείας.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα προηγούμενα γίνεται αντιληπτό ότι σημαντικός παράγοντας για την εφαρμογή Μερισματικής Πολιτικής από την εταιρεία, είναι η Ποιότητα των κερδών που επιτυγχάνει. Η έννοια της ποιότητας των κερδών, που εισήχθη ως όρος προκειμένου να επισημάνει και να αναδείξει τα πραγματικά και διατηρήσιμα κέρδη των εταιρειών, εξαιτίας του φαινομένου της παραποίησης με την χρήση διαφόρων μεθόδων των Οικονομικών Καταστάσεων των εταιρειών, έχει γίνει αντικείμενο πολλών μελετών για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επιχειρηματική τακτική που ακολουθούν. Σε ότι αφορά δε, την Μερισματική Πολιτική που θα ακολουθηθεί, είναι ζωτικής σημασίας για την επιχείρηση, αφού οι αποφάσεις της εταιρείας την δεσμεύουν αφού όπως έχει αναπτυχθεί ήδη, η διανομή μερίσματος διακρίνεται από τακτικότητα και σχετική σταθερότητα, αφού δεν αλλάζει εύκολα και δεν επηρεάζεται από συγκυριακά σκαμπανεβάσματα των ετήσιων αποτελεσμάτων. Επομένως τα ποιοτικά κέρδη είναι αυτά που μπορούν να δώσουν στην εταιρεία την πραγματική Οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται, προκειμένου να δεσμευτεί σε βραχυχρόνιο, αλλά και μακροχρόνιο ορίζοντα, για το μέρος των κερδών που δύναται να διανείμει. Μια απόφαση διανομής υψηλών μερισμάτων που δεν στηρίζονται σε Ποιοτικά, άρα διατηρήσιμα κέρδη, μπορεί να αποβεί καταστροφική τόσο για την ανάπτυξη, όσο και για την ίδια την επιβίωση της εταιρείας.

Ωστόσο, τόσο σε διεθνές επίπεδο, όσο και στην Ελληνική πραγματικότητα, ο αριθμός των εταιρειών που αποδίδουν Μέρισμα έχει μειωθεί σε σχέση με αυτές που προβαίνουν στην αγορά ιδίων μετοχών.

#### **Υποθέσεις Διανομής Μερισμάτων συναρτήσει της Ποιότητας των κερδών**

Λαμβάνοντας υπόψη μελέτες που έχουν εκπονηθεί διεθνώς, βγαίνει το συμπέρασμα, ότι οι εταιρείες λαμβάνουν τις αποφάσεις τους σχετικά με την Μερισματική Πολιτική που θα υιοθετήσουν, βάσει της Ποιότητας των κερδών τους.

Με βάση την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά οι Διευθυντές που αναμένουν αύξηση των κερδών στο μέλλον, χρησιμοποιούν τα Μερίσματα για να μεταφέρουν αυτήν την πληροφορία. Οι εταιρείες ωστόσο των οποίων τα Κέρδη είναι Υψηλής Ποιότητας δεν χρησιμοποιούν συνήθως τα Μερίσματα για να μεταφέρουν τις πληροφορίες, καθώς διαθέτουν υψηλής ποιότητας ανάλυση και γι αυτό προτιμούν την

άμεση οδό της δημοσιοποίησης, σε αντίθεση με τις εταιρείες με Κέρδη που δεν χαρακτηρίζονται Υψηλής Ποιότητας.

Από την άλλη η Μερισματική Πολιτική των εταιρειών βασίζεται σε τρέχοντα και παρελθόντα κέρδη, τα οποία χαρακτηρίζονται Ανθεκτικά, αντί για να προβαίνουν σε προβλέψεις κερδών. Οι εταιρείες που διανέμουν Μέρσματα διαθέτουν ανθεκτικότερες Ταμειακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ενώ αυτές που προβαίνουν στην αγορά Ιδίων Μετοχών έχουν περισσότερες προσωρινές Ταμειακές ροές από μη λειτουργικές δραστηριότητες.

- Έτσι, η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται θετικά με τα Μέρσματα με βάση της Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, ενώ με βάση την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται αρνητικά με τα Μέρσματα.

Ως γενικότερη τακτική η διανομή μερισμάτων μειώνεται όταν πραγματοποιούνται ζημιές από τις εταιρείες. Με βάση ωστόσο την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, οι εταιρείες με Υψηλής Ποιότητας Κέρδη είναι συνεπείς με τις τακτικές πληρωμές Μερισμάτων ακόμα και όταν πραγματοποιούν περιστασιακά ζημιές, καθώς αυτές χαρακτηρίζονται προσωρινές και για τον λόγο αυτό δεν αλλάζουν την Μερισματική Πολιτική τους.

Με βάση την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, οι ζημιές που πραγματοποιούν οι εταιρείες με υψηλής Ποιότητας Κέρδη είναι πιθανότερο να εξηγηθούν μέσω της δημοσιοποίησης αντί για την διανομή Μερίσματος.

Έτσι τίθενται δύο επιπλέον Υποθέσεις σχετικά με την επιρροή που ασκούν οι λειτουργικές ζημιές, στην σχέση Μερισμάτων Πληρωτέων και Ποιότητας Κερδών.

- Η θετική συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων είναι ισχυρότερη για τις εταιρείες με Υψηλής Ποιότητας Κέρδη, όταν δημοσιοποιούν ζημιές, με βάση την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών. Με βάση την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά στις αντίστοιχες εταιρείες, η αρνητική συσχέτιση μεταξύ της Ποιότητας Κερδών και των Μερισμάτων είναι ισχυρότερη όταν δημοσιοποιούν ζημιές.



## Κεφάλαιο 4

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ – ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

#### **Οικονομική Κρίση:**

Οικονομική Κρίση υπάρχει όταν σε μια οικονομία μειώνεται αισθητά η οικονομική δραστηριότητα για μεγάλο χρονικό διάστημα και αποτελεί χαρακτηριστικό γνώρισμα του Καπιταλιστικού Συστήματος κατά περιόδους, καθώς στην Παγκόσμια Ιστορία, μετά την μεγάλη Κρίση του 1929, έχουν εμφανιστεί η πετρελαϊκή κρίση του 70, η Τραπεζική Κρίση του 73-75 στη Μ. Βρετανία, η κρίση χρέους των χωρών της Λατινικής Αμερικής στις αρχές του 1980, η Ιαπωνική Κρίση του 90, η Ασιατική Κρίση του 1997-1999, η κρίση των εταιρειών internet του 2000 και τέλος η πρόσφατη Διεθνής Κρίση του 2007-08 που στην χώρα μας ξεκίνησε το 2009 και συνεχίζεται ακόμη.

Η τελευταία Διεθνής Κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και εξαπλώθηκε Παγκοσμίως, ξεκίνησε από την αγορά των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν από την δυνατότητα αποπληρωμής αυτών των δανείων. Η κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων επεκτάθηκε στις αγορές ομολόγων και τέλος σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ανάπτυξη που είχε προηγηθεί, είχε επακόλουθο την πτώση των επιτοκίων τα οποία οδήγησαν σε υπερδανεισμό ιδιώτες, επιχειρήσεις και Κυβερνήσεις.

Συνέπεια της χρηματοπιστωτικής Κρίσης του 2007, ήταν η Οικονομική Κρίση του 2008 σε Παγκόσμια κλίμακα στην πραγματική οικονομία πλέον με την έλλειψη ρευστότητας, πλήττοντας πολλούς κλάδους της οικονομίας όπως τον τραπεζικό, το εμπόριο, τον ασφαλιστικό κλπ.

Την Μαύρη Παρασκευή της 24<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2008 οι συνολικές απώλειες στα χρηματιστήρια της Ευρώπης και της Ασίας έφτασαν τα 3,2 τρις \$, ενώ επλήγη και το Ελληνικό Χρηματιστήριο, αφού οι ξένοι Επενδυτές ρευστοποίησαν μαζικά τις επενδύσεις τους, με σημαντικότερη πτώση του δείκτη τιμών του ΧΑ, σε επίπεδα κάτω από αυτά του 1989, δηλαδή κάτω από τις 1800 μονάδες, με τρομερές απώλειες και για το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Το ότι οι τράπεζες και οι Ελληνικές επιχειρήσεις εμφάνιζαν κέρδη πραγματικά δεν έπαιξε ρόλο στην πτώση, αφού η γενικότερη

ψυχολογία δεν λάμβανε υπόψη τα αποτελέσματα των εταιρειών, αλλά το γενικό πανικό που επικρατούσε στην Αγορά.

Στην Ελλάδα μετά το Φθινόπωρο του 2008 το έλλειμμα εκτροχιάστηκε και το χρέος αυξάνεται με ιλιγγιώδεις ρυθμούς. Έτσι ένα χρόνο περίπου μετά την Παγκόσμια Οικονομική Κρίση του 2008 και μετά την ανακοίνωση του ECOFIN για το πραγματικό ποσοστό του ελλείμματος, το οποίο ήταν διπλάσιο τουλάχιστον από αυτό που είχε υπολογιστεί από την πριν τον Οκτώβρη του ίδιου έτους Κυβέρνηση, ο Οίκος Αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από κατηγορία Α σε –Α. Πλέον η Κρίση έφτασε με τρομερές συνέπειες για την Ελληνική Οικονομία αφού εκτόξευσε το κόστος δανεισμού της. Έκτοτε η Κρίση συνεχίζεται με τρομερές συνέπειες στην Οικονομία της χώρας, σε όλου τους Κλάδους δραστηριότητας.

Λαμβανομένης υπόψη επομένως αυτής της παραμέτρου αξιολογείται η Κρίση ως σημαντικός παράγοντας που επιδρά στην γενικότερη πολιτική διανομής κερδών που ακολουθούν οι εταιρείες μετά το 2009 στην Ελλάδα.

#### **Φορολογία Διανεμόμενων Μερισμάτων:**

Εκ των βασικών παραμέτρων για την απόφαση των εταιρειών για διανομή Κερδών είναι η φορολόγηση των Μερισμάτων και των Κεφαλαιακών Κερδών. Εάν η φορολογική επιβάρυνση για τα Μερίσματα ήταν υψηλότερη από αυτή των κεφαλαιακών κερδών από πώληση μετοχών, η εταιρείες θα προέβαιναν μόνο σε αγορά ιδίων μετοχών, στην προσπάθειά τους να ελαχιστοποιήσουν την φορολογική επιβάρυνση των Επενδυτών.

Επειδή ωστόσο οι φορολογικοί συντελεστές διαφέρουν ανά κατηγορία επενδυτών, παρατηρείται το φαινόμενο, οι ιδιώτες να κατέχουν μετοχές χαμηλών Μερισμααποδόσεων, ενώ οι εταιρείες το αντίθετο, λόγω της φοροαπαλλαγής των ενδοομιλικών Μερισμάτων.

## **ΜΕΡΟΣ 2<sup>ο</sup>**

### **Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας και Ανάπτυξη Υπόθεσης**

- Εργαλείο της Διοίκησης για την σύνταξη των Οικονομικών Καταστάσεων είναι οι Μεταβατικοί Λογαριασμοί (Accruals). Βάσει μελετών όταν οι Μεταβατικοί λογαριασμοί παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, η ποιότητα των κερδών αυξάνεται.

Ο **Healy (1985)** αναφέρει ότι οι δυο μεγάλες κατηγορίες κονδυλίων που συνθέτουν τα κέρδη των εταιρειών είναι:

- **οι Μεταβατικοί Λογαριασμοί (Accruals)**, οι οποίοι χωρίζονται σε μη διακριτικούς, λόγω λογιστικών προσαρμογών που επιβάλλονται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), συνεπώς η εφαρμογή τους δεν επαφίεται στην διακριτική ευχέρεια των Διοικήσεων (**nondiscretionary Accruals**) και σε διακριτικούς (**discretionary accruals**), αφού δεν επιβάλλονται από κάποιο νομοθετικό πλαίσιο και συνεπώς η εφαρμογή τους υπόκειται στην διακριτική ευχέρεια της Διοίκησης και
- **οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (Operating Cash Flows).**

Συνεπώς οι Διοικήσεις έχουν την δυνατότητα, μέσω των discretionary accruals να διαμορφώσουν τα κέρδη των εταιρειών, από την μια χρήση στην άλλη, με την υιοθέτηση λογιστικών πρακτικών και εγγραφών, π.χ. μέθοδος αποτίμησης αποθεμάτων ή/και αποσβέσεων παγίων στοιχείων.

Κίνητρο για την υιοθέτηση αυτών των πολιτικών σχετικά με τα accruals, είναι τα συμβόλαια επιπλέον αμοιβών (bonus contracts) που έχουν συνάψει με την εταιρεία, ενώ για την αλλαγή σε λογιστικές διαδικασίες κίνητρο είναι η τυχόν τροποποίηση του σχεδίου βάσει του οποίου υπολογίζονται οι επιπλέον αμοιβές τους (bonus).

- Από τα ανωτέρω γίνεται εύκολα αντιληπτό, ότι όταν τα accruals και πιο συγκεκριμένα τα discretionary accruals, είναι χαμηλά, η αξιοπιστία, συνεπώς και η ποιότητά των Κερδών αυξάνεται, εφόσον προκύπτουν από λογιστικές εγγραφές που δεν στηρίζονται σε υποκειμενικές εκτιμήσεις.

Η έρευνα της **De Angelo (1986)** ανέπτυξε ένα Μοντέλο το οποίο βασίζεται στην υπόθεση βάσει της οποίας τα μη διακριτικά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals) ακολουθούν τη θεωρία του τυχαίου περιπάτου (random walk process). Με βάση την διαπίστωση ότι τα μη διακριτικά δεδουλευμένα δεν μεταβάλλονται, ανά έτος, προχωρά στον διαχωρισμό των δεδουλευμένων σε διακριτικά και μη, λαμβάνοντας ως βάση υπολογισμού των δεδουλευμένων ως σύνολο, ένα τυχαίο έτος, θεωρώντας ότι αυτά είναι τα κανονικά δεδουλευμένα και τα αφαιρεί από τα δεδουλευμένα του τρέχοντος έτους.

Η **Jones (1991)** βασισμένη στο Μοντέλο της De Angelo (1986), μέσω της έρευνας που διεξήγαγε αναφορικά με την αλλοίωση των αποτελεσμάτων (μείωση κερδών) από εισαγωγικές εταιρείες στις ΗΠΑ προκειμένου να επωφεληθούν από μέτρα που ίσχυαν από την Διεθνή Επιτροπή Εμπορίου, μελέτησε την χρησιμοποίηση των δεδουλευμένων (Accruals), από τις εταιρείες αυτές και ιδιαίτερα των διακριτικών δεδουλευμένων (discretionary accruals). Στην έρευνά της μελετά το σύνολο των δεδουλευμένων για όλους τους λογαριασμούς, καθώς η διαχείριση των κερδών προέκυπτε από πολλούς λογαριασμούς που χρησιμοποιούσαν δεδουλευμένα και όχι από ένα λογαριασμό μόνο. Βρήκε ότι εάν τα δεδουλευμένα του τρέχοντος έτους σε σχέση με τα αντίστοιχα του προηγούμενου, οφείλονται αποκλειστικά και μόνο στην χρήση διακριτικών δεδουλευμένων (discretionary accruals), τότε προκύπτει χειραγώγηση κερδών από τις Διοικήσεις των εταιρειών, αφού τα μη διακριτικά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals) είναι συνήθως σταθερά ανά έτος (τα μη διακριτικά δεδουλευμένα μεταβάλλονται βάσει των γενικότερων οικονομικών μεταβολών). Έτσι με αυτή την έρευνα προέκυψε το Μοντέλο με το οποίο υπολογίζονται τα συνολικά δεδουλευμένα από τον λόγο των συνολικών δεδουλευμένων του τρέχοντος έτους, διά το συνολικό Ενεργητικό του προηγούμενου.

- Με βάση το ανωτέρω βασικό Μοντέλο αναπτύχθηκε το Τροποποιημένο Μοντέλο της Jones (1991) - **Modified Jones Model**, το οποίο δεν λαμβάνει υπόψη του το μέρος των πωλήσεων που γίνονται με πίστωση.

Οι **Kothari et al. (2005)** τροποποίησαν το Modified Jones Model λαμβάνοντας επιπλέον υπόψη μια μεταβλητή, αυτή της απόδοσης των παγίων, με βάση την υπόθεση ότι οι αναπτυσσόμενες εταιρείες δεν καλύπτονται με το Modified Jones Model.

- Κάποιες μελέτες αναδεικνύουν το θέμα της εφαρμογής υπερβολικών accruals προκειμένου να υποτιμήσουν τα κέρδη των εταιρειών πριν την επαναγορά ιδίων μετοχών σε Δημοπρασίες.

Οι **Louis and White (2007)** αναφέρουν ότι η πιο διαδεδομένη πρακτική αγοράς ιδίων μετοχών στην βιβλιογραφία είναι η μετάδοση του Σήματος στην Αγορά. Ωστόσο δεν υπάρχει επαρκής τεκμηρίωση για το εάν οι Διευθυντές χρησιμοποιούν από πρόθεση την εν λόγω πρακτική ως τεχνική μετάδοσης του σήματος. Βρήκαν ότι οι Διευθυντές σκοπίμως προσφέρουν καθορισμένες τιμές για την αγορά ιδίων μετοχών, προκειμένου να δώσουν σήμα στην Αγορά για τις υποτιμημένες μετοχές. Αντιθέτως, δεν τεκμηριώνεται ο καθορισμός ελάχιστης επιθυμητής τιμής σε Δημοπρασίες για τον ίδιο λόγο. (Στις Δημοπρασίες αυτές η εταιρεία καθορίζει ένα εύρος τιμών και κάθε Επενδυτής επιλέγει την ελάχιστη επιθυμητή τιμή και τον αριθμό των μετοχών που πουλά). Αντί για αυτό, οι εταιρείες που συμμετέχουν σε τέτοιες Δημοπρασίες προσπαθούν να υποτιμήσουν τα κέρδη τους μέσω υπερβολικών Accruals, πριν την επαναγορά, προκειμένου να μειώσουν περαιτέρω την τιμή επαναγοράς των μετοχών.

Οι εταιρείες ωστόσο, των οποίων οι Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις είναι υψηλής ποιοτικής ανάλυσης και διαθέτουν μετοχική σύνθεση που αποτελείται σε μεγάλο ποσοστό από Θεσμικούς Επενδυτές, χαρακτηρίζονται από υψηλό επίπεδο διαφάνειας σε ότι αφορά την λειτουργία και τα Αποτελέσματά τους, επομένως προτιμούν να περνούν τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες απευθείας στους αναλυτές μέσω του Τύπου, ή της απευθείας επικοινωνίας, προσπαθώντας να αποφύγουν την έμμεση οδό, της εκταμίευσης μετρητών για να δώσουν σήμα στην Αγορά. Οι εταιρείες αυτές δεν είναι πιθανό να είναι υποτιμημένες, αφού απευθύνονται στο ευρύ κοινό. Επομένως σε ότι αφορά την υπόθεση του Σήματος στην Αγορά τέτοιες εταιρείες υψηλής ποιότητας δεν πιθανολογείται ότι χρησιμοποιούν την μέθοδο του Σήματος στην Αγορά, σε αντίθεση με εταιρείες χαμηλής ποιότητας Κερδών.

Ο **Sloan (1996)** αναφέρει ότι η Ποιότητα των Κερδών αυξάνεται γενικά όταν το ποσοστό των accruals σε αυτά είναι σχετικά μικρό, σε σχέση με τις ταμειακές ροές, καθώς τα accruals είναι λιγότερο αξιόπιστα. Στην έρευνά του ο Sloan αναφέρεται στα accruals συνολικά, δεν τα διαχωρίζει δηλαδή σε discretionary και nondiscretionary.

Έτσι σύμφωνα με τον Sloan (1996), οι τιμές των μετοχών των εταιρειών δεν απεικονίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας, σε ότι αφορά την εκτίμηση για την

διατήρηση των κερδών στο μέλλον, όταν στις Οικονομικές Καταστάσεις τα κέρδη διαμορφώνονται βάσει κυρίως προβλέψεων, μέσω των accruals. Στην συγκεκριμένη έρευνα αποδεικνύει ότι οι Μέτοχοι κινούνται σύμφωνα με το ύψος των κερδών, χωρίς να εξετάζουν από τι αποτελούνται τα κέρδη αυτά, δηλαδή το μέρος αυτών που διαμορφώνεται από τα accruals. Έτσι εκτιμούν τα περιθώρια ανάπτυξης της εταιρείας βάσει προβλέψεων για τα μελλοντικά κέρδη, χωρίς επαρκή ανάλυση των υφιστάμενων κερδών, ώστε να έχουν τεκμηριωμένη άποψη για την ανθεκτικότητά τους. Ο Sloan (1996) εκτιμά ότι τα κέρδη, τα οποία αποτελούνται από τις ταμειακές ροές και τα accruals, όταν διαμορφώνονται κυρίως από τα accruals, δεν μπορούν να διατηρηθούν μελλοντικά. Έτσι το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι τα τρέχοντα κέρδη μπορούν να σχηματίσουν σωστή πρόβλεψη για τα μελλοντικά, με απαραίτητη προϋπόθεση για την ανθεκτικότητά τους, να διαμορφώνονται κυρίως από τις ταμειακές ροές και λιγότερο από τα accruals. Ο λόγος για τον οποίο τα accruals δεν αποτελούν αξιόπιστο στοιχείο για την εκτίμηση των μελλοντικών κερδών, είναι ότι στηρίζονται σε υποκειμενικές εκτιμήσεις, άρα η πιθανότητα λάθους εκτίμησης είναι αυξημένη. Συνέπεια όλων αυτών είναι, οι μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που διαμορφώνουν τα αποτελέσματά τους, κυρίως βάσει accruals, να είναι μικρότερες των αναμενόμενων, σε αντίθεση με τις εταιρείες στις οποίες η συμμετοχή των accruals στα αποτελέσματα, είναι μειωμένη, κάτι που οι Μέτοχοι πρέπει να λαμβάνουν υπόψη για την διαμόρφωση των προσδοκιών τους και την διαμόρφωση της επενδυτικής τους στρατηγικής.

- Βάσει των ανωτέρω, για τους σκοπούς αυτής της εργασίας, για την σωστή εκτίμηση της ποιότητας των κερδών λαμβάνονται υπόψη ως αρνητικός παράγοντας της Ποιότητας των Κερδών, τα κέρδη που διαμορφώνονται κυρίως από accruals. Επιπλέον ερευνάται ο ρόλος που παίζει η ποιότητα των κερδών στην διαμόρφωση της Μερισματικής Πολιτικής των εταιρειών, η οποία σε σημαντικό βαθμό διαμορφώνεται με βάση την υπόθεση του σήματος στην Αγορά. Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση, οι Διευθυντές επιδιώκουν να περάσουν στην Αγορά, τις πληροφορίες που κατέχουν για την πραγματική αξία των μετοχών, των οποίων η απόδοση αναμένεται να αυξηθεί μέσω της αύξησης των μελλοντικών κερδών των εταιρειών.

Ο **Bhattacharya (1979)** με βάση την υπόθεση ότι οι επενδυτές έχουν ελλιπή πληροφόρηση για την προοπτική κερδοφορίας των εταιρειών και ότι τα μερίσματα

φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα κέρδη κεφαλαίου, απέδειξε ότι τα μερίσματα αυτά λειτουργούν ως σήμα στην Αγορά για αναμενόμενες Ταμειακές Ροές που θα εισρεύσουν στην εταιρεία.

Οι **Bhattacharya (1979)**, όπως αναφέρεται ανωτέρω, αλλά και οι **John and Williams (1985)** και **Miller and Rock (1985)** ανέδειξαν την σπουδαιότητα του πληροφοριακού περιεχομένου των Μερισμάτων, η οποία αυξάνεται περισσότερο όσο αυξάνεται η Ασύμμετρη Πληροφόρηση. Αποδεικνύουν δε, ότι οι αλλαγές στις Ταμειακές Ροές της εταιρείας στο μέλλον, συνδέονται με αλλαγές στην Μερισματική Πολιτική και ότι η τιμές των μετοχών των εταιρειών συσχετίζονται θετικά με τις μεταβολές των Μερισμάτων.

Οι **Healy and Palepu (1993)** μελέτησαν τα αποτελέσματα που επέρχονται στις τιμές των μετοχών από τις διάφορες μεθόδους που εφαρμόζουν οι εταιρείες για την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Συγκεκριμένα, αναδεικνύουν ότι οι εκταμιεύσεις μετρητών, είτε ως αύξηση των διανεμόμενων Μερισμάτων, είτε ως επαναγορά ιδίων μετοχών, αποτελούν στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι Διευθυντές, σε εταιρείες, των οποίων οι Μετοχές, είναι υποτιμημένες.

Με βάση την υπόθεση ότι οι Διευθυντές έχουν πληρέστερη πληροφόρηση από τους Επενδυτές για την τρέχουσα και μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών, οι ανωτέρω στρατηγικές που ακολουθούν οι Διευθυντές για την μετάδοση αυτών των πληροφοριών στο Επενδυτικό Κοινό, αποτελούν πολύ σημαντικό Μέσο, ακόμα και εάν οι Αγορές Κεφαλαίου στις οποίες απευθύνονται είναι Αποτελεσματικές.

Οι **Healy and Palepu et al. (2001)**, λαμβάνοντας υπόψη την ασύμμετρη πληροφόρηση και τις συγκρούσεις συμφερόντων που συνθέτουν το πρόβλημα Αντιπροσώπευσης, ανέδειξαν ότι η υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομική πληροφόρηση, μειώνει την δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο αφού προάγει την παρακολούθηση των Διευθυντών.

- Οι μελέτες που έχουν γίνει συμπεραίνουν ότι η Μερισματική Πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες βασίζεται τόσο στα τρέχοντα κέρδη, όσο και σε αυτά των παρελθόντων ετών, τα οποία χαρακτηρίζονται Ανθεκτικά και όχι σε προβλέψεις μελλοντικών κερδών.

Ο **Lintner (1956)** στην μελέτη του, η οποία ήταν από τις πρώτες που απέδειξαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των Μερισμάτων, διαμόρφωσε ένα Μοντέλο το οποίο συσχετίζει τα Μερισμάτα με τα Κέρδη των εταιρειών. Από το δείγμα που μελέτησε και αφορά εταιρείες στις ΗΠΑ διαπίστωσε ότι οι Επενδυτές επιθυμούν σταθερή Μερισματική Πολιτική χωρίς διακυμάνσεις και ότι περισσότερη σημασία δίνουν στο ποσοστό μεταβολής των Μερισμάτων ανά Μετοχή παρά στο ποσό του Μερισματος ως απόλυτο αριθμό. Για τους Επενδυτές τελικά προκύπτει ότι έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σε εταιρείες που αποδίδουν Μερισμάτα σε σταθερή βάση, με σταδιακή αύξηση αυτών χωρίς απότομες διακυμάνσεις. Για τον λόγο αυτό οι εταιρείες δεν προβαίνουν σε αυξήσεις Μερισμάτων εάν τα κέρδη δεν είναι διατηρήσιμα, προκειμένου να μην τις ανακαλέσουν αργότερα. Το ίδιο διστακτικές είναι οι εταιρείες και στις περιπτώσεις μείωσης των κερδών τους, σε ότι αφορά στην Μερισματική Πολιτική τους, καθώς δεν αποφασίζουν εύκολα μειώσεις των Μερισμάτων που καταβάλουν, παρά μόνο ως έσχατη λύση, εάν δεν υπάρχουν προοπτικές μελλοντικής ανάκαμψης.

Οι **Jagannathan et al. (2000)** έδειξαν ότι οι εταιρείες που διανέμουν Μέρισμα, έχουν υψηλό ποσοστό σταθερών Ταμειακών Ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, σε συνάρτηση με τα θετικά αποτελέσματα που επιτυγχάνουν, ενώ οι εταιρείες που προβαίνουν στην επαναγορά ιδίων μετοχών παρουσιάζουν έλλειψη Ταμειακών Ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και οι Ταμειακές Ροές τους προέρχονται κυρίως από προσωρινές μη λειτουργικές δραστηριότητες, σε συνάρτηση με την κακή πορεία της αγοράς που δραστηριοποιούνται.

Οι **Fenn and Liang (2001)** ερεύνησαν την πολιτική διανομής των κερδών που εφαρμόζουν οι εταιρείες και βρήκαν ότι ο λόγος για τον οποίο οι τακτική της επαναγοράς ιδίων μετοχών έχει αυξηθεί εις βάρος της διανομής Μερισμάτων, είναι ότι αυξήθηκαν οι αμοιβές των Διευθυντών των εταιρειών μέσω των stock options. Σύμφωνα με την έρευνά αυτή η κατοχή stock options από Διευθυντικά Στελέχη, σχετίζεται με αμοιβές αυτών από εταιρείες με τα μεγαλύτερα πιθανά προβλήματα Αντιπροσώπευσης. Επίσης ότι τα stock options των Διευθυντών σχετίζονται με την σύνθεση των αμοιβών τους. Σύμφωνα με την έρευνά τους υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ των Μερισμάτων και των stock options των Διευθυντικών Στελεχών.



Η **Kahle (2002)** ερευνήσε τον τρόπο που τα stock options επηρεάζουν τις αποφάσεις αγοράς ιδίων μετοχών. Οι εταιρείες ανακοινώνουν Αγορές Ιδίων μετοχών όταν οι Διευθυντές κατέχουν μεγάλο αριθμό stock options και όταν οι υπάλληλοι έχουν επίσης μεγάλο αριθμό stock options άμεσα ρευστοποιήσιμα. Από την στιγμή που ανακοινώνεται η Αγορά, το ποσό που καταβάλλεται, σχετίζεται θετικά με το σύνολο των stock options που εξασκείται από όλους τους υπαλλήλους, ανεξάρτητα ωστόσο από τα stock options που κατέχονται από τα Διευθυντικά Στελέχη. Τα αποτελέσματα αυτά συμβαίνουν γιατί οι Διευθυντές εξαγοράζουν και τα δύο είδη stock options, ώστε και να μεγιστοποιήσουν το προσωπικό τους εισόδημα, αλλά και να χρηματοδοτήσουν τα stock options που εξασκούνται από τους υπαλλήλους. Η Αγορά φαίνεται ότι γνωρίζει αυτό το κίνητρο, γι' αυτό και αντιδρά λιγότερο θετικά στις ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μετοχών από εταιρείες με πολλά stock options που δεν ανήκουν σε Διευθυντικά Στελέχη.

Στην έρευνά της εξέτασε τις επαναγορές ιδίων μετοχών 712 εταιρειών από το 1993-1996 που ανακοίνωσαν την πρόθεση τους να προβούν σε αγορά ιδίων μετοχών. Από την έρευνά της αποδείχτηκε ότι ο αριθμός των μετοχών που αγοράζουν οι εταιρείες συσχετίζεται θετικά με το μέγεθός της και το ποσοστό του Μετοχικού Κεφαλαίου που ανακοινώνουν ότι θα εξαγοράσουν. Επίσης ότι τα stock options που κατέχουν οι υπάλληλοι της εταιρείας και οι Διευθυντές επιδρούν στον αριθμό των μετοχών που αποφασίζεται να εξαγοραστεί.

Επίσης στην έρευνα αυτή παρατηρήθηκε ότι την δεκαετία του 90, η απόδοση των μετοχών όταν ανακοινώνεται η αγορά είναι μικρότερη από προηγούμενες χρονικές περιόδους, λόγω του ότι η Αγορά αντιλήφθηκε ότι οι αγορές που γίνονταν με σκοπό την χρηματοδότηση της αγοράς stock options που κατέχονται από υπαλλήλους, δεν είχαν να κάνουν με Σήμα στην Αγορά για τις μετοχές της εταιρείας οι οποίες ήταν υποτιμημένες, ή επειδή επεδίωκαν την επιστροφή ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους.

Οι **Fama and French (2001)** βρήκαν ότι το ποσοστό των εταιρειών που διανέμουν Μερίσματα μειώθηκε από 66,5% το 1978, σε 20,8% το 1999, εν μέρει λόγω της αλλαγής των χαρακτηριστικών των εταιρειών που διαπραγματεύονται. Το ποσοστό των εταιρειών αυτών μειώθηκε σημαντικά λόγω της αύξησης των μικρών εταιρειών μικρής κερδοφορίας και σημαντικών δυνατοτήτων ανάπτυξης, χαρακτηριστικά τα

οποία έχουν εταιρείες που δεν έχουν ποτέ καταβάλει Μέρισμα. Βρήκαν επίσης ότι ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά τους, οι εταιρείες δεν επιθυμούν ιδιαίτερα πλέον, να καταβάλουν Μερίσματα. Η μείωση αυτή της τάσης για καταβολή Μερίσματος είναι το ίδιο σημαντική με την αλλαγή των χαρακτηριστικών των εταιρειών που αποδίδουν Μερίσματα.

Οι **Caskey and Hanlon (2005)**, με βάση ευρήματα λογιστικής απάτης που διερευνήθηκαν από την Securities Exchange Commission (SEC), βρήκαν ότι οι εταιρείες με χαμηλή ποιότητα κερδών, δεν πληρώνουν ή αυξάνουν τόσο συχνά τα μερίσματα, σε αντίθεση με εταιρείες που δεν έχουν κατηγορηθεί για λογιστικές απάτες.

Πιο συγκεκριμένα ερεύνησαν εάν τα Μερίσματα παρέχουν πληροφορίες για την Ποιότητα των Κερδών. Έλαβαν υπόψη τους ως δείγμα, εταιρείες με χαμηλής Ποιότητας Κέρδη οι οποίες είχαν κατηγορηθεί για λογιστικές απάτες, οι οποίες βάσει επιμέτρησης που έγινε από την SEC, καταβάλουν Μερίσματα στους Μετόχους λιγότερο συχνά από εταιρείες που δεν έχουν αντίστοιχες κατηγορίες. Τα αποτελέσματα της έρευνας επαλήθευσαν την αρχική υπόθεση ότι οι εταιρείες που προβαίνουν σε λογιστικές απάτες, δεν είναι πολύ πιθανό να καταβάλουν Μερίσματα τα χρόνια πριν από τα έτη που πραγματοποιούνται οι απάτες. Τα συμπεράσματα είναι παρόμοια, αν και λιγότερο ισχυρά όταν εξετάζονται τα Μερίσματα που καταβάλλονται, όταν εξετάζεται η συχνότητα αυξήσεώς τους, τα χρόνια που πραγματοποιείται η απάτη. Βάσει αυτών επαληθεύεται η πληροφοριακή σημασία των Μεριμάτων σε ότι αφορά στην Ποιότητα των Κερδών. Ωστόσο αν και τα Μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες για την Ποιότητα των Κερδών, δεν αποτελούν αξιόπιστη εξασφάλιση για την πιθανότητα πραγματοποίησης χρηματοοικονομικής απάτης, καθώς διαπιστώθηκε ότι σημαντικό ποσοστό των εταιρειών που κατηγορήθηκαν για λογιστικές απάτες, (γύρω στο 21%), κατέβαλαν Μέρισμα και ότι για ποσοστό 43% των συνολικών ετών που το ύψος των κερδών ήταν αποτέλεσμα λογιστικής απάτης, οι εταιρείες αυτές συνέχιζαν να αυξάνουν το καταβαλλόμενο ανά μετοχή Μέρισμα.

Σύμφωνα με τους **Skinner and Soltes (2009)**, τα Μερίσματα δίνουν αποτελεσματικότερο σήμα για την ποιότητα των κερδών της εταιρείας, καθώς

παρέχουν περισσότερες πληροφορίες για την διατήρηση των κερδών στο μέλλον σε σχέση με την επαναγορά ιδίων μετοχών.

Συνεπώς, με βάση την Υπόθεση της Ανθεκτικότητας των Κερδών οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας κέρδη, προβαίνουν συνήθως στην καταβολή Μερισματος.

Επίσης, βρήκαν ότι το ποσοστό των δηλωθέντων ζημιών από εταιρείες Υψηλής Ποιότητας, είναι πιο σταθερό και πιο πιθανό να αποδοθεί το ύψος του σε έκτακτα περιστατικά.

Η μελέτη τους στηρίχθηκε στην διαπίστωση ότι τα τελευταία 30 χρόνια υπήρξαν σημαντικές αλλαγές στον τρόπο διανομής των κερδών των εταιρειών, καθώς όλο και λιγότερες διανέμουν Μερισματα. Μελέτησαν εάν ο τρόπος που παρέχεται πληροφόρηση από τις εταιρείες, μέσω της Πολιτικής διανομής κερδών που ακολουθούν, έχει αλλάξει. Βρήκαν ότι οι εταιρείες που διανέμουν Μερισματα πραγματοποιούν κέρδη που είναι πιο ανθεκτικά σε σχέση με τις υπόλοιπες και η σχέση αυτή παραμένει σταθερή. Το μέγεθος δε των διανεμόμενων Μερισμάτων, δεν επηρεάζει αυτή τη σχέση. Επίσης, ότι οι εταιρείες αυτές είναι λιγότερο πιθανό να αναφέρουν ζημιές και στις περιπτώσεις εκείνες που αναφέρουν ζημιές, αυτές είναι προσωρινές και οφείλονται σε έκτακτα περιστατικά.

Τα αποτελέσματα ωστόσο αυτά δεν αποδεικνύονται για τις εταιρείες που προβαίνουν στην επαναγορά ιδίων Μετοχών.

Οι ανωτέρω εφαρμοζόμενες πρακτικές διανομής κερδών και ειδικότερα η πρακτική της διανομής Μερισματος, δίνουν την δυνατότητα στους επενδυτές να εκτιμήσουν την προοπτική διατήρησης των κερδών στο μέλλον.

Σε ότι αφορά την διερεύνηση της δυνατότητας διατήρησης των κερδών, από τις εταιρείες που προβαίνουν στην επαναγορά Ιδίων Μετοχών, διαπίστωσαν ότι εκείνες που το κάνουν σε τακτική βάση έχουν περισσότερο διατηρήσιμα κέρδη από εκείνες που το κάνουν περιστασιακά, ή καθόλου, ωστόσο, η τακτική της αγοράς Ιδίων Μετοχών δίνει λιγότερο αξιόπιστο σήμα για την Ποιότητα των Κερδών από την Διανομή Μερισμάτων. Η τελευταία διαπίστωση επαλήθευσε την προσδοκία των Skinner and Soltes (2009), καθώς σύμφωνα με αυτήν, τα μερίσματα δείχνουν μια δέσμευση των εταιρειών να πληρώσουν ένα καθορισμένο ποσό, κάτι που δεν ισχύει στην περίπτωση της αγοράς Ιδίων Μετοχών.

Στην έρευνα τους ακόμη εξέτασαν την συσχέτιση της Πολιτική διανομής Μετρητών με τις εταιρείες που πραγματοποιούν ζημιές. Διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που διανέμουν Μερίσματα είναι λιγότερο πιθανό να αναφέρουν ζημιές, σε σχέση με αυτές που δεν διανέμουν. Βρήκαν ακόμη ότι ένας σημαντικός παράγοντας της προαναφερόμενης διαπίστωσης είναι η ποιότητα των αναφερόμενων Ζημιών. Ενώ είναι πιθανότερο για τις εταιρείες που πληρώνουν Μερίσματα να δηλώσουν ζημιές σε σχέση με 30 χρόνια πριν την έρευνα η τάση αυτή εξηγείται από την μείωση της Ποιότητας των δηλωθέντων ζημιών, οι οποίες οφείλονται σε έκτακτες περιπτώσεις. Οι εταιρείες ωστόσο που προβαίνουν στην αγορά Ιδίων Μετοχών είναι λιγότερο πιθανό να δηλώσουν ζημιές, ενώ όταν δηλώνουν ζημιές δεν οφείλονται συνήθως σε έκτακτες περιπτώσεις. Ωστόσο η σχέση μεταξύ αγοράς ιδίων Μετοχών και ζημιών, είναι πιο χαλαρή σε σχέση με αυτήν της πληρωμής Μερισμάτων και ζημιών.

Το γεγονός ότι τα Μερίσματα ανά Μετοχή είναι αυτά που παίζουν ρόλο για την Ποιότητα των Κερδών και όχι το ποσό των Μερισμάτων, δείχνει ότι οι εταιρείες που πληρώνουν Μέρισμα είναι σχετικά ομογενοποιημένες και τα κέρδη τους είναι υψηλότερης Ποιότητας, σε σχέση με αυτές που δεν πληρώνουν Μερίσματα. Η Ποιότητα των κερδών αυτών των εταιρειών δίνει την δυνατότητα σε αυτές να καταβάλουν Μερίσματα σε τακτική βάση κάτι που περνάει το μήνυμα της οικονομικής σπουδαιότητας που έχουν αυτά.

Βάσει όλων των ανωτέρω τα Μερίσματα παρέχουν πληροφορίες για τις προοπτικές κερδοφορίας των εταιρειών, ενώ οι αποφάσεις για επαναγορά Ιδίων Μετοχών είναι επίσης πληροφοριακές σε ότι αφορά την Ποιότητα των Κερδών, όχι ωστόσο στην ίδια έκταση με την καταβολή Μερίσματος. Έτσι, ενώ οι εταιρείες που ακολουθούν την τακτική της αγοράς Ιδίων Μετοχών έχουν αυξηθεί πολύ σε σχέση με το παρελθόν, ενώ αυτές που καταβάλουν Μερίσματα έχουν μειωθεί, η έρευνα των Skinner and Soltes (2009), καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η τακτική της αγοράς Ιδίων Μετοχών δεν μπορεί να υποκαταστήσει αυτή της καταβολής Μερίσματος, σε ότι αφορά το να περάσει το μήνυμα της Ποιότητας των Κερδών που δίνεται από την τακτική της καταβολής Μερίσματος.

Οι **Dechow and Dichev (2002)**, προσέγγισαν τον υπολογισμό των accruals και της Ποιότητας των Κερδών, βασισμένοι στην υπόθεση ότι τα accruals είναι προσωρινές προσαρμογές που επιλύουν τα θέματα χρονισμού και αντιστοίχισης των Ταμειακών

Ροών, με δεδομένη την συνέπεια των υποθέσεων και εκτιμήσεων. Ακριβείς εκτιμήσεις περιλαμβάνουν ένα καλό ταίριασμα των τρεχόντων δεδουλευμένων (accruals) και των εκτιμήσεων των Ταμειακών Ροών παρελθόντων ετών, του παρόντος και των μελλοντικών, ενώ ανακριβείς ή εσφαλμένες εκτιμήσεις μειώνουν τον ρόλο των δεδουλευμένων σε ότι αφορά το ανωτέρω πλεονέκτημα, της επίλυσης των θεμάτων χρονισμού. Βάσει λοιπόν αυτής της υπόθεσης όρισαν ως ποιοτικά δεδουλευμένα, εκείνα που οδηγούν σε ακριβείς Ταμειακές Ροές. Σε ότι αφορά την εμπειρική εκτίμηση όρισαν την Ποιότητα των δεδουλευμένων ως την τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων από την Παλινδρόμηση των δεδουλευμένων του Κεφαλαίου Κίνησης της εταιρείας, επί των Ταμειακών Ροών από λειτουργικές δραστηριότητες του περασμένου έτους, του τρέχοντος και του επομένου.

Στην μελέτη τους αυτή οι Dechow and Dichev (2002), συμπεριέλαβαν ως λάθη εκτίμησης, τόσο τα εσκεμμένα λάθη, όσο και τα μη εσκεμμένα, άρα εκτός από αυτά τα λάθη στον υπολογισμό των δεδουλευμένων που οφείλονται στην ηθελημένη από τους Διευθυντές αλλοίωση των αποτελεσμάτων, συμπεριέλαβαν και εκείνα τα λάθη που δεν προέρχονται από τέτοια πρόθεση, οι οποία έτσι κι αλλιώς, είναι δύσκολο να διακριθεί. Βρήκαν επίσης ότι η ποιότητα των δεδουλευμένων σχετίζεται με την μεταβλητότητα των εργασιών της εταιρείας, καθώς υψηλή μεταβλητότητα εργασιών συνεπάγεται μεγαλύτερη πιθανότητα λανθασμένων εκτιμήσεων.

Η μελέτη των Dechow and Dichev (2002), ανέδειξε τα εξής:

Πρώτον, ότι τα διακριτά χαρακτηριστικά των εταιρειών μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλεία για την ποιότητα των δεδουλευμένων. Ειδικότερα βρήκαν ότι η μεταβλητότητα των κερδών και των δεδουλευμένων είναι καλές προσεγγίσεις για την μέτρηση των δεδουλευμένων και την ποιότητα των κερδών.

Δεύτερον, ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας των δεδουλευμένων και της διατήρησης των κερδών, (σε συμφωνία με την διαπίστωση του Sloan (1996) σχετικά με το αποτέλεσμα του επιπέδου των δεδουλευμένων στην ποιότητα των κερδών). Η θετική αυτή συσχέτιση, σύμφωνα με την εν λόγω μελέτη, δείχνει ότι υπάρχουν πρακτικά πλεονεκτήματα από την αναγνώριση και την μέτρηση της ποιότητας των δεδουλευμένων.

Η έρευνα των Dechow and Dichev (2002), αναφορικά με την συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας των δεδουλευμένων, του ύψους των δεδουλευμένων και της διατήρησης των κερδών συμβιβάζει τα ευρήματα των ερευνών Dechow (1994) και Sloan (1996).

Συγκεκριμένα ο **Dechow (1994)** βρήκε ότι τα δεδουλευμένα βελτιώνουν την δυνατότητα των κερδών να μετρούν την επίδοση της εταιρείας ως προς τις αναμενόμενες Ταμειακές Ροές, ενώ ο Sloan (1996) βρήκε ότι σε ότι αφορά τα κέρδη το ποσοστό των δεδουλευμένων είναι λιγότερο διατηρήσιμο από αυτό των Ταμειακών Ροών, το οποίο σημαίνει ότι οι εταιρείες με υψηλό ποσοστό δεδουλευμένων έχουν χαμηλή ποιότητα κερδών.

Η συμφωνία των δύο ανωτέρω ευρημάτων για το επίπεδο των δεδουλευμένων σημαίνει και τα δύο. Ότι δηλαδή τα κέρδη βελτιώνονται σημαντικά με την χρήση δεδουλευμένων και ότι υψηλό ποσό δεδουλευμένων επιδρά αρνητικά στην ποιότητα των κερδών.

Ο λόγος είναι ότι τα δεδουλευμένα είναι μεγαλύτερα όταν οι Ταμειακές Ροές βασίζονται σε εκτιμήσεις, προκειμένου να υπάρξει χρονική και ποσοτική συμφωνία και έτσι περισσότερα δεδουλευμένα σημαίνουν μεγαλύτερη βελτίωση στις Ταμειακές Ροές. Ωστόσο, αυτό το πλεονέκτημα συνεπάγεται ταυτόχρονα και το κόστος της λάθος εκτίμησης και έτσι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ύψους των δεδουλευμένων και της σπουδαιότητας αυτών των λαθών εκτίμησης. Επομένως, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν ίσοι, μεγάλο ύψος δεδουλευμένων σημαίνουν χαμηλή ποιότητα κερδών και λιγότερο διατηρήσιμα κέρδη.

Από όλα τα ανωτέρω συνεπάγεται, ότι η ποιότητα των δεδουλευμένων συσχετίζεται θετικά με την διατήρηση των κερδών.

- Με βάση τα ανωτέρω υπάρχουν δύο βασικές υποθέσεις που συσχετίζουν την ποιότητα των κερδών με τα Μερίσματα πληρωτέα.

**Η Υπόθεση των Σταθερών Κερδών**, με βάση την οποία υπάρχει θετική συσχέτιση στην συνάρτηση Ποιότητα Κερδών με τα Μερίσματα.

**Η Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά**, με την οποία η Ποιότητα των Κερδών σε σχέση με τα Μερίσματα έχει αρνητική συσχέτιση.

- Οι εταιρείες που πραγματοποιούν ζημιές συνήθως δεν εκταμιεύουν μετρητά. Ειδικά για τις εταιρείες που έχουν υψηλής ποιότητας κέρδη, οι απότομες μειώσεις των κερδών ή/και η πραγματοποίηση ζημιών, έχουν μονιμότερο χαρακτήρα, από τις εταιρείες χαμηλής ποιότητας.

Σύμφωνα με τους **Francis and Wang (2008)**, οι εταιρείες με υψηλής Ποιότητας Κέρδη έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να αναφέρουν ζημιές από αυτές με Κέρδη Χαμηλής Ποιότητας.

Με βάση την μελέτη των **Chung et al. (2005)**, οι εταιρείες Υψηλής Ποιότητας με τα μεγαλύτερα προβλήματα αντιπροσώπευσης, μειώνουν τα κέρδη που έχουν στην διάθεσή τους οι Διευθυντές, μέσω του μετριασμού της χρήσης των discretionary accruals, ως αντιστάθμιση των χαμηλών ή αρνητικών κερδών από επενδύσεις σε έργα αρνητικής Παρούσας Αξίας.

- Συνοψίζοντας, οι εταιρείες με Υψηλής Ποιότητας Κέρδη είναι συνεπείς με τις τακτικές πληρωμές Μερισμάτων παρά την ευρεία αύξηση της πιθανότητας πραγματοποίησης ζημιών, και των αρνητικών ζητημάτων που αναμένεται να προκύψουν, υπό το πρίσμα της Υπόθεσης των Μονίμων Κερδών.
- Υπό το πρίσμα της Υπόθεσης του Σήματος στην Αγορά ωστόσο, οι δηλωθείσες ζημιές από εταιρείες με Υψηλής Ποιότητας Κέρδη, είναι πιθανότερο να εξηγούνται μέσω του Τύπου ή μέσω conference call, αντί για ανακοινώσεις διανομής μερίσματος.

Έτσι τίθενται δύο επιπλέον Υποθέσεις Έρευνας σχετικά με την επιρροή που ασκούν οι λειτουργικές ζημιές, στην σχέση Μερισμάτων Πληρωτέων και Ποιότητας Κερδών, υπό το πρίσμα των δύο βασικών Υποθέσεων.

1. **Υπόθεση των Σταθερών Κερδών**, σύμφωνα με την οποία η θετική συσχέτιση των Μερισμάτων και της Ποιότητας των Κερδών είναι ισχυρότερη για τις εταιρείες που πραγματοποιούν ζημιές.
2. **Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά**, σύμφωνα με την οποία η αρνητική συσχέτιση των Μερισμάτων και της Ποιότητας των Κερδών είναι ισχυρότερη για τις εταιρείες που πραγματοποιούν ζημιές.





## **ΜΕΡΟΣ 3<sup>ο</sup>**

### **Δεδομένα και Επιλογή Δείγματος**

Οι πληροφορίες για τις μεταβλητές των μοντέλων αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream – Thomson.

Η έρευνα χωρίστηκε σε δύο Σκέλη.

Στο πρώτο εξετάστηκαν οι εισηγμένες εταιρείες στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, που δραστηριοποιήθηκαν από το έτος 2005 έως και 2015, πλην του Κλάδου των Τραπεζών, Ασφαλιστικών, Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών, καθώς ο οι Τράπεζες που αποτελούν κυρίως τον Κλάδο δεν διανείμουν Μέρισμα από το 2008 και μετά. Το δείγμα αποτελείται από 207 συνολικά εταιρείες που δραστηριοποιήθηκαν κατά τα έτη που εξετάστηκαν και οι παρατηρήσεις του αρχικού δείγματος ανέρχονται σε 2.277. Για την εργασία παραλείφθηκαν 402 παρατηρήσεις οι οποίες είτε δεν περιείχαν τιμές είτε περιείχαν ακραίες τιμές. Έτσι το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 1.875 παρατηρήσεις. Οι μεταβλητές εξετάστηκαν σε ετήσια βάση.

Με την χρήση ψευδομεταβλητής διαχωρίστηκαν τα έτη προ Οικονομικής Κρίσης (πριν το 2009), από τα έτη μετά την Κρίση.

Στο δεύτερο Σκέλος εξετάστηκαν όλες τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών Ελληνικές εταιρείες, για όλους τους κλάδους, από το 2005 έως το 2007, έτη που όλοι οι Κλάδοι μπορούσαν να διανειμουν Μέρισμα.

Διαχωρίστηκε ωστόσο με την χρήση ψευδομεταβλητής, ο Κλάδος των Τραπεζών, Ασφαλιστικών και Παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, λόγω του ξεχωριστού θεσμικού πλαισίου που τις διέπει.

Το δείγμα αποτελείται από 223 συνολικά εταιρείες που δραστηριοποιήθηκαν κατά τα έτη που εξετάστηκαν και οι παρατηρήσεις του αρχικού δείγματος ανέρχονται σε 669. Για την εργασία παραλείφθηκαν 133 παρατηρήσεις οι οποίες είτε δεν περιείχαν τιμές είτε περιείχαν ακραίες τιμές. Έτσι το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 536 παρατηρήσεις. Οι μεταβλητές εξετάστηκαν σε ετήσια βάση.

## Σχεδιασμός Έρευνας

Οι μεταβλητές που λήφθηκαν υπόψη για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας βασίστηκαν στα χαρακτηριστικά που εκτιμάται ότι προσδιορίζουν τα διανεμόμενα κέρδη, βάσει της βιβλιογραφίας και των μελετών που αναφέρονται αναλυτικά στην Βιβλιογραφία. Επίσης σημαντικό ρόλο έπαιξαν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών και οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά με δεδομένη την Οικονομική Κρίση.

Η έρευνα χωρίζεται σε δύο Σκέλη:

Στο πρώτο, εξετάζονται οι Εισηγμένες εταιρείες στο ΧΑ, από το 2005 έως το 2015, με εξαίρεση τον Κλάδο των Τραπεζών, Ασφαλιστικών, Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών, λόγω του ότι από τα έτη 2008 και έπειτα, οι Τράπεζες που αποτελούν κυρίως τον Κλάδο, δεν διανέμουν Μερίσματα. Λαμβάνεται ωστόσο η επίδραση της Οικονομικής Κρίσης με την χρήση της αναφερόμενης κατωτέρω ψευδομεταβλητής.

Στο δεύτερο σκέλος, εξετάζονται όλες οι εισηγμένες στο ΧΑ εταιρείες, για όλους τους Κλάδους, για τα έτη 2005 έως και 2007, όταν δεν είχαν εξαιρεθεί οι Τράπεζες από την διανομή Μερίσματος και ερευνάται η επίδραση αυτού του Κλάδου στην έρευνα της βασικής Υπόθεσης. Ο διαχωρισμός του Κλάδου των Τραπεζών, γίνεται με την χρήση κατάλληλης ψευδομεταβλητής, όπως αναφέρεται κατωτέρω.

Για τα Μοντέλα που αποτελούν το αντικείμενο της εμπειρικής έρευνας χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές:

Για την εξαρτημένη μεταβλητή μου **DIV<sub>t</sub>**, δηλαδή το μέρισμα που καταβάλλεται το τρέχον έτος  $t$ , λήφθηκαν υπόψη τα ετήσια μερίσματα ανά μετοχή.

{**EQ**} – για τον υπολογισμό της ποιότητας των κερδών (**Earnings Quality**), λήφθηκε υπόψη το Μοντέλο των **Kothari et al. (2005)** το οποίο τροποποιεί το **Modified Jones Model** και χαρακτηρίζεται από τις προηγούμενες αποδόσεις της εταιρείας. Ο υπολογισμός των EQ γίνεται με βάση τα διακριτά δεδουλευμένα, αφού αυτά συνήθως χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατα της Ποιότητας των κερδών. Βάσει του Μοντέλου με το οποίο έγινε ο υπολογισμός των **EQ**, διαιρούνται τα ετήσια κέρδη πριν τα έκτακτα αποτελέσματα μείον τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, (**IBXI-OCF=TA<sub>t</sub>**), με το σύνολο του Ενεργητικού του προηγούμενου έτους (**At-1=lagged total assets**), προκειμένου να αποφευχθούν

πιθανές λάθος εκτιμήσεις, ώστε με αυτό τον τρόπο να ενισχυθεί η αξιοπιστία των διακριτών δεδουλευμένων. Στη σχετική βιβλιογραφία αναφέρεται ως **NADA (Negative Absolute Discretionary Accruals)**.

Εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού της Ποιότητας των Κερδών στην παρούσα εργασία αποτέλεσε το Μοντέλο που προέκυψε από τις έρευνες των **Dechow and Dichev (2002)** και **Skinner and Soltes (2011)** και βασίζεται στην Ανθεκτικότητα των Κερδών. Η Ανθεκτικότητα των Κερδών (**Earnings Persistence**) προκύπτει, λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη πριν τα έκτακτα αποτελέσματα του τρέχοντος έτους, αλλά και των προηγούμενων τεσσάρων, για κάθε εταιρεία του δείγματος. Βάσει αυτού του Μοντέλου τα **EQ** προκύπτουν διαιρώντας τα κέρδη πριν τα έκτακτα αποτελέσματα του επομένου έτους (**IBXIt+1**), με το σύνολο του Ενεργητικού του προηγούμενου έτους (**At-1=lagged total assets**).

Αναμένεται θετικός συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των μερισμάτων και της μεταβλητής EQ, εάν ακολουθείται η υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, ενώ αν ακολουθείται η υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, ο συντελεστής συσχέτισης θα λάβει αρνητικές τιμές.

**{LOSS}** - ορίζεται ως 1 εάν προκύπτει κέρδος πριν από τα έκτακτα αποτελέσματα και 0 εάν προκύπτει αντίστοιχα, ζημιά. Η βασική υπόθεση για την χρησιμοποίηση αυτής της Μεταβλητής είναι ότι γενικά, η πραγματοποίηση ζημιών μειώνει την πρόθεση των εταιρειών να καταβάλουν μέρισμα.

Έτσι αναμένεται αρνητικός συντελεστής συσχέτισης της συγκεκριμένης Μεταβλητής.

**{EQ\*LOSS}** – η χρήση αυτής της Μεταβλητής στο Μοντέλο 2 λαμβάνει υπόψη την επίδραση της Ποιότητας των Κερδών στις εταιρείες που πραγματοποιούν ζημιές. Ενώ όπως αναφέρεται στην Μεταβλητή LOSS η πραγματοποίηση ζημιών φυσιολογικά έχει αρνητική συσχέτιση με το Μέρισμα, οι εταιρείες που διαθέτουν υψηλής ποιότητας κέρδη, αποδίδουν μερίσματα σε τακτική βάση παρά την πραγματοποίηση ζημιών.

Έτσι, θετικός συντελεστής συσχέτισης μεταξύ της εν λόγω μεταβλητής και των μερισμάτων, δηλαδή διανομή Μερισματος παρά την πραγματοποίηση ζημιών στις εταιρείες που διαθέτουν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας, σημαίνει ότι τα κέρδη των

εταιρειών είναι υψηλής Ποιότητας και αναμένεται αντιστροφή των αρνητικών αποτελεσμάτων στο μέλλον, **Lintner (1956)**. Με βάση την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών η θετική συσχέτιση αυτής της Μεταβλητής με τα Μερίσματα θα είναι μεγαλύτερη.

Αρνητικός συντελεστής συσχέτισης επιβεβαιώνει την βασική υπόθεση, του Σήματος στην Αγορά, άρα η ποιότητα των κερδών συσχετίζεται αρνητικά με τα Μερίσματα.

**{OCF} Operating Cash Flow** - οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας διά το σύνολο του Ενεργητικού.

**{MB} market-to-book** – η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της εταιρείας προς την λογιστική τους αξία.

**{SIZE}** – η λογαριθμική αξία του Ενεργητικού η οποία προσδιορίζει το μέγεθος της εταιρείας.

Βάσει της μελέτης των **Fama and French (2001)** οι εταιρείες που αποδίδουν μερίσματα, έχουν μεγαλύτερο μέγεθος μικρότερη προοπτική ανάπτυξης και υψηλότερες Ταμειακές Ροές.

Για τον λόγο αυτό λαμβάνονται υπόψη οι ανωτέρω μεταβλητές και αναμένονται θετικοί συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των αποδιδόμενων μερισμάτων και των μεταβλητών **SIZE, OCF** και **MB**.

**{DEBT}** – το μακροπρόθεσμο χρέος διά το σύνολο του Ενεργητικού.

Η χρήση αυτής της μεταβλητής βασίστηκε στις μελέτες των **Jagannathan et al. 2000, Fenn and Liang 2001, Kahle 2002, Griffin et al. 2009**, βάσει των οποίων οι εταιρείες με μεγάλο χρέος δεν αποδίδουν μερίσματα εύκολα.

Γι' αυτό αναμένεται αρνητικός συντελεστής.

**{CAPEXP}** – οι κεφαλαιουχικές δαπάνες διά το σύνολο του Ενεργητικού.

Βασική υπόθεση για την χρήση αυτής της μεταβλητή αποτελεί η μελέτη της **Kahle 2002** σύμφωνα με την οποία, οι εταιρείες με μεγάλες Κεφαλαιουχικές Δαπάνες έχουν καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες και λιγότερες Ταμειακές Ροές, επομένως θα αποδίδουν μικρότερα μερίσματα.

Επομένως αναμένεται αρνητικός συντελεστής στη μεταβλητή (**CAPEXP**).

{**RET και PRET**} – η απόδοση των μετοχών ανά μετοχή για το τρέχον και το προηγούμενο έτος αντίστοιχα.

Βάση της μελέτης της **Jagannathan et al. 2000** οι αποδόσεις των μετοχών του προηγούμενου και του τρέχοντος έτους επηρεάζουν τις αποφάσεις των εταιρειών για διανομή μερίσματος.

Τέλος, βάσει της μελέτης των **Li και Zhao (2008)** σύμφωνα με την οποία τα Μερίσματα επηρεάζονται από τα έτη και τους ιδιαίτερους παράγοντες του κλάδου χρησιμοποιήθηκαν οι ψευδομεταβλητές:

{**CRISIS**} – η χρήση της ψευδομεταβλητής έγινε στο 1<sup>ο</sup> Σκέλος της έρευνας, προκειμένου να ληφθεί υπόψη η επίδραση της Οικονομικής Κρίσης, της οποίας η επίδραση στην Ελλάδα ξεκίνησε το 2009. Για τα έτη 2005 έως και 2008 ορίστηκε ως 0 (έτη προ κρίσης) και ως 1 για τα έτη από το 2009 και μετά (έτη με κρίση).

{**INDUSTRY**} – Στο 2<sup>ο</sup> Σκέλος της Έρευνας (2005-2007), χρησιμοποιήθηκε η συγκεκριμένη ψευδομεταβλητή προκειμένου να διαχωριστούν οι Τράπεζες, οι Ασφαλιστικές και οι εταιρείες παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, από τις λοιπές επιχειρήσεις λόγω του ιδιαίτερου θεσμικού πλαισίου που τις διέπει. Ορίστηκε ως 1 για όλες τις εταιρείες πλην των Τραπεζών, Ασφαλειών και για τις οποίες ορίστηκε ως 0.

### **1. Μοντέλο 1: Σύσχεση Μερισμάτων και Ποιότητας Κερδών**

Με το Μοντέλο 1 εξετάζεται η επίδραση της ποιότητας των κερδών στα Μερίσματα Πληρωτέα.

Το Μοντέλο που υπολογίζεται είναι το εξής:

1<sup>ο</sup> Σκέλος Έρευνας

$$\text{DIV}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{EQ}_t + \beta_2 \text{LOSS}_t + \beta_3 \text{OCF}_t + \beta_4 \text{MB}_t + \beta_5 \text{SIZE}_t + \beta_6 \text{DEBT}_t + \beta_7 \text{CAPEXP}_t + \beta_8 \text{RET}_t + \beta_9 \text{PRET}_t + \sum r_j \text{CRISIS}_t + \varepsilon_t$$

2<sup>ο</sup> Σκέλος Έρευνας

$$\text{DIV}_t = \beta_0 + \beta_1\text{EQ}_t + \beta_2\text{LOSS}_t + \beta_3\text{OCF}_t + \beta_4\text{MB}_t + \beta_5\text{SIZE}_t + \beta_6\text{DEBT}_t + \beta_7\text{CAPEXP}_t + \beta_8\text{RET}_t + \beta_9\text{PRET}_t + \sum d_j \text{INDUSTRY}_t + \varepsilon_t$$

## **2. Μοντέλο 2: Ο ρόλος των ζημιών στη συσγέτιση Μερισμάτων και Ποιότητας Κερδών.**

Με το μοντέλο 2 εξετάζεται η επίδραση των ζημιών από λειτουργικές δραστηριότητες στην σχέση μεταξύ ποιότητας κερδών και μερισμάτων.

Το Μοντέλο που υπολογίζεται είναι το εξής:

1<sup>ο</sup> Σκέλος Έρευνας

$$\text{DIV}_t = \beta_0 + \beta_1\text{EQ}_t + \beta_2\text{EQ*LOSS}_t + \beta_3 \text{LOSS}_t + \beta_4\text{OCF}_t + \beta_5\text{MB}_t + \beta_6\text{SIZE}_t + \beta_7\text{DEBT}_t + \beta_8\text{CAPEXP}_t + \beta_9\text{RET}_t + \beta_{10}\text{PRET}_t + \sum r_j \text{CRISIS}_t + \varepsilon_t$$

2ο Σκέλος Έρευνας

$$\text{DIV}_t = \beta_0 + \beta_1\text{EQ}_t + \beta_2\text{EQ*LOSS}_t + \beta_3 \text{LOSS}_t + \beta_4\text{OCF}_t + \beta_5\text{MB}_t + \beta_6\text{SIZE}_t + \beta_7\text{DEBT}_t + \beta_8\text{CAPEXP}_t + \beta_9\text{RET}_t + \beta_{10}\text{PRET}_t + \sum d_j \text{INDUSTRY}_t + \varepsilon_t$$

Στο Μοντέλο 2 προστέθηκε η επίδραση της μεταβλητής **EQ\*LOSS** βάσει της **διαπίστωσης ότι οι εταιρείες που έχουν ζημιές, δεν καταβάλουν Μερίσματα με την έννοια της μη ύπαρξης κερδών προς διανομή**. Ωστόσο, εταιρείες που σε γενικές γραμμές πραγματοποιούν κέρδη υψηλής ποιότητας, εάν περιοδικά πραγματοποιήσουν ζημιές, έχουν την δυνατότητα να ακολουθούν μια σταθερή πολιτική απόδοσης μερισμάτων.

Βάσει των ανωτέρω, αναμένεται θετικός συντελεστής της μεταβλητής EQ\*LOSS εάν ακολουθείται η Υπόθεση των Μονίμων Κερδών και αρνητικός εάν ακολουθείται η Υπόθεση του Σήματος στην αγορά.

Επίσης για την πραγματοποίηση αυτής της εργασίας τα δύο Μοντέλα χρησιμοποίησαν εναλλακτικά τον Υπολογισμό της Ποιότητας των Κερδών με δύο

τρόπους προκειμένου να συγκριθούν τα αποτελέσματα και να βγουν συμπεράσματα. Στην πρώτη περίπτωση ο υπολογισμός της Ποιότητας των Κερδών έγινε με βάση το Μοντέλο των **Kothari et al. (2005)**, (**NADA**), ενώ στην δεύτερη ο αντίστοιχος υπολογισμός έγινε με βάση το Μοντέλο που προκύπτει από την έρευνα των **Dechow and Dichev (2002)** και **Skinner and Soltes (2011)**, (**Earnings Persistence**).

### Μεταβλητές Ανάλυσης:

Οι Μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream - Thomson προκειμένου να διενεργηθούν οι σχετικές αναλύσεις είναι οι εξής:

**div** = div per share – μέρισμα ανά μετοχή τρέχοντος έτους (εξαρτημένη μεταβλητή)

**ta** = net income before extraordinary items (**ibxi**) μείον Operating Cash Flows (**ocf**) – κέρδη πριν από τα έκτακτα αποτελέσματα του τρέχοντος έτους μείον ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Προσδιορίζει τον αριθμητή του κλάσματος με το οποίο υπολογίζονται τα **Earnings Quality (EQ)** με βάση το **NADA**.

**pers** = net income before extraordinary items (**ibxi**) το έτος t+1. Προσδιορίζει τον αριθμητή του κλάσματος με το οποίο υπολογίζονται τα **Earnings Quality (EQ)** με βάση το **Earnings Persistence**.

**lag** = lagged total assets – λαμβάνεται υπόψη το σύνολο του Ενεργητικού του προηγούμενου έτους. Προσδιορίζει τον παρονομαστή του κλάσματος με τον οποίο υπολογίζονται τα **Earnings Quality (EQ)**.

**Ibxi** = net income before extraordinary items – προσδιορίζει το **LOSS**, όπου όπως αναλύεται ανωτέρω στον σχεδιασμό έρευνας, ορίζεται ως 1 εάν προκύπτει κέρδος πριν από τα έκτακτα αποτελέσματα και 0 εάν προκύπτει ζημιά. Επίσης, χρησιμοποιείται και για τον υπολογισμό των **EQ** και με τους δύο τρόπους (**NADA** και **Earnings Persistence**).

**ocf** = operating cash flows - ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Προσδιορίζει τον αριθμητή για τον υπολογισμό του OCF.

**mb** = market value to book value - χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία.

**totas** = total assets – το σύνολο του Ενεργητικού. Προσδιορίζει τα lagged total assets το SIZE βάσει της λογαριθμικής του τιμής και αποτελεί τον παρονομαστή για τον υπολογισμό των OCF, του DEBT και των CAPEXP.

**debt** = long term debt – μακροπρόθεσμο χρέος. Προσδιορίζει τον αριθμητή για τον υπολογισμό του DEBT.

**capexp** = capital expenditures – δαπάνες κεφαλαίου. Προσδιορίζει τον αριθμητή για τον υπολογισμό του CAPEXP.

**ret** = return on equity - απόδοση των μετοχών ανά μετοχή.

**ind** = industry – ψευδομεταβλητή για τον διαχωρισμό των εταιρειών από τις τραπεζικές, ασφαλιστικές και παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. (2<sup>η</sup> Ανάλυση)

**crisis** = κρίση – ψευδομεταβλητή για να ληφθεί υπόψη η επίδραση των ετών με χρηματοπιστωτική κρίση. (1<sup>η</sup> Ανάλυση)



**ΜΕΡΟΣ 4<sup>ο</sup>****ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ****Αποτελέσματα 2005-2015 για όλες τις εισηγμένες πλην Τραπεζικού Κλάδου****Περιγραφική Στατιστική****Πίνακας 1. Περιγραφική Στατιστική με EQ βάσει NADA**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
div_w	2137	.0685358	.2064721	0	1.5
eq_w	2176	-.0389429	.0850092	-.3060594	.2306114
loss	2276	.5557996	.4969858	0	1
docf_w	2174	.0330679	.0787814	-.1817659	.3273719
mb_w	2090	1.104488	1.421509	-1.01	7.96
size_w	2179	11.57451	1.50348	8.242756	15.82594
ddebt_w	2146	.1566628	.1560447	0	.6771597
dcapexp_w	2153	.0376298	.0494231	0	.2815607
ret_w	2017	-6.749866	37.49329	-244.09	52.18
pret_w	2029	-5.131868	35.37417	-227.47	58.57
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Eqloss	2175	-.0056105	.0612644	-.3060594	.2306114

**Πίνακας 2. Περιγραφική Στατιστική με EQ βάσει EARNINGS PERSISTENCE**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
div_w	2137	.0685358	.2064721	0	1.5
eqpers_w	2176	-.0053152	.0777094	-.2792642	.261162
loss	2276	.5557996	.4969858	0	1
docf_w	2174	.0330679	.0787814	-.1817659	.3273719
mb_w	2090	1.104488	1.421509	-1.01	7.96
size_w	2179	11.57451	1.50348	8.242756	15.82594
ddebt_w	2146	.1566628	.1560447	0	.6771597
dcapexp_w	2153	.0376298	.0494231	0	.2815607
ret_w	2017	-6.749866	37.49329	-244.09	52.18
pret_w	2029	-5.131868	35.37417	-227.47	58.57
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Eqpersloss	2175	.0176877	.0503353	-.2792642	.261162

Οι μεταβλητές *docf*, *ddebt*, *dcarexpr*, ουσιαστικά είναι οι *ocf*, *debt*, *carexpr*. Το *d* προκύπτει από το *divided* (διαιρεμένο), αφού οι εν λόγω μεταβλητές για τις ανάγκες του Μοντέλου διαιρέθηκαν με τα *totas*.

Στους Πίνακες 1 και 2 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα ουσιαστικών στατιστικών μεγεθών, όπως ο Μέσος, η Τυπική Απόκλιση και η ελάχιστη και μέγιστη τιμή των μεταβλητών των Μοντέλων που εξετάζονται. Στον Πίνακα 1 η Ποιότητα των Κερδών (EQ) υπολογίστηκε με βάση το Μοντέλο των **Kothari et al. (2005)**, (**NADA**), ενώ στην δεύτερη ο αντίστοιχος υπολογισμός έγινε με βάση το Μοντέλο που προκύπτει από την έρευνα των **Dechow and Dichev (2002)** και **Skinner and Soltes (2011)**, (**Earnings Persistence**).

Αφαιρέθηκαν οι ακραίες τιμές των Μεταβλητών σε ποσοστό 1% από τις χαμηλότερες και υψηλότερες τιμές του δείγματος.

Ο Μέσος δείχνει τον Μέσο όρο των παρατηρήσεων του δείγματος και αποτελεί Στατιστικό Μέγεθος που δείχνει την Κεντρική Τάση, ενώ η Τυπική Απόκλιση δείχνει την διασπορά των παρατηρήσεων γύρω από τον Μέσο.

Έτσι με βάση τα αποτελέσματα από τους δύο Πίνακες έχουμε τα εξής:

Η Μέση Τιμή των Μερισμάτων σε σύνολο 2.137 παρατηρήσεων είναι περίπου 0,069 ενώ η Τυπική απόκλιση 0,21 και κρίνεται ικανοποιητική. Επομένως οι παρατηρήσεις των δεδομένων συσπειρώνονται ικανοποιητικά γύρω από την Μέση Τιμή. Έτσι η Μέση Τιμή των παρατηρήσεων κυμαίνεται κοντά στο μέσο μεταξύ της υψηλότερης και χαμηλότερης τιμής των παρατηρήσεων (0, 1,5), ήτοι 0,75.

Η Μέση τιμή της EQ με βάση το NADA είναι αρνητική -0,039 περίπου, ενώ με βάση το Earnings Persistence περίπου -0,005, ενώ και στις δύο περιπτώσεις η Τυπική Απόκλιση είναι στα ίδια περίπου επίπεδα, δηλαδή γύρω στο 0,08. Ωστόσο στην περίπτωση του υπολογισμού της βάσει NADA η μέση τιμή βρίσκεται κοντά στην ελάχιστη τιμή των παρατηρήσεων, σε αντίθεση με την περίπτωση υπολογισμού βάσει Earnings Persistence που βρίσκεται στο μέσο των ακραίων τιμών.

Κατά μέσο όρο το 56% των εταιρειών δηλώνουν κέρδη.

Ο Μέσος των OCF είναι θετικός 0,033 ενώ των MB value είναι 1,10 περίπου, με μεγάλη ωστόσο Τυπική Απόκλιση που ανέρχεται σε 1,42, ενώ του *debt* και των

capexr σε 0,16 και 0,038 αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τα ret (απόδοση μετοχής) του προηγούμενου και του προ προηγούμενου έτους είναι αρνητικά -6,75 και -5,13 αντίστοιχα με σημαντικές ωστόσο Τυπικές Αποκλίσεις.

### Συσχετισμοί Μεταβλητών

**Πίνακας 3. Συσχετισμοί μεταξύ μεταβλητών, (Μοντέλο 1), με EQ βάσει NADA**

	div_w	eq_w	loss	ocf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex-w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000									
eq_w	0.0718	1.0000								
loss	0.2899	0.3208	1.0000							
ocf_w	0.3032	-0.6167	0.2803	1.0000						
mb_w	0.2915	0.1013	0.1813	0.1565	1.0000					
size_w	0.2749	0.0607	0.1438	0.0898	0.0031	1.0000				
ddebt_w	-0.0739	-0.0280	-0.0575	-0.0763	0.0397	0.2909	1.0000			
dcapexp_w	0.0600	-0.1111	0.2015	0.2462	0.0890	0.1011	0.0919	1.0000		
ret_w	0.2433	0.3237	0.5071	0.2824	0.1509	0.1078	-0.1119	0.1471	1.0000	
pret_w	0.3104	0.2178	0.4282	0.2337	0.2000	0.1588	-0.0756	0.1650	0.6062	1.0000

Μηδενική συσχέτιση (0) = καμία μεταβλητή

Απόλυτη συσχέτιση (1, -1) = καμία μεταβλητή

Υψηλές συσχετ. θετικές = ocf – div (0.3032), pret – div (0.3104), loss- eq (0.3208), ret-eq (0.3237), ret – loss (0.5071), pret – loss (0.4282)

Υψηλές συσχετ. αρνητικές = ocf – eq (-0.6167)

Ως υψηλές εκλαμβάνονται οι συσχετίσεις πάνω από 0,3

**Πίνακας 4. Συσχετισμοί μεταξύ μεταβλητών, (Μοντέλο 2), με EQ βάσει NADA**

	div_w	eq_w	Eqloss	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000										
eq_w	0.0718	1.0000									
Eqloss	-0.0602	0.7327	1.0000								
loss	0.2899	0.3208	-0.1013	1.0000							
docf_w	0.3032	-0.6167	-0.6860	0.2803	1.0000						
mb_w	0.2915	0.1013	0.0092	0.1813	0.1565	1.0000					
size_w	0.2749	0.0607	0.0085	0.1438	0.0898	0.0031	1.0000				
ddebt_w	-0.0739	-0.0280	0.0163	-0.0575	-0.0763	0.0397	0.2909	1.0000			
dcapexp_w	0.0600	-0.1111	-0.1862	0.2015	0.2462	0.0890	0.1011	0.0919	1.0000		
ret_w	0.2433	0.3237	-0.0115	0.5071	0.2824	0.1509	0.1078	-0.1119	0.1471	1.0000	
pret_w	0.3104	0.2178	0.0062	0.4282	0.2337	0.2000	0.1588	-0.0756	0.1650	0.6062	1.0000

Μηδενική συσχέτιση (0) = καμία μεταβλητή

Απόλυτη συσχέτιση (1, -1) = καμία μεταβλητή

Υψηλές συσχετ. θετικές = ocf – div (0.3032), pret – div (0.3104), eqloss – eq (0.7327), loss - eq (0.3208), ret – eq (0.3237), ret – loss (0.5071), pret - loss (0.4282)

Υψηλές συσχετ. αρνητικές = ocf – eq (-0.6167), ocf – eqloss (-0.6860)

Ως υψηλές εκλαμβάνονται οι συσχετίσεις πάνω από 0,3

Παρατηρούμε ότι στο Μοντέλο 2 η πρόσθετη Μεταβλητή eqloss έχει υψηλό βαθμό συσχέτισης, με την eq.

**Πίν. 5. Συσχετισμοί μεταβλητών (Μοντ. 1), EQ με EARNINGS PERSISTENCE**

	div_w	eqpers_w	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000									
eqpers_w	0.4055	1.0000								
loss	0.2899	0.5332	1.0000							
docf_w	0.3032	0.3702	0.2803	1.0000						
mb_w	0.2915	0.3038	0.1813	0.1565	1.0000					
size_w	0.2749	0.1678	0.1438	0.0898	0.0031	1.0000				
ddebt_w	-0.0739	-0.0927	-0.0575	-0.0763	0.0397	0.2909	1.0000			
dcapexp_w	0.0600	0.1342	0.2015	0.2462	0.0890	0.1011	0.0919	1.0000		
ret_w	0.2433	0.4569	0.5071	0.2824	0.1509	0.1078	-0.1119	0.1471	1.0000	
pret_w	0.3104	0.4366	0.4282	0.2337	0.2000	0.1588	-0.0756	0.1650	0.6062	1.0000

Μηδενική συσχέτιση (0) = καμία μεταβλητή

Απόλυτη συσχέτιση (1, -1) = καμία μεταβλητή

Υψηλές συσχετ. θετικές = eqpers – div (0.4055), ocf – div (0.3032), pret – div (0.3104), ocf – eqpers (0.3702), mb – eqpers (0.3038), ret – eqpers (0.4569), pret – eqpers (0.4366), ret-loss (0.5071), pret – loss (0.4282)

Υψηλές συσχετ. αρνητικές = καμία

Ως υψηλές εκλαμβάνονται οι συσχετίσεις πάνω από 0,3

Παρατηρούμε ότι ο συσχετισμός ocf – eqpers είναι υψηλός επίσης, σε σχέση με τον αντίστοιχο υπολογισμό όπου ωστόσο τα eq υπολογίστηκαν με βάση το NADA, δηλαδή εκεί όπου τα ocf αφαιρέθηκαν από τα ibxι στον αριθμητή του λόγου EQ/lagTotas, όμως η συσχέτιση σε αυτήν την περίπτωση είναι αρνητική.

#### Πίν. 6. Συσχετισμοί μεταβλητών, (Μοντ. 2), EQ με EARNINGS PERSISTENCE

	div_w	eqpers_w	Eqpers-s	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex-w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000										
eqpers_w	0.4055	1.0000									
Eqpersloss	0.4700	0.7790	1.0000								
loss	0.2899	0.5332	0.3337	1.0000							
docf_w	0.3032	0.3702	0.3235	0.2803	1.0000						
mb_w	0.2915	0.3038	0.3377	0.1813	0.1565	1.0000					
size_w	0.2749	0.1678	0.1671	0.1438	0.0898	0.0031	1.0000				
ddebt_w	-0.0739	-0.0927	-0.0865	-0.0575	-0.0763	0.0397	0.2909	1.0000			
dcapex_w	0.0600	0.1342	0.0845	0.2015	0.2462	0.0890	0.1011	0.0919	1.0000		
ret_w	0.2433	0.4569	0.2714	0.5071	0.2824	0.1509	0.1078	-0.1119	0.1471	1.0000	
pret_w	0.3104	0.4366	0.3578	0.4282	0.2337	0.2000	0.1588	-0.0756	0.1650	0.6062	1.0000

Μηδενική συσχέτιση (0) = καμία μεταβλητή

Απόλυτη συσχέτιση (1, -1) = καμία μεταβλητή

Υψηλές συσχετ. θετικές = eqpers – div (0.4055), eqpersloss – div (0.4700), ocf – div (0.3032), pret – div (0.3104), eqpersloss- eqpers (0.7790), loss – eqpers (0.5332), ocf – eqpers (0.3702), mb – eqpers (0.3038), ret – eqpers (0.4569), pret – eqpers (0.4366), loss – eqpersloss (0.3337) ocf – eqpersloss (0.3235), mb – eqpersloss (0.3377), pret – eqpersloss (0.3578), ret – loss (0.5071), pret-loss (0.4282)

Υψηλές συσχετ. αρνητικές = καμία

Ως υψηλές εκλαμβάνονται οι συσχετίσεις πάνω από 0,3

Για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σε ένα Μοντέλο δεν θα πρέπει ο συντελεστής συσχέτισής τους να παίρνει την μηδενική τιμή (ασυσχέτιστες μεταβλητές) και να κυμαίνεται μεταξύ του -1 και του 1 (απόλυτη συσχέτιση στο 1 και -1, θετική ή αρνητική). Από τον ανωτέρω πίνακα παρατηρείται ότι σε καμιά εκ των μεταβλητών, δεν λαμβάνει την μηδενική τιμή ο συντελεστής συσχέτισης.

Ερμηνεύοντας γενικά τις συσχετίσεις των μεταβλητών, στην αρνητική συσχέτιση, εάν η μια μεταβλητή βρίσκεται πάνω από τον μέσο της η άλλη θα είναι κάτω από τον μέσο της κατά το αναφερόμενο ποσοστό των περιπτώσεων, ενώ αντιθέτως στην θετική συσχέτιση, οι μεταβλητές κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση στο αντίστοιχο ποσοστό των περιπτώσεων.

Σε ότι αφορά την βασική Υπόθεση,

στην περίπτωση που ο υπολογισμός της Ποιότητας των Κερδών γίνεται με το NADA, υπάρχει χαμηλή (0,0718), αλλά θετική συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων, η οποία μετά τον υπολογισμό των ζημιών επί της Ποιότητας των Κερδών γίνεται αρνητική (-0,0602),

ενώ στην περίπτωση που ο υπολογισμός της Ποιότητας των Κερδών γίνεται με το Earnings Persistence, η συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων παραμένει θετική (0,4055), όπως και στο NADA, ωστόσο σημαντικά μεγαλύτερη, παραμένει επίσης θετική μετά την επίδραση των ζημιών επί της Ποιότητας των Κερδών (0,47).

## Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των Παλινδρομήσεων. Γενικά σε ότι αφορά στην ερμηνεία των Μοντέλων ισχύουν τα εξής:

Ελέγχοντας την ερμηνευτική ικανότητα του Μοντέλου λαμβάνουμε υπόψη τον συντελεστή προσδιορισμού R-squared, ο οποίος δείχνει τον συνολικό βαθμό ερμηνείας της εξαρτημένης μεταβλητής από τις τιμές που παίρνουν οι ανεξάρτητες. Οι τιμές που μπορεί να λάβει είναι μεταξύ 0 και 1. Σε περίπτωση που λάβει την τιμή 1 υπάρχει πλήρης γραμμική συσχέτιση των μεταβλητών του Μοντέλου, ενώ στην αντίθετη περίπτωση δεν υπάρχει γραμμική συσχέτιση. Συνεπώς ο βαθμός ερμηνείας της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες, προσδιορίζεται από την τιμή που λαμβάνει ο συντελεστής R-squared.

Επειδή ωστόσο ο συντελεστής R-squared αυξάνεται όταν εισάγονται επιπλέον Μεταβλητές, ακόμα και αν αυτές δεν είναι στατιστικά σημαντικές, λαμβάνεται υπόψη ο συντελεστής adjusted-R-squared, ο οποίος διορθώνει την αναφερόμενη αδυναμία ως προς τους βαθμούς ελευθερίας.

Δύο ακόμη συντελεστές που λαμβάνονται υπόψη προκειμένου να διαπιστωθεί εάν οι ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν την εξαρτημένη, λαμβάνοντάς τις υπόψη ξεχωριστά, είναι οι p-value και η t-statistic.

Πιο συγκεκριμένα η p-value, λαμβάνοντας υπόψη το επίπεδο σημαντικότητας 5%, των Παλινδρομήσεων που υπολογίστηκε στην συγκεκριμένη εργασία, πρέπει να κυμαίνεται σε επίπεδα  $0,01 < p\text{-value} < 0,05$  προκειμένου να κριθεί στατιστικά σημαντική η κάθε μεταβλητή.

Σε ότι αφορά τον συντελεστή t-statistic, κάθε μεταβλητής, θα πρέπει να κυμαίνεται σε επίπεδα  $|t| \leq 1,96$ .

## Πίνακας 7. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλου 1 με EQ βάσει NADA

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1875		
Model	27.242487	10	2.7242487	F( 10, 1864) =	81.38	
Residual	62.3979471	1864	.033475294	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3039	
				Adj R-squared =	0.3002	
				Root MSE =	.18296	
Total	89.6404342	1874	.047833743			

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eq_w	.9134632	.1100239	8.30	0.000	.6976801	1.129246
loss	-.006367	.0120155	-0.53	0.596	-.0299322	.0171983
docf_w	1.36884	.1119852	12.22	0.000	1.14921	1.588469
mb_w	.0278296	.0033943	8.20	0.000	.0211725	.0344867
size_w	.0360318	.0031028	11.61	0.000	.0299465	.0421172
ddebt_w	-.1626819	.0320083	-5.08	0.000	-.2254578	-.0999059
dcapexp_w	-.2865893	.0975139	-2.94	0.003	-.4778372	-.0953414
ret_w	-.0008772	.0001844	-4.76	0.000	-.0012388	-.0005156
pret_w	.0012247	.0002375	5.16	0.000	.0007589	.0016906
crisis	-.028505	.0097915	-2.91	0.004	-.0477084	-.0093016
_cons	-.3409759	.0368646	-9.25	0.000	-.4132762	-.2686756

Ερμηνεία Παλινδρόμησης Μοντέλου 1 με EQ βάσει NADA:

Ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared έχει τιμή 30,39%, ενώ ο adjusted R-squared 30.02% και κρίνονται ικανοποιητικοί, λαμβανομένων υπόψη και των 1875 παρατηρήσεων, σε ότι αφορά την ερμηνευτική ικανότητα του Μοντέλου. Επομένως το Μοντέλο που λήφθηκε υπόψη ερμηνεύεται από το υπόδειγμα κατά 30,02%.

Ο έλεγχος F για την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών συνολικά (81,38) δείχνει πως ασκείται στατιστικά σημαντική επίδραση από το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών προς την εξαρτημένη μεταβλητή.

Δεν αποκλείστηκε καμία μεταβλητή, ενώ για το επίπεδο εμπιστοσύνης 5% που επιλέχθηκε, με βάση την p-value δεν κρίνεται στατιστικά σημαντική καμία μεταβλητή ξεχωριστά, αφού όλες οι μεταβλητές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% λαμβάνουν τιμές εκτός του ορίου  $0,01 < p\text{-value} < 0,05$ . Αυτό αποτελεί ένδειξη πολυσυγγραμικότητας και επομένως υπάρχουν ισχυρές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία των μεταβλητών.

Σε ότι αφορά στο t-statistic κάθε μεταβλητής διαπιστώνεται ότι η μεταβλητή loss |0,53|, είναι στατιστικά σημαντική αφού η τιμή της είναι  $\leq 1,96$ . Όλες οι υπόλοιπες κρίνονται στατιστικά ασήμαντες αφού παίρνουν απόλυτες τιμές του t-statistic



μεγαλύτερες του 1,96. Σε ότι αφορά στο μέγεθος της μεταβολής της, για κάθε μονάδα αύξησης των Μερισμάτων, η ζημιά μειώνεται κατά 0,0064 μονάδες περίπου.

Όσον αφορά το πρόσημο των συντελεστών των τιμών των μεταβλητών, σε σχέση με τους αναμενόμενους βάσει των προαναφερόμενων μελετών, διαπιστώνονται τα εξής:

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΠΡΟΣΗΜΟ	ΠΡΟΣΗΜΟ ΒΑΣΕΙ ΜΟΝΤΕΛΟΥ
eq_w	(+)	(+)
loss	(-)	(-)
docf_w	(+)	(+)
mb_w	(+)	(+)
size_w	(+)	(+)
ddebt_w	(-)	(-)
dcapexp_w	(-)	(-)
ret_w	?	(-)
pret_w	?	(+)
crisis	?	(-)

Με βάση τα πρόσημα των συντελεστών των μεταβλητών υπάρχει ταύτιση με την βασική θεωρία (Υπόθεση Ανθεκτικών Κερδών).

Βάσει δε των μεγεθών των συντελεστών των μεταβλητών, διαπιστώνεται ότι την μεγαλύτερη θετική μεταβολή για κάθε μεταβολή κατά μία μονάδα των διανεμόμενων μερισμάτων υφίσταται ο συντελεστής της μεταβλητής ocf, καθώς μεταβάλλεται προς την ίδια κατεύθυνση κατά 1,37 μονάδες περίπου και ακολουθεί με μικρή σχετικά διαφορά ο eq με 0,91 μονάδες. Επομένως, για κάθε μεταβολή κατά μία μονάδα των μερισμάτων, το eq μεταβάλλεται θετικά κατά 0,91 περίπου, και συμφωνεί με την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, ότι δηλαδή η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται θετικά με τα Μερίσματα.

## Πίνακας 8. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλου 2 με EQ βάσει NADA

Source	SS	df	MS			
Model	27.2440865	11	2.47673514	Number of obs =	1875	
Residual	62.3963476	1863	.033492403	F( 11, 1863) =	73.95	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3039	
				Adj R-squared =	0.2998	
Total	89.6404342	1874	.047833743	Root MSE =	.18301	

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eq_w	.8968552	.1337426	6.71	0.000	.6345541	1.159156
Eqloss	.0266456	.1219291	0.22	0.827	-.2124864	.2657775
loss	-.0054003	.0128068	-0.42	0.673	-.0305174	.0197168
docf_w	1.370541	.1122841	12.21	0.000	1.150325	1.590757
mb_w	.0278267	.0033952	8.20	0.000	.0211679	.0344856
size_w	.0360147	.0031046	11.60	0.000	.0299259	.0421036
ddebt_w	-.1626956	.0320166	-5.08	0.000	-.2254877	-.0999035
dcapexp_w	-.2862566	.0975507	-2.93	0.003	-.4775767	-.0949365
ret_w	-.0008709	.0001867	-4.66	0.000	-.001237	-.0005047
pret_w	.0012209	.0002382	5.12	0.000	.0007536	.0016881
crisis	-.0284894	.0097942	-2.91	0.004	-.0476982	-.0092806
_cons	-.3417549	.0370459	-9.23	0.000	-.4144109	-.269099

Ερμηνεία Παλινδρόμησης Μοντέλου 2:

Με βάση τον συντελεστή προσδιορισμού R-squared (30,39%) και τον adjusted R-squared (29,98%) το Μοντέλο μου εξακολουθεί να λαμβάνει τιμές που κρίνονται ικανοποιητικές σε ότι αφορά την ερμηνευτική ικανότητα του.

Ο έλεγχος F για την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών συνολικά δείχνει πως ασκείται στατιστικά σημαντική επίδραση από το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών προς την εξαρτημένη μεταβλητή.

Δεν αποκλείστηκε καμία μεταβλητή, ενώ για το επίπεδο εμπιστοσύνης 5% που επιλέχθηκε, δεν κρίθηκε καμία στατιστικά σημαντική, αφού σε επίπεδο σημαντικότητας 5% η  $p\text{-value} > 0,05$ , ή  $p\text{-value} < 0,01$ .

Σε ότι αφορά στο t-statistic κάθε μεταβλητής διαπιστώνεται ότι οι μεταβλητές eqloss |0.22| και loss |0.42| είναι στατιστικά σημαντικές αφού οι απόλυτες τιμές τους είναι  $\leq 1,96$ . Όλες οι υπόλοιπες κρίνονται στατιστικά ασήμαντες αφού παίρνουν απόλυτες τιμές του t-statistic μεγαλύτερες του 1,96. Σε ότι αφορά στις στατιστικά σημαντικές μεταβλητές με βάση το t-statistic, για κάθε μονάδα αύξησης των Μερισμάτων, η

μεταβλητή eqloss αυξάνεται κατά περίπου 0,027 μονάδες, ενώ η loss μειώνεται κατά περίπου 0,005 μονάδες.

Σε ότι αφορά το πρόσημο των συντελεστών των τιμών των μεταβλητών, σε σχέση με τους αναμενόμενους βάσει των προαναφερόμενων μελετών, διαπιστώνονται τα εξής:

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΠΡΟΣΗΜΟ	ΠΡΟΣΗΜΟ ΒΑΣΕΙ ΜΟΝΤΕΛΟΥ
eq_w	(+)	(+)
eqloss	(+)	(+)
loss	(-)	(-)
docf_w	(+)	(+)
mb_w	(+)	(+)
size_w	(+)	(+)
ddebt_w	(-)	(-)
dcapexp_w	(-)	(-)
ret_w	?	(-)
pret_w	?	(+)
crisis	?	(-)

Σε ότι αφορά στους συντελεστές των μεταβλητών υπάρχει ταύτιση με την βασική θεωρία (Υπόθεση Ανθεκτικών Κερδών).

Βάσει δε των μεγεθών των συντελεστών των μεταβλητών, διαπιστώνεται ότι την μεγαλύτερη μεταβολή για κάθε μεταβολή κατά μία μονάδα των διανεμόμενων μερισμάτων υφίσταται ο συντελεστής της μεταβλητής ocf, καθώς μεταβάλλεται προς την ίδια κατεύθυνση κατά 1,37 μονάδες περίπου.

Η μεταβλητές eq και eqloss, συσχετίζονται επίσης θετικά με τα Μερίσματα, επιβεβαιώνοντας την βασική Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, αν και η μεταβλητή eq δεν ενισχύεται μετά την επίδραση των ζημιών, αλλά μειώνεται ελαφρώς.

Λαμβανομένων υπόψη όλων των ανωτέρω, διαπιστώνουμε ότι συνολικά οι μεταβλητές του Μοντέλου επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την διανομή μερίσματος από τις εταιρείες.

Η μεταβλητή eq που αφορά στην ποιότητα των κερδών λειτουργεί προς την ίδια κατεύθυνση με την εξαρτημένη μεταβλητή που αφορά στα διανεμόμενα μερίσματα και μεταβάλλεται σημαντικά για κάθε θετική μεταβολή των διανεμόμενων

μερισμάτων. Έτσι για κάθε θετική μεταβολή κατά μία μονάδα των μερισμάτων, το eq μεταβάλλεται επίσης θετικά κατά 0.9 μονάδες περίπου.

Ωστόσο δεν επιβεβαιώνεται η Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών σε ότι αφορά στην επίδραση των ζημιών, αφού η συσχέτιση Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων δεν ενισχύεται.

**Πίν. 9 Αποτελ. Παλινδρόμησης Μοντ. 1 EQ με EARNINGS PERSISTENCE**

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1875		
Model	26.5792847	10	2.65792847	F( 10, 1864) =	78.56	
Residual	63.0611495	1864	.033831089	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2965	
				Adj R-squared =	0.2927	
				Root MSE =	.18393	
Total	89.6404342	1874	.047833743			

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eqpers_w	.5435034	.0779609	6.97	0.000	.3906036	.6964031
loss	.0182484	.0110904	1.65	0.100	-.0035024	.0399993
docf_w	.4919041	.0630837	7.80	0.000	.3681821	.6156262
mb_w	.0289164	.0034073	8.49	0.000	.0222339	.0355988
size_w	.036673	.0031167	11.77	0.000	.0305604	.0427856
ddebt_w	-.1697813	.032138	-5.28	0.000	-.2328116	-.106751
dcapexp_w	-.3254187	.0977504	-3.33	0.001	-.5171305	-.133707
ret_w	-.000302	.0001654	-1.83	0.068	-.0006263	.0000223
pret_w	.0010801	.0002406	4.49	0.000	.0006083	.0015519
crisis	-.0295727	.0098414	-3.00	0.003	-.048874	-.0102714
_cons	-.3574523	.036874	-9.69	0.000	-.429771	-.2851337

Και σε αυτή την περίπτωση η ερμηνεία των F, R-squared και adjusted R-squared, οι παρατηρήσεις συμπίπτουν με τις ανωτέρω. Επίσης σε ότι αφορά την p-value.

Σε ότι αφορά το t-statistic στατιστικά σημαντικές κρίνονται οι, loss |1.65| και ret |1,83| αφού οι απόλυτες τιμές τους είναι μικρότερες του 1,96 και κινούνται η μεν πρώτη θετικά κατά περίπου 0,018 μονάδες, ενώ η δεύτερη αρνητικά κατά περίπου 0,0002 μονάδες για κάθε μιας μονάδας αύξησης των Μερισμάτων.

Σε ότι αφορά στα πρόσημα των συντελεστών, ο συντελεστής loss να λαμβάνει θετικό πρόσημο αν και αναμένεται αρνητικό, ενώ οι υπόλοιποι ταυτίζονται με την βασική θεωρία.

Σε ότι αφορά την βασική Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, τα αποτελέσματα την επιβεβαιώνουν αφού η Ποιότητα των Κερδών συσχετίζεται θετικά με τα Μερίσματα,

αν και με βάση τον υπολογισμό των Earnings Persistence η συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων, είναι μειωμένη.

**Πίν. 10 Αποτελ. Παλινδρόμησης Μοντ. 2 EQ με EARNINGS PERSISTENCE**

Source	SS	df	MS			
Model	29.9986215	11	2.72714741	Number of obs =	1875	
Residual	59.6418127	1863	.032013855	F( 11, 1863) =	85.19	
				Prob > F	= 0.0000	
				R-squared	= 0.3347	
				Adj R-squared	= 0.3307	
Total	89.6404342	1874	.047833743	Root MSE	= .17892	

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eqpers_w	-.2419157	.1073641	-2.25	0.024	-.4524822	-.0313492
Eqpersloss	1.47299	.1425273	10.33	0.000	1.193461	1.75252
loss	.0323748	.0108746	2.98	0.003	.0110471	.0537026
docf_w	.4426443	.0615508	7.19	0.000	.3219284	.5633601
mb_w	.0228036	.0033669	6.77	0.000	.0162004	.0294068
size_w	.0338594	.003044	11.12	0.000	.0278893	.0398295
ddebt_w	-.1483115	.0313319	-4.73	0.000	-.2097609	-.0868621
dcapexp_w	-.2935661	.0951388	-3.09	0.002	-.4801559	-.1069764
ret_w	-.0000264	.000163	-0.16	0.871	-.0003462	.0002934
pret_w	.0007843	.0002358	3.33	0.001	.0003219	.0012467
crisis	-.0314161	.0095751	-3.28	0.001	-.0501951	-.0126371
_cons	-.3535231	.035872	-9.86	0.000	-.4238766	-.2831695

Και σε αυτή την περίπτωση η ερμηνεία των F, R-squared και adjusted R-squared, οι παρατηρήσεις συμπίπτουν με τις ανωτέρω. Επίσης και σε ότι αφορά την p-value.

Σε ότι αφορά το t-statistic στατιστικά σημαντικός κρίνεται ο ο ret |0,16|, ο οποίος κινείται αρνητικά κατά περίπου 0,00003 μονάδες, για κάθε μιας μονάδα θετικής μεταβολή των Μερισμάτων.

Σε ότι αφορά στα πρόσημα των συντελεστών, η Ποιότητα των Κερδών eqpers παίρνει αρνητικό πρόσημο μετά την επίδραση των ζημιών, ενώ αναμένεται θετικό, ενώ η loss παίρνει θετικό ενώ αναμένεται αρνητικό.

Το δε ποσό της μείωσης της μεταβλητής eqpers, για κάθε μία μονάδα αύξησης του μερίσματος ανέρχεται σε 0,24 περίπου μονάδες.

Ωστόσο δεν επιβεβαιώνεται η Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών σε ότι αφορά στην επίδραση των ζημιών, αφού η συσχέτιση Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων δεν ενισχύεται, αντιθέτως γίνεται αρνητική.

## ΕΝΔΕΛΛΑΚΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΜΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ 2005-2007

Στο Κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της διερεύνησης που έγινε σε ότι αφορά την χρονική περίοδο 2005-2007, όπου εξετάζεται η επίδραση του κλάδου των τραπεζών, ασφαλιστικών και χρηματιστηριακών, των οποίων η Μερισματική πολιτική διαφοροποιείται θεσμικά από τις λοιπές εισηγμένες στην Ελλάδα. Η χρονική περίοδος επιλέχθηκε λόγω του γεγονότος ότι οι Τράπεζες οι οποίες έχουν την σημαντικότερη επίδραση στον κλάδο, λόγω μεγεθών, απαγορεύτηκε να μοιράζουν Μερίσματα από το 2008 και έπειτα.

### Περιγραφική Στατιστική

**Πίνακας 11. Περιγραφική Στατιστική με EQ βάσει NADA**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
div_w	605	1.188902	7.346973	0	62.354
eq_w	617	-.0008295	.0941803	-.278726	.2987368
loss	668	.8068862	.3950373	0	1
docf_w	632	.034344	.0938051	-.2034695	.3856041
mb_w	595	2.012454	2.165414	.27	15.37
size_w	639	11.74229	1.73321	8.466531	17.71794
ddebt_w	634	.1361201	.1366062	0	.561065
dcapexp_w	625	.0488849	.0592961	0	.3241378
ret_w	601	7.498303	17.6322	-64.91	75.08
pret_w	569	7.725185	17.55769	-57.45	87.12

---

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Eqloss	616	.0057015	.0863326	-.278726	.2987368

## Πίνακας 12. Περιγραφική Στατιστική με EQ βάσει EARNINGS PERSISTENCE

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
div_w	605	1.188902	7.346973	0	62.354
eqpers_w	617	.0347243	.0884216	-.2858223	.3899298
loss	668	.8068862	.3950373	0	1
docf_w	632	.034344	.0938051	-.2034695	.3856041
mb_w	595	2.012454	2.165414	.27	15.37
size_w	639	11.74229	1.73321	8.466531	17.71794
ddebt_w	634	.1361201	.1366062	0	.561065
dcapexp_w	625	.0488849	.0592961	0	.3241378
ret_w	601	7.498303	17.6322	-64.91	75.08
pret_w	569	7.725185	17.55769	-57.45	87.12

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Eqpersloss	616	.0409058	.0751076	-.2858223	.3899298

Η Μέση Τιμή των Μερισμάτων σε σύνολο 605 παρατηρήσεων είναι περίπου 1,19 ενώ η Τυπική απόκλιση 7,35 είναι πολύ μεγάλη. Επομένως οι παρατηρήσεις των δεδομένων απλώνονται σε ένα ευρύ φάσμα τιμών.

Κατά μέσο όρο το 56% των εταιρειών δηλώνουν ζημιές. Το ύψος της Τυπικής Απόκλισης σε συνδυασμό με την Μέση Τιμή που είναι χαμηλή και κοντά στην ελάχιστη τιμή των παρατηρήσεων, δείχνει ότι η πλειοψηφία των εταιρειών διανέμει Μερισμάτα κοντά στην ελάχιστη τιμή που είναι 0 και μόνο ένα μικρό μέρος των εταιρειών διανέμει μεγάλα Μερισμάτα που ανεβάζουν τον Μέσο όρο. Πράγματι, ο τραπεζικός κλάδος είναι αυτός που την συγκεκριμένη χρονική περίοδο διένειμε υψηλά Μερισμάτα και κυρίως σε αυτές τις παρατηρήσεις αποδίδονται τα ανωτέρω.

Η Μέση τιμή της EQ με βάση το NADA είναι οριακά αρνητική -0,008 περίπου, ενώ με βάση το Earnings Persistence θετική, περίπου -0,0347, ενώ και στις δύο περιπτώσεις η Τυπική Απόκλιση είναι στα ίδια περίπου επίπεδα, δηλαδή γύρω στο 0,09.

Σημειώνεται επίσης ότι το χρονικό διάστημα 2005-2007, το 81% περίπου των εταιρειών του δείγματος δηλώνουν κέρδη.



## Συσχετισμοί Μεταβλητών

**Πίνακας 13. Συσχετισμοί μεταξύ μεταβλητών, (Μοντέλο 1), με EQ βάσει NADA**

	div_w	eq_w	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000									
eq_w	0.0197	1.0000								
loss	0.0871	0.1441	1.0000							
docf_w	-0.0109	-0.7583	0.2343	1.0000						
mb_w	0.0880	0.0076	0.0874	0.2887	1.0000					
size_w	0.4582	0.0393	0.1677	0.0495	0.1597	1.0000				
ddebt_w	-0.0408	0.0119	0.0720	-0.0689	0.0632	0.2363	1.0000			
dcapexp_w	-0.1105	-0.2096	0.1527	0.2572	-0.0247	0.0113	0.1153	1.0000		
ret_w	0.1496	0.2024	0.5887	0.3299	0.4190	0.2627	0.0422	0.0926	1.0000	
pret_w	0.1259	0.1393	0.3193	0.1884	0.4454	0.2425	0.0619	0.0709	0.5441	1.0000

**Πίνακας 14. Συσχετισμοί μεταξύ μεταβλητών, (Μοντέλο 2), με EQ βάσει NADA**

	div_w	eq_w	Eqloss	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000										
eq_w	0.0197	1.0000									
Eqloss	0.0097	0.9251	1.0000								
loss	0.0871	0.1441	0.0231	1.0000							
docf_w	-0.0109	-0.7583	-0.7368	0.2343	1.0000						
mb_w	0.0880	0.0076	-0.0257	0.0874	0.2887	1.0000					
size_w	0.4582	0.0393	0.0187	0.1677	0.0495	0.1597	1.0000				
ddebt_w	-0.0408	0.0119	0.0066	0.0720	-0.0689	0.0632	0.2363	1.0000			
dcapexp_w	-0.1105	-0.2096	-0.2243	0.1527	0.2572	-0.0247	0.0113	0.1153	1.0000		
ret_w	0.1496	0.2024	0.1367	0.5887	0.3299	0.4190	0.2627	0.0422	0.0926	1.0000	
pret_w	0.1259	0.1393	0.1169	0.3193	0.1884	0.4454	0.2425	0.0619	0.0709	0.5441	1.0000

Σε ότι αφορά στους συσχετισμούς των μεταβλητών Ποιότητας κερδών και Μερισμάτων, είναι θετικοί μεταξύ τους ακόμη και μετά την επίδραση των ζημιών στην Ποιότητα των Κερδών.

**Πίνακας 15. Συσχετισμοί μεταξύ των μεταβλητών, (Μοντέλο 1), με EQ βάσει****EARNINGS PERSISTENCE**

	div_w	eqpers_w	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000									
eqpers_w	-0.0071	1.0000								
loss	0.0871	0.3588	1.0000							
docf_w	-0.0109	0.3926	0.2343	1.0000						
mb_w	0.0880	0.3823	0.0874	0.2887	1.0000					
size_w	0.4582	0.1293	0.1677	0.0495	0.1597	1.0000				
ddebt_w	-0.0408	-0.0174	0.0720	-0.0689	0.0632	0.2363	1.0000			
dcapexp_w	-0.1105	0.0616	0.1527	0.2572	-0.0247	0.0113	0.1153	1.0000		
ret_w	0.1496	0.4875	0.5887	0.3299	0.4190	0.2627	0.0422	0.0926	1.0000	
pret_w	0.1259	0.4291	0.3193	0.1884	0.4454	0.2425	0.0619	0.0709	0.5441	1.0000

**Πίνακας 16. Συσχετισμοί μεταξύ των μεταβλητών, (Μοντέλο 2), με EQ βάσει**

	div_w	eqpers_w	Eqpers~s	loss	docf_w	mb_w	size_w	ddebt_w	dcapex~w	ret_w	pret_w
div_w	1.0000										
eqpers_w	-0.0071	1.0000									
Eqpersloss	-0.0211	0.8762	1.0000								
loss	0.0871	0.3588	0.2778	1.0000							
docf_w	-0.0109	0.3926	0.3767	0.2343	1.0000						
mb_w	0.0880	0.3823	0.4358	0.0874	0.2887	1.0000					
size_w	0.4582	0.1293	0.1379	0.1677	0.0495	0.1597	1.0000				
ddebt_w	-0.0408	-0.0174	-0.0562	0.0720	-0.0689	0.0632	0.2363	1.0000			
dcapexp_w	-0.1105	0.0616	0.0806	0.1527	0.2572	-0.0247	0.0113	0.1153	1.0000		
ret_w	0.1496	0.4875	0.4773	0.5887	0.3299	0.4190	0.2627	0.0422	0.0926	1.0000	
pret_w	0.1259	0.4291	0.4681	0.3193	0.1884	0.4454	0.2425	0.0619	0.0709	0.5441	1.0000

Σε ότι αφορά ωστόσο τους συσχετισμούς Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων με βάση τον υπολογισμό της Ποιότητας των Κερδών με το Earnings Persistence, διαπιστώνεται ότι είναι αρνητική και παραμένει έτσι και μετά την επίδραση των ζημιών στην Ποιότητα.

## Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

**Πίνακας 17. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλου 1 με EQ βάσει NADA**

Source	SS	df	MS			
Model	14441.7	10	1444.17	Number of obs = 536		
Residual	18061.0302	525	34.4019624	F( 10, 525) = 41.98		
				Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.4443		
				Adj R-squared = 0.4337		
				Root MSE = 5.8653		
Total	32502.7303	535	60.7527669			

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eq_w	-38.24723	6.905325	-5.54	0.000	-51.81269	-24.68177
loss	1.370459	.818265	1.67	0.095	-.2370171	2.977934
docf_w	-41.33048	7.282243	-5.68	0.000	-55.63639	-27.02457
mb_w	.1348883	.1526562	0.88	0.377	-.1650036	.4347803
size_w	.9766465	.1894455	5.16	0.000	.6044821	1.348811
ddebt_w	-4.168757	2.106599	-1.98	0.048	-8.307157	-.0303582
dcapexp_w	-1.375601	5.3513	-0.26	0.797	-11.88819	9.13699
ret_w	.0948726	.0264594	3.59	0.000	.0428932	.146852
pret_w	.0260256	.018661	1.39	0.164	-.0106338	.062685
ind	-16.54202	1.273006	-12.99	0.000	-19.04283	-14.04121
_cons	4.940147	2.97004	1.66	0.097	-.8944742	10.77477

**Πίνακας 18. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλου 2 με EQ βάσει NADA**

Source	SS	df	MS			
Model	14456.944	11	1314.26763	Number of obs = 536		
Residual	18045.7863	524	34.4385234	F( 11, 524) = 38.16		
				Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.4448		
				Adj R-squared = 0.4331		
				Root MSE = 5.8684		
Total	32502.7303	535	60.7527669			

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eq_w	-43.24038	10.20091	-4.24	0.000	-63.28008	-23.20068
Eqloss	5.721844	8.600216	0.67	0.506	-11.17329	22.61698
loss	1.526214	.8515138	1.79	0.074	-.1465862	3.199014
docf_w	-41.43055	7.287664	-5.69	0.000	-55.74718	-27.11393
mb_w	.146799	.1537829	0.95	0.340	-.1553076	.4489057
size_w	.9752283	.1895581	5.14	0.000	.6028411	1.347616
ddebt_w	-4.186435	2.107886	-1.99	0.048	-8.32738	-.0454903
dcapexp_w	-1.183232	5.361944	-0.22	0.825	-11.71678	9.350315
ret_w	.0942325	.026491	3.56	0.000	.0421909	.1462741
pret_w	.0250309	.0187307	1.34	0.182	-.0117655	.0618274
ind	-16.58374	1.275224	-13.00	0.000	-19.08892	-14.07856
_cons	4.829655	2.976255	1.62	0.105	-1.017201	10.67651

Διαπιστώνεται ότι για το χρονικό διάστημα 2005-2007 η συσχέτιση Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων ήταν αρνητική, ενώ με την επίδραση των ζημιών ενισχύθηκε η αρνητική συσχέτιση, σύμφωνα με την βασική Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά.

**Πίν. 19 Αποτελ. Παλινδρόμησης Μοντ. 1 EQ με EARNINGS PERSISTENCE**

Source	SS	df	MS	Number of obs = 536		
Model	13614.0012	10	1361.40012	F( 10, 525) =	37.84	
Residual	18888.729	525	35.9785315	Prob > F =	0.0000	
Total	32502.7303	535	60.7527669	R-squared =	0.4189	
				Adj R-squared =	0.4078	
				Root MSE =	5.9982	

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eqpers_w	-9.671857	3.844625	-2.52	0.012	-17.2246	-2.119119
loss	.5737014	.8204503	0.70	0.485	-1.038067	2.18547
docf_w	-2.927302	3.36595	-0.87	0.385	-9.539688	3.685083
mb_w	.0276621	.1548818	0.18	0.858	-.2766022	.3319263
size_w	1.122165	.1919491	5.85	0.000	.7450824	1.499248
ddebt_w	-2.712936	2.133494	-1.27	0.204	-6.90417	1.478298
dcapexp_w	-1.98651	5.480974	-0.36	0.717	-12.75385	8.780825
ret_w	.0239745	.0230159	1.04	0.298	-.0212401	.0691892
pret_w	.0275656	.0193563	1.42	0.155	-.0104597	.0655909
ind	-15.73462	1.296747	-12.13	0.000	-18.28207	-13.18717
_cons	2.690699	3.019137	0.89	0.373	-3.240373	8.621771

**Πίν. 20 Αποτελ. Παλινδρόμησης Μοντ. 2 EQ με EARNINGS PERSISTENCE**

Source	SS	df	MS	Number of obs = 536		
Model	13889.327	11	1262.66609	F( 11, 524) =	35.55	
Residual	18613.4032	524	35.5217619	Prob > F =	0.0000	
Total	32502.7303	535	60.7527669	R-squared =	0.4273	
				Adj R-squared =	0.4153	
				Root MSE =	5.96	

  

div_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eqpers_w	5.42284	6.632498	0.82	0.414	-7.606713	18.45239
Eqpersloss	-22.1734	7.964455	-2.78	0.006	-37.81958	-6.527215
loss	.2753486	.8222391	0.33	0.738	-1.339941	1.890639
docf_w	-2.745588	3.345153	-0.82	0.412	-9.317146	3.825969
mb_w	.0864157	.1553358	0.56	0.578	-.2187416	.391573
size_w	1.12932	.1907441	5.92	0.000	.7546025	1.504037
ddebt_w	-3.339216	2.13181	-1.57	0.118	-7.527159	.8487276
dcapexp_w	-.735546	5.464576	-0.13	0.893	-11.47071	9.999622
ret_w	.0278507	.0229117	1.22	0.225	-.0171594	.0728608
pret_w	.0353155	.0194334	1.82	0.070	-.0028615	.0734926
ind	-15.83005	1.288945	-12.28	0.000	-18.36218	-13.29791
_cons	3.099102	3.003495	1.03	0.303	-2.801268	8.999473

Σε ότι αφορά ωστόσο την συσχέτιση Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων με βάση υπολογισμού της Ποιότητα το Earnings Persistence διαπιστώνεται ότι ενώ είναι αρνητική και επιβεβαιώνει την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά, με την επίδραση των ζημιών γίνεται θετική αν και αναμένεται να ενισχυόταν αρνητικά.

## **ΜΕΡΟΣ 5<sup>ο</sup>**

### **Συμπεράσματα**

Στην εργασία αυτή, η οποία χωρίζεται σε δύο σκέλη έρευνας, εξετάστηκε αρχικά η συσχέτιση μεταξύ καταβαλλόμενων Μερισμάτων και Ποιότητας Κερδών των Εισηγμένων στο ΧΑ εταιρειών στην Ελλάδα, για την χρονική περίοδο 2005 έως και 2015, χωρίς τον Κλάδο των Τραπεζών, Ασφαλιστικών, Χρηματιστηριακών, λόγω του ότι μετά την ένταξη των Τραπεζών στον Ν. 3723/2008 και την περαιτέρω ενίσχυση της ιδιαιτερότητας αυτού του Κλάδου, η πλειοψηφία των Ελληνικών Τραπεζών δεν διανέμει Μερισμάτα από το 2008.

Βάσει των αποτελεσμάτων της έρευνας, διαπιστώθηκε ότι η συσχέτιση Μερισμάτων και Ποιοτικών Κερδών είναι θετική, που με βάση την Υπόθεση της Ανθεκτικότητας των Κερδών, οι εταιρείες του δείγματος που διαθέτουν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας επιλέγουν να καταβάλουν Μερισμάτα σε τακτική βάση, σε αντίθεση με αυτές που δεν διαθέτουν τέτοια κέρδη.

Ωστόσο, με την επίδραση των ζημιών επί των Ποιοτικών Κερδών στα Μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν, διαπιστώθηκε ότι η θετική συσχέτιση Μερισμάτων – Ποιοτικών Κερδών, για τις εταιρείες που πραγματοποιούν Ποιοτικά Κέρδη, δεν ενισχύεται όπως αναμενόταν, με βάση την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, αλλά αντίθετως μειώθηκε.

Σύμφωνα ωστόσο με τους **Skinner and Soltes (2011)**, οι εταιρείες με Υψηλής Ποιότητας Κέρδη διαθέτουν Ανθεκτικά Κέρδη, σε αντίθεση με που δεν διαθέτουν Κέρδη Υψηλής Ποιότητας και για τον λόγο αυτό συνεχίζουν να καταβάλουν Μερισμάτα τακτικά παρά την πραγματοποίηση ζημιών, καθώς εκτιμούν ότι οι ζημιές αυτές είναι παροδικές.

Στην προσπάθεια ερμηνείας αυτού του αποτελέσματος, μπορεί να υποτεθεί ότι τελικά η πλειοψηφία των Ελληνικών Εισηγμένων εταιρειών, ενδέχεται να μην έχουν εμπιστοσύνη στην Ποιότητα των Κερδών που δημοσιοποιούν ή/και μη λειτουργώντας σε πλήρη Διαφάνεια, η επίδραση των ζημιών λειτουργεί προς την αντίθετη κατεύθυνση από το αναμενόμενο βάση της Υπόθεσης των Ανθεκτικών Κερδών. Σε αυτήν την περίπτωση η αρχική ερμηνεία βάσει της θετικής συσχέτισης Ποιοτικών

Κερδών Μερισμάτων Υπόθεσης η οποία στηρίζει την Υπόθεση των Ανθεκτικών Κερδών, πρέπει να αναθεωρηθεί.

Ωστόσο, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η επίδραση της Οικονομικής Κρίσης της οποίας οι συνέπειες, διάρκεια και δυσκολίας εκτίμησης του χρονικού ορίζοντα μέχρι την λήξη της, αποτελούν Ποιοτικά Χαρακτηριστικά που θα πρέπει να συνεκτιμηθούν για την Μερισματική Πολιτική που ακολουθούν οι Ελληνικές Εταιρείες. Θα μπορούσε λοιπόν με αυτήν την οπτική να θεωρηθεί ότι αφενός μεν επιτυγχάνονται Ποιοτικά Κέρδη που ενέχουν Ανθεκτικότητα, ωστόσο η αβεβαιότητα του Οικονομικού Περιβάλλοντος και η έλλειψη ρευστότητας, δεν παρέχουν τα απαραίτητα κίνητρα και προοπτικές Επένδυσης και Ανάπτυξης στις εταιρείες και τα Διευθυντικά στελέχη δεν μπορούν να αντιμετωπίσουν τις ζημιές αυτές ως πρόσκαιρες.

Παράλληλα θα πρέπει να συνεκτιμηθεί και το φορολογικό σκέλος της Μερισματικής Πολιτικής, αφού οι εταιρείες προσπαθούν να βοηθήσουν στην φορολογική ελάφρυνση των Επενδυτών τους, επιλέγοντας εναλλακτικούς τρόπους διανομής Κερδών, όπως την Αγορά Ιδίων Μετοχών.

Σε ότι αφορά το δεύτερο σκέλος της έρευνας στο οποίο εξετάστηκε η βασική Υπόθεση για τα έτη 2005 έως και 2007, λαμβάνοντας υπόψη και τον Κλάδο των Τραπεζών, Ασφαλιστικών, Χρηματοπιστηριακών, προ της περιόδου της Οικονομικής Κρίσης, διαπιστώθηκε ότι ακολουθώντας την προσέγγιση του υπολογισμού των Ποιοτικών Κερδών με βάση το Μοντέλο των δεδουλευμένων των Kothari, et. al. 2005, υφίσταται αρνητική συσχέτιση μεταξύ Ποιότητας Κερδών και Μερισμάτων η οποία μάλιστα ενισχύεται περαιτέρω αρνητικά με βάση την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά. Με βάση αυτήν την προσέγγιση οι εταιρείες που διέθεταν Ποιοτικά Κέρδη την περίοδο αυτή δεν επέλεξαν την Μερισματική Πολιτική για την μετάδοση του Σήματος στην Αγορά σε ότι αφορά την Ποιότητα των κερδών τους και μάλιστα η πραγματοποίηση ζημιών ενίσχυε περαιτέρω την αρνητική συσχέτιση, σε ταύτιση με την βασική Υπόθεση.

Σε ότι αφορά ωστόσο τον υπολογισμό των Ποιοτικών Κερδών με βάση το Μοντέλο που προκύπτει από τις μελέτες των **Dechow and Dichev (2002)** και **Skinner and Soltes (2011)**, το οποίο λαμβάνει υπόψη την Ανθεκτικότητα των Κερδών, διαπιστώνεται ότι η αρνητική συσχέτιση που προκύπτει αρχικά, μεταξύ Μερισμάτων και Ποιότητας Κερδών, η οποία επιβεβαιώνει την Υπόθεση του Σήματος στην Αγορά,

ανατρέπεται και γίνεται θετική με την επίδραση των ζημιών στις εταιρείες που διαθέτουν Ποιοτικά Κέρδη, δημιουργώντας αλληλοσυγκρουόμενα συμπεράσματα, για την εξαγωγή των οποίων θα πρέπει να συνεκτιμηθεί η Ελληνική πραγματικότητα εκείνης της περιόδου, λαμβανομένης υπόψη και της βαρύτητας των μεγεθών των Τραπεζών στο δείγμα, αλλά και της κατάρρευσης τους στα επόμενα έτη της Κρίσης, με συνέπειες τις οποίες ακόμα βιώνει η Ελληνική Οικονομία και Κοινωνία.

Συμπερασματικά, οι συνέπειες της Οικονομικής Κρίσης, σε συνδυασμό με τα ανωτέρω αποτελέσματα, λαμβανομένης υπόψη και των ερευνών των **Bhattacharya et al. (2003)**, **Leuz et al. (2003)**, βάσει των οποίων οι Ελληνικές εταιρείες, για την υπό διερεύνηση περίοδο των συγκεκριμένων ερευνών, ήταν στις τελευταίες θέσεις μεταξύ των χωρών που χειραγωγούσαν τα Κέρδη τους, άρα και στην Ποιότητα των Κερδών τους, θα πρέπει να προβληματίσουν για το ποιες εταιρείες τελικά διαθέτουν Ποιοτικά Κέρδη που να μπορούν με το πέρας της Οικονομικής Κρίσης να εκμεταλλευτούν την δυναμική που θα δώσει η Ανάπτυξη, όταν έρθει.

Οι ανωτέρω προσεγγίσεις με δεδομένη την Ελληνική ιδιαιτερότητα θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο νέας Έρευνας. Παράλληλα να δοθεί έρεισμα για την ενίσχυση του Θεσμικού πλαισίου προστασίας των Επενδυτών, τον Ποιοτικότερο έλεγχο από τους Ορκωτούς Λογιστές και την μεγαλύτερη Διαφάνεια των Οικονομικών Καταστάσεων, καθώς και εντατικότερος έλεγχος και εφαρμογή του Θεσμικού πλαισίου από τις Εποπτικές Αρχές, προκειμένου με το πέρας της Οικονομικής Κρίσης να εξυγιανθούν όλοι οι Κλάδοι της Ελληνικής Οικονομίας, να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη του Επενδυτικού Κοινού και να επιτευχθεί Σταθερή Ανάπτυξη, στηριζόμενη στην Ποιότητα των αποτελεσμάτων υγιών επιχειρήσεων, που να μπορούν να αντιμετωπίζουν πρόσκαιρες ζημιές, ως παροδικές.





## **ΜΕΡΟΣ 6<sup>ο</sup>**

### **Βιβλιογραφία**

#### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ**

- Γκίκας Δ., Παπαδάκη Α. Σιουγλέ Γ., 2010 «Ανάλυση & Αποτίμηση Επιχειρήσεων».
- Επίσκοπος, 2014 «Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Θεωρία και Πρακτική».
- Spyros Baralexis, (2004) "Creative accounting in small advancing countries: The Greek case", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 19 Issue: 3, pp.440-461

#### **ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ**

- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1):259-270.
- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, and Michael Welker 2003 "The world price of earnings opacity." *The Accounting Review* 78.3 (2003): 641-678.
- Caskey, J., and M. Hanlon. 2005. Do dividends indicate honesty? The relation between dividends and the quality of earnings. Working Paper.
- Chung, R., M. Firth, and J. Kim. 2005. Earnings management, surplus free cash flow, 22 and external monitoring. *Journal of Business Research* 58 (6):766-776.
- DeAngelo, L.E. (1986), Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders, *The Accounting Review*, 61 (3), pp. 400-420.
- DeAngelo, H., L., and D. J. Skinner. 1992. Dividends and Losses. *The Journal of Finance* 47 (5):1837-1863.
- Dechow P.M., 1994, Accounting Earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics* 18, 3-42.

Dechow, P. M., and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (S-1):35-59.

Fama, E. F., and K. R. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60:3-43.

Fenn, G. W., and N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60 (1):45-72.

Francis, J. R., and D. Wang. 2008. The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research* 25 (1 ):157-191.

Healy, P.M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7:85-107.

Healy, P.M., and K. G. Palepu 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7:1-11.

Healy P. and Wahlen J., 1999, A Review of the Earnings Management Literature and its implications for Standard Setting, *Accounting Horizons* 13, 365-383.

Healy, P.M., and K.G. Palepu 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 ( ):405-441.

Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M. S. Weisbach. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57 (3):355-384.

John, K., and J. Williams. 1985. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *Journal of Finance* 40 (4):1053-1070.

Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2):193-228.

Kahle, K. M. 2002. When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics* 63 (2):235-261.

Kothari, S. P., A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1):163-197.

Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003) 'Earnings management and investor protection: an international comparison', *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp.505-527.

Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46 (2):97-113.

Louis, H., and H. White. 2007. Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior. *Journal of Financial Economics* 85 (1):205-233.

Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40 (4):1031-1051.

Schipper, Katherine. "Commentary on earnings management." *Accounting horizons* 3.4 (1989): 91-102.

Skinner, Douglas J., and Eugene Soltes. "What do dividends tell us about earnings quality?." *Review of Accounting Studies* 16.1 (2011): 1-28.

Skinner, D. J., and E. Soltes. 2011. What do dividends tell us about earnings quality. *Review of Accounting Studies* 16 (1):1-28.

Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71:289-315.