

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Καθαρή λειτουργική θέση και εταιρικές αποδόσεις**

**Διπλωματική Εργασία**

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική  
από τον

**Ιωάννη Νικηφόρο**

Ηράκλειο

Νοέμβριος 2013

Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου»

Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Λέκτορας Παπαναστασόπουλος Γεώργιος (Επιβλέπων)
- Επίκουρος Καθηγητής Σώρρος Ιωάννης (Μέλος)
- Επίκουρος Καθηγητής Αρβανίτης Σταύρος (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία στηρίχτηκε και εμπνεύστηκε από τα άρθρα των Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) και των Papanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011). Σε αυτά τα άρθρα αποδείχθηκε ότι η καθαρή λειτουργική θέση των επιχειρήσεων είναι αρνητικός εκτιμητής των εταιρικών αποδόσεων. Σκοπός λοιπόν της εργασίας είναι να εξετάσει αν η καθαρή λειτουργική θέση των επιχειρήσεων είναι αρνητικός εκτιμητής των εταιρικών αποδόσεων για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και για την περίοδο 1993-2008. Η εργασία χωρίζεται σε τρία μέρη, με το πρώτο να αποτελεί το θεωρητικό κομμάτι όπου γίνεται και ανάλυση της καθαρής λειτουργικής θέσης, το δεύτερο κομμάτι αποτελεί την βιβλιογραφική ανασκόπηση όπου περιλαμβάνει άρθρα και έρευνες που ασχολούνται με τις εταιρικές αποδόσεις και την καθαρή λειτουργική θέση, ενώ στο τρίτο και τελευταίο κομμάτι περιλαμβάνεται το εμπειρικό κομμάτι όπου παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της διενεργηθείσας έρευνας.

Σε αυτό το σημείο θέλω να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον Επιβλέποντα Καθηγητή της διπλωματικής εργασίας, τον Λέκτορα του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Παπαναστασόπουλο Γεώργιο για την ανάθεση του θέματος της παρούσας διπλωματικής, δίνοντας μου την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα και ακόμα για την πολύτιμη συνεισφορά και καθοδήγησή του σε όλη την διάρκεια συγγραφής της εργασίας. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω και τα υπόλοιπα μέρη της Τριμελούς Επιτροπής τον Επίκουρο Καθηγητή κ. Σώρρο Ιωάννη και Επίκουρο Καθηγητή κ. Αρβανίτη Σταύρο και φυσικά το σύνολο των καθηγητών του μεταπτυχιακού προγράμματος «Λογιστική και Ελεγκτική» για όλες τις γνώσεις και τις εμπειρίες που έλαβα από αυτούς στη διάρκεια των σπουδών μου. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την στήριξη και την συμπαράσταση που μου παρείχαν σε όλη αυτή τη προσπάθεια.

## **ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>iv</b>
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ .....</b>	<b>v</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....</b>	<b>VIII</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ .....</b>	<b>VIII</b>
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>IX</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>X</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>1</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ .....</b>	<b>5</b>
<b>1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....</b>	<b>5</b>
<b>1.2 ΤΑ ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....</b>	<b>5</b>
<b>1.3 Η ΣΥΝΘΕΣΗ: ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ, ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΓΟΡΕΣ.....</b>	<b>6</b>
<b>1.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟ ΚΑΤΟΠΤΡΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....</b>	<b>9</b>
<i>1.4.1 Ο ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ .....</i>	<i>9</i>
<i>1.4.2 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ.....</i>	<i>10</i>
<i>1.4.3 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....</i>	<i>11</i>
<i>1.4.4 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....</i>	<i>11</i>
<b>1.5 Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....</b>	<b>12</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....</b>	<b>14</b>
<b>2.2 ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3 Η ΑΝΑΛΥΟΤΥΠΩΣΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....</b>	<b>17</b>
<b>2.4 Η ΑΝΑΛΥΟΤΥΠΩΣΗ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ Η ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ .....</b>	<b>18</b>
<b>2.5 ΟΙ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΟΛΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ.....</b>	<b>19</b>

<b>2.6 Η ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΤΑΙ .....</b>	<b>21</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ (FOUNTAMENTAL ANALYSIS) 22</b>	
<b>3.1 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ .....</b>	<b>22</b>
<b>3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....</b>	<b>23</b>
3.2.1 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ: ΠΟΣΟΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΕΣ .....	23
<b>3.3 Η ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....</b>	<b>25</b>
<b>3.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....</b>	<b>26</b>
3.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E) .....	26
3.4.2 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EPS) .....	27
3.4.3 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ PRICE EARNINGS GROWTH (PEG).....	28
3.4.4 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV).....	29
3.4.5 ΑΛΛΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	29
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ, Η ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΣΥΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ .....</b>	<b>31</b>
<b>4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....</b>	<b>31</b>
<b>4.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ.....</b>	<b>31</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ, ΚΕΡΔΗ, ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ, ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ .....</b>	<b>41</b>
<b>5.1 ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ, ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ .....</b>	<b>41</b>
<b>5.2 ΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ .....</b>	<b>48</b>
<b>5.3 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ .....</b>	<b>52</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΝΟΜΑΛΙΕΣ.....</b>	<b>54</b>
<b>6.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ .....</b>	<b>54</b>
<b>6.2 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ .....</b>	<b>57</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ .....</b>	<b>62</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ.....</b>	<b>68</b>
<b>8.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΗΣ.....</b>	<b>68</b>

<b>8.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ .....</b>	<b>70</b>
<b>8.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....</b>	<b>73</b>
8.2.1 <i>Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ .....</i>	73
8.2.3 <i>Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ .....</i>	74
<b>8.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>76</b>
8.4.1 <i>ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ.....</i>	76
8.4.2 <i>ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ .....</i>	82
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>86</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>90</b>

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1:</b> Η επιχείρηση, οι απαιτητές και οι χρηματαγορές .....	12
<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2:</b> Διάρθρωση των οικονομικών καταστάσεων .....	17
<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1:</b> Οι ταμειακές ροές στους απαιτητές και ταμειακές ροές μέσα στην επιχείρηση.....	20
<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2:</b> Οι ταμειακές ροές της επιχείρησης.....	25
<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.1:</b> Μέσες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις στα πέντε χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί με βάση την καθαρή λειτουργική θέση .....	85
<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.2:</b> Μέσες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις στα πέντε χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί με βάση την καθαρή λειτουργική θέση εκτός του 1999 .....	87

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1:</b> Αναδιατυπωμένη κατάσταση ταμειακών ροών .....	22
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2:</b> Πλαστός ισολογισμός.....	23
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3:</b> Αναδιατυπωμένος ισολογισμός.....	24
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1:</b> Χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων που σχηματίζονται με βάση την μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης κατά την περίοδο 1993-2008 .....	84
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.2:</b> Αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που σχηματίζονται με βάση την μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης κατά την περίοδο 1993-1998 και 2000-2008 .....	87
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.3:</b> Πίνακας συσχετίσεων κατά Pearson .....	88
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.4:</b> Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την περίοδο 1993-2008 .....	89
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.5:</b> Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την υποπερίοδο 1993-1998 .....	90
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8.6:</b> Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την υποπερίοδο 2000-2008 .....	91



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσει αν η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων, που έχει καταγραφεί από τους Hirshleifer, et al. (2004) και Papanastasopoulos, et al. (2011), υφίσταται και για την περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου για την περίοδο 1993-2008. Στο δείγμα περιλαμβάνονται όλες οι εισηγμένες εταιρίες κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ τα δεδομένα προήλθαν από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία στηρίχτηκε σε δυο προσεγγίσεις. Η πρώτη ήταν αυτή της ανάλυσης χαρτοφυλακίων, όπου σχηματοποιούνται πέντε χαρτοφυλάκια με βάση τη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης και εξετάζεται η σχέση της με τις εταιρικές αποδόσεις. Η δεύτερη προσέγγιση αφορά τη πραγματοποίηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων σύμφωνα με τους Fama and McBeth (1973) όπου βασίζεται σε μεμονωμένες επιχειρήσεις και όχι σχηματισμένα χαρτοφυλάκια. Τα αποτελέσματα από την ανάλυση των χαρτοφυλακίων δείχνουν ότι για την περίοδο 1993-2008 υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Όμως από τα αποτελέσματα της δεύτερης προσέγγισης φαίνεται ότι η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων δεν είναι στατιστικά σημαντική. Όταν όμως το δείγμα χωρίστηκε σε δυο υποπεριόδους, βρήκαμε ότι για την περίοδο 1993-1998 υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων και είναι στατιστικά σημαντική.

**Λέξεις κλειδιά:** καθαρή λειτουργική θέση, εταιρικές αποδόσεις, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ανάλυση χαρτοφυλακίων, διαστρωματικές παλινδρομήσεις.

## **ABSTRACT**

The purpose of this study is to investigate if the negative relation of net operating assets with stock returns, which is documented by Hirshleifer, et al. (2004) and Papanastasopoylos, et al. (2011), exists in the case of Greek stock market for 1993-2008 period. In the sample we have included all the listed firms during the period surveyed, while the data are obtained from Worldscope and DataStream International database provided by Thomson Financial. The methodology used in this study is based on two approaches. The first approach was that of portfolios analysis, where five portfolios are formed based on net operating asset and we examine its relation with stock returns. In the second approach we estimate Fama and McBeth (1973) cross section regressions, and it are based on individual companies rather than formed portfolios. The results from the analysis of portfolios show that for the period 1993-2008 there is a negative relationship between net operating assets and stock returns. But the results from cross section regressions show that the negative relation of net operating assets with stock returns is insignificant. However, when the period surveyed is divided into two periods, we show that for 1993-1998 period the negative relation of net operating assets with stock returns is significant and strong.

**Keywords:** net operating assets, stock returns, Greek stock market, portfolios analysis, cross section regressions.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι πληροφορίες είναι γρήγορες και η προσοχή των ανθρώπων είναι συχνά περιορισμένη. Οι άνθρωποι απλοποιούν τις κρίσεις τους και τις αποφάσεις τους χρησιμοποιώντας πρακτικούς κανόνες που δεν βασίζονται στην επιστήμη και επεξεργαζόμενοι μόνο μερικά υποσύνολα των διαθέσιμων πληροφοριών. Οι πειραματικοί ψυχολόγοι και λογιστές τεκμηριώνουν ότι τα άτομα, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτών και των επαγγελματιών οικονομολόγων, συγκεντρώνονται σε κάποια σιωπηλά ερεθίσματα. Αρκετοί συγγραφείς συμφωνούν ότι η περιορισμένη προσοχή των επενδυτών προκαλεί συστηματικά λάθη τα οποία επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Τα συστηματικά λάθη μπορεί να προέρχονται από την αποτυχία των επενδυτών να σκεφτούν τις επιπτώσεις των αλλαγών των λογιστικών κανόνων, να αντιληφτούν την χειραγώγηση των κερδών, τις αλλαγές των επιχειρηματικών συνθηκών και για πολλές άλλες περιπτώσεις.

Οι Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) στο άρθρο τους βρήκαν ότι όταν η επιχείρηση έχει υψηλή καθαρή λειτουργική θέση, δηλαδή όταν το σωρευτικό λειτουργικό εισόδημα ξεπερνά τις σωρευτικές ελεύθερες ταμειακές ροές, τότε η μεταγενέστερη ανάπτυξη των κερδών είναι αδύναμη. Αυτό συμβαίνει όπως εξηγούν όταν οι επενδυτές έχουν περιορισμένη αντίληψη και εστιάζουν την προσοχή τους στα λογιστικά κέρδη, αγνοώντας της πληροφορίες σχετικά με την ταμειακή κερδοφορία. Επίσης βρήκαν ότι η καθαρή λειτουργική θέση προβλέπει αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις τουλάχιστον τρία χρόνια μετά τον υπολογισμό της. Από την άλλη, οι Parapanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011) στο άρθρο τους βρήκαν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων και της καθαρής λειτουργικής θέσης οδηγείται κυρίως από τα συστατικά των παγίων της καθαρής λειτουργικής θέσης. Επίσης βρίσκουν ότι η ανωμαλία της καθαρής λειτουργικής θέσης μπορεί να υφίσταται από τον συνδυασμό της κερδοσκοπικής χειραγώγησης των κερδών και της τάσης των διοικητικών στελεχών για υπερεπένδυση. Παρακινούμενη από τα παραπάνω δύο άρθρα, σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσει αν η ανωμαλία της καθαρής λειτουργικής θέσης στο να προβλέπει αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις ισχύει και για την περίπτωση της Ελλάδας και συγκεκριμένα για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στόχος της εργασίας είναι να ελέγξει και να εξετάσει

αν για την περίοδο 1993-2008 η καθαρή λειτουργική θέση των επιχειρήσεων προβλέπει αρνητικά τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις και για το χρηματιστήριο Αθηνών. Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί στην εργασία βασίζεται σε δύο προσεγγίσεις. Η πρώτη προσέγγιση είναι αυτή της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων, όπου θα σχηματιστούν πέντε χαρτοφυλάκια με βάση τη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης και θα ελεγχθεί η σχέση της με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Η δεύτερη προσέγγιση αφορά την πραγματοποίηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων η οποία βασίζεται σε μεμονωμένες επιχειρήσεις και όχι σχηματισμένα χαρτοφυλάκια και θα ελεγχθεί κατά πόσο η σχέση της καθαρής λειτουργικής θέσης και των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντική. Το δείγμα της εργασίας θα αποτελείται από όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις που υπήρχαν κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν είναι από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial.

Η εργασία είναι δομημένη σε οχτώ κεφάλαια. Τα Κεφάλαια 1,2,3 αποτελούν το θεωρητικό κομμάτι της εργασίας όπου κύριος σκοπός είναι η θεωρητική προσέγγιση της καθαρής λειτουργικής θέσης. Στα Κεφάλαια 4,5,6,7 γίνεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση όπου παρουσιάζονται και σχολιάζονται εμπειρικές μελέτες πάνω στην συμπεριφορά των εταιρικών αποδόσεων, αναφέρονται μελέτες που έχουν σαν αντικείμενο τη μελέτη γνωστών λογιστικών «ανωμαλιών» και τέλος εμπειρικές μελέτες που έχουν μελετήσει και εξηγήσει το φαινόμενο την καθαρής λειτουργικής θέσης. Στο Κεφάλαιο 8 υπάρχει η εμπειρική μελέτη όπου παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα της έρευνας που θα διενεργηθεί, ενώ η εργασία τελειώνει με τα τελικά συμπεράσματα που θα εξαχθούν από την έρευνα.

Πιο αναλυτικά στο **Κεφάλαιο 1** γίνεται η παρουσίαση των επενδυτών καθώς και οι κυριότεροι τύποι επενδυτών που συναντώνται σήμερα. Επίσης σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρονται οι σχέσεις των επενδυτών, των επιχειρήσεων, των αξιόγραφων και των κεφαλαιαγορών πως αυτές οι σχέσεις συνδέονται μεταξύ τους ενώ παρουσιάζεται και η σύνθεση τους μέσα από διαγράμματα. Τέλος γίνεται μια σύντομη παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων καθώς και πως αυτές συνδέονται μεταξύ τους.

Στο **Κεφάλαιο 2** γίνεται η ανάλυση των επιχειρήσεων μέσω των οικονομικών καταστάσεων. Στην αρχή του κεφαλαίου καταγράφουμε τις δραστηριότητες της επιχείρησης και επίσης αναφέρουμε τις ταμειακές ροές από τις χρηματοοικονομικές τις επενδυτικές και λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης αναλυτικά. Επίσης σε αυτό το κεφάλαιο προσπαθούμε να αναδιατυπώσουμε τη κατάσταση των ταμειακών ροών και τον ισολογισμό με τέτοιο τρόπο, ώστε να γίνεται διάκριση μεταξύ των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Στο τέλος και αφού έχουμε δείξει τον αναδιατυπωμένο ισολογισμό γίνεται η αναφορά στη καθαρή λειτουργική θέση της επιχείρησης πως υπολογίζεται και πως μεταβάλλεται από έτος σε έτος.

Στο **Κεφάλαιο 3** παρουσιάζεται η θεμελιώδης ανάλυση και αναλύεται η διαδικασία που ακολουθείτε με βάση αυτή την ανάλυση για την επιλογή των μετοχών. Γίνεται ο διαχωρισμός των μεταβλητών σε ποσοτικές και ποιοτικές και αναλύεται η έννοια της «εσωτερικής» αξίας της επιχείρησης με βάση τη θεμελιώδη ανάλυση. Τέλος αναλύονται οι βασικοί αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται κατά την θεμελιώδη ανάλυση.

Από το Κεφάλαιο 4 μέχρι και το Κεφάλαιο 7 έχουμε την βιβλιογραφική ανασκόπηση της διπλωματικής εργασίας. Συγκεκριμένα στο **Κεφάλαιο 4** παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες που αντικείμενο έχουν τις σχέσεις της ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων και της θεμελιώδης ανάλυσης με τις εταιρικές αποδόσεις. Μέσα από αυτές τις μελέτες προσπαθούμε να βρούμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ των λογιστικών μεταβλητών και της αξίας της επιχείρησης και αν αυτές συνδέονται με τις τιμές των μετοχών.

Στο **Κεφάλαιο 5** παρουσιάζονται μελέτες οι οποίες εξετάζουν τα δεδουλευμένα, τα κέρδη και τις ταμειακές ροές με τις εταιρικές αποδόσεις. Επίσης γίνεται αναφορά και σε μελέτες που μελετούν τη σχέση των επενδυτών με τις εταιρικές αποδόσεις.

Στο **Κεφάλαιο 6** εξετάζονται οι εμπειρικές μελέτες οι οποίες ασχολούνται με τις λογιστικές «ανωμαλίες». Οι εμπειρικές μελέτες χωρίστηκαν σε δύο κατηγορίες αυτές που σαν αντικείμενο έχουν τις λογιστικές «ανωμαλίες» και την θεμελιώδη ανάλυση και τις μελέτες που εξετάζουν τις «ανωμαλίες» των λογιστικών μεγεθών.

Στο **Κεφάλαιο 7** γίνεται η αναφορά στις εμπειρικές μελέτες οι οποίες ασχολούνται με την καθαρή λειτουργική θέση. Έμφαση δίνετε στα άρθρα τα οποία εξετάζουν τη σχέση της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Επίσης σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται και τα δύο βασικά άρθρα πάνω στα οποία στηρίχτηκε και εμπνεύστηκε η παρούσα διπλωματική εργασία, αυτά των Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) και των Papanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011).

Στο **Κεφάλαιο 8**, το τελευταίο της εργασίας, γίνεται η εμπειρική μελέτη. Αναφέρεται η υπόθεση που κάνουμε, παρουσιάζεται το ερευνητικό μοντέλο, πραγματοποιείται η ανάλυση και δημιουργία των μεταβλητών, γίνεται αναφορά στη μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί και τέλος η παρουσίαση και ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας που θα πραγματοποιηθεί.

Τέλος στα **Συμπεράσματα** γίνεται μια σύνοψη των συμπερασμάτων που πηγάζουν από τα αποτελέσματα της έρευνας, γίνεται μια σύντομη σύνοψη της διπλωματικής εργασίας και κλείνει με το τελικό σχόλιο που προκύπτει με βάση τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ**

### 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι πρώτες πληροφορίες που οι επιχειρήσεις δημοσιεύουν για αυτές και οι επενδυτές είναι οι πρώτοι που χρησιμοποιούν τις οικονομικές καταστάσεις. Οι επιχειρήσεις θέλουν κεφάλαια από τους επενδυτές και έτσι ετοιμάζουν τις οικονομικές καταστάσεις για να βοηθήσουν τους επενδυτές αν θέλουν να τις επιλέξουν για να επενδύσουν. Από την άλλη μεριά, οι επενδυτές περιμένουν από την επιχείρηση να προσθέσει αξία στην επένδυσή τους και έτσι μελετάνε τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για να δουν αν όντως η επιχείρηση έχει την ικανότητα να προσθέσει αξία στην επένδυσή τους. Τις οικονομικές καταστάσεις όμως δεν τις μελετούν μόνο οι επενδυτές, αλλά και πολλοί όπως η κυβέρνηση, οι τράπεζες που τις έχουν δανείσει, οι πιστωτές της ακόμα και οι εργαζόμενοι της ίδιας της επιχείρησης. Ο καθένας που μελετάει τις οικονομικές καταστάσεις πρέπει πρώτα να τις κατανοήσει. Η *ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων* είναι η μέθοδος μέσω της οποίας οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων εξάγουν πληροφορίες για να απαντήσουν στα ερωτήματα σχετικά με την επιχείρηση.

### 1.2 ΤΑ ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Εκατομμύρια μετοχές διαπραγματεύονται κάθε μέρα στα χρηματιστήρια όλου του πλανήτη. Οι επενδυτές που αγοράζουν και πουλάνε μετοχές αναρωτιούνται αν διαπραγματεύονται στην σωστή τιμή και πόσο πραγματικά αξίζουν οι μετοχές. Για να λύσουν αυτές τις απορίες, συμβουλευονται συμβούλους επενδύσεων όπου τους παρέχουν ένα ατελείωτο αριθμό πληροφοριών και προτάσεων που καλούνται να αξιολογήσουν.

Μπροστά στην έλλειψη οποιασδήποτε ξεκάθαρης ένδειξης για το πόσο πραγματικά αξίζει μια μετοχή, οι επενδυτές αντεπεξέρχονται με διαφορετικούς τρόπους. Ορισμένοι, *διαισθητικοί επενδυτές*, βασίζονται στο ένστικτό τους. Άλλοι, *παθητικοί επενδυτές*, εμπιστεύονται την αποτελεσματικότητα των αγορών. Πιστεύουν ότι η αγοραία τιμή είναι δίκαιη για το ρίσκο που παίρνουν και ότι οι δυνάμεις της αγοράς έχουν οδηγήσει την τιμή στο κατάλληλο σημείο.

Εκτός από τους παραπάνω επενδυτές υπάρχει και ο *θεμελιώδης επενδυτής*. Ο θεμελιώδης επενδυτής βασίζεται στην θεμελιώδη ανάλυση<sup>1</sup>, όπου εξετάζει τις πληροφορίες από τις επιχειρήσεις και καταλήγει σε συμπεράσματα σχετικά με την υποκειμενική αξία της επιχειρήσεις που υποδηλώνουν οι πληροφορίες. Το δόγμα που ακολουθούν είναι ότι «η τιμή είναι ότι πληρώνεις, αλλά η αξία είναι ότι παίρνεις». Το «τι παίρνεις» από την επένδυση είναι οι μελλοντικές πληρωμές, έτσι ο θεμελιώδης επενδυτής αξιολογεί τις πιθανές πληρωμές για να διαπιστώσει αν η τιμή που ζητείται για μια μετοχή είναι λογική. Ο *αμυντικός επενδυτής* το κάνει αυτό από θέμα σύνεσης, για να αποφύγει να διαπραγματευτεί σε λάθος τιμή. Ο *ενεργός επενδυτής* χρησιμοποιεί την θεμελιώδη ανάλυση για να ανακαλύψει υποτιμημένες μετοχές με σκοπό το κέρδος από υπερβάλλουσες αποδόσεις στο μέλλον.

### 1.3 Η ΣΥΝΘΕΣΗ: ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ, ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΓΟΡΕΣ

Για να αξιολογήσουμε μια επένδυση σε μια επιχείρηση, χρειάζεται να κατανοήσουμε καλά το πώς λειτουργεί η επιχείρηση, πώς προσθέτει αξία και πώς επιστρέφει την αξία στους επενδυτές. Όταν οι μεμονωμένοι επενδυτές ή οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν σε μια επιχείρηση, αυτοί παραιτούνται από τα χρήματά τους με την ελπίδα ότι στο μέλλον θα τα πάρουν με μεγαλύτερη απόδοση. Η επένδυση τους δίνει μια **απαίτηση** προς την επιχείρηση για επιστροφή χρημάτων. Αυτή η απαίτηση επισημοποιείται σε ένα συμβόλαιο, το οποίο μπορεί να μην είναι διαπραγματεύσιμο ή σε ένα αξιόγραφο το οποίο μπορεί να διαπραγματεύεται σε αγορές αξιόγραφων.

Οι μετοχές είναι η πιο σημαντική εταιρική απαίτηση και η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην αποτίμηση των μετοχών. Είναι η πρωταρχική απαίτηση, έτσι ώστε το κοινό μετοχικό κεφάλαιο να αναφέρεται συχνά ως θεμελιώδης αξιόγραφο. Η μετοχή είναι η απαίτηση του ιδιοκτήτη στην επιχείρηση. Η απαίτηση των μετόχων είναι το κατάλοιπο της αξίας της επιχείρησης αφού έχουν ικανοποιηθεί πριν όλες οι άλλες απαιτήσεις. Είναι η πιο δύσκολη απαίτηση για να αποτιμήσεις.

Στο διάγραμμα 1.1 παρουσιάζονται οι μέτοχοι και οι κάτοχοι χρέους της επιχείρησης καθώς και οι ταμειακές ροές μεταξύ αυτών και της επιχείρησης. Οι κάτοχοι

---

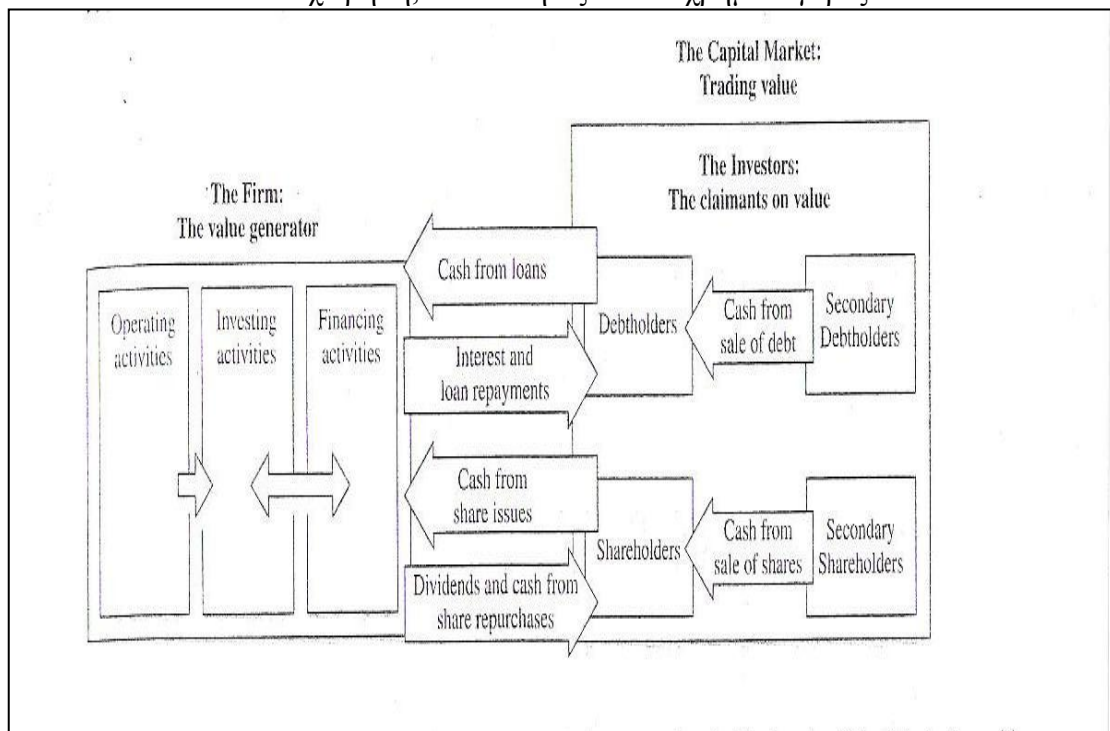
<sup>1</sup> Εκτενής αναφορά για τη θεμελιώδη ανάλυση θα γίνει στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας.



χρέους<sup>2</sup> συνάπτουν δάνεια με την επιχείρηση με αντάλλαγμα την απαίτηση για μια πληρωμή με την μορφή τόκων και αποπληρωμή των δανείων όπως φαίνεται και στο διάγραμμα. Οι μέτοχοι συνεισφέρουν σε χρήμα με αντάλλαγμα ένα μερίδιο του κεφαλαίου, που τους δίνει το δικαίωμα να πληρωθούν με την μορφή του μερίσματος ή σε μετρητά από την επαναγορά των μετοχών από την επιχείρηση. Το πόσο της πληρωμής μείον το ποσό που πληρώθηκε για το δικαίωμα ονομάζεται απόδοση.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1

Η επιχείρηση, οι απαιτητές και οι χρηματαγορές



Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

Όταν η επιχείρηση πουλάει χρέος ή μετοχές διαπραγματεύεται στις κεφαλαιαγορές. Οι μέτοχοι και αυτοί που κατέχουν χρέος της επιχείρησης μπορούν να πουλήσουν τις απαιτήσεις τους στις κεφαλαιαγορές εάν επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους. Πουλάνε σε δευτερεύοντες επενδυτές και λαμβάνουν μετρητά όπως φαίνεται και από τα βέλη στο διάγραμμα. Έτσι όπως βλέπουμε και στο διάγραμμα οι πληρωμές των απαιτήσεών τους προέρχονται και από την επιχείρηση και από τις πωλήσεις των απαιτήσεών τους στις κεφαλαιαγορές. Για τους μετόχους οι πληρωμές είναι με την

<sup>2</sup> Στους κάτοχοι χρέους συμπεριλαμβάνονται οι ομολογιούχοι, οι τράπεζες και άλλοι πιστωτές της επιχείρησης.

μορφή των μερισμάτων από την επιχείρηση και από εισπράξεις από την πώληση των μετοχών, είτε στην επιχείρηση με επαναγορά μετοχών από αυτή ή από άλλους επενδυτές στο χρηματιστήριο. Οι κάτοχοι χρέους λαμβάνουν από τόκους και από διακανονισμό πληρωμών είτε από την εξαγορά του χρέους από την επιχείρηση πριν ή κατά τη λήξη του ή πουλώντας το χρέος στην αγορά ομολόγων.

Η αποτίμηση μιας απαίτησης που διαπραγματεύεται στην κεφαλαιαγορά βασίζεται στις αναμενόμενες πληρωμές που η επιχείρηση τελικά θα πληρώσει για την απαίτηση. Έτσι λοιπόν το διάγραμμα περιγράφει την επιχείρηση ως *παραγωγό αξίας*. Οι κάτοχοι χρέους επιθυμούν η επιχείρηση να παράγει αρκετή αξία ώστε να μπορεί να τους πληρώσει τους τόκους και τα χρεολύσια. Οι μέτοχοι παίρνουν ότι περισσεύει μετά από την επιστροφή στους ομολογιούχους.

Έτσι λοιπόν πάντα πρέπει να ισχύει ότι η αξία των απαιτήσεων της επιχείρησης ισούται με την αξία την επιχείρησης:

$$\text{Αξία της επιχείρησης} = \text{Αξία του χρέους} + \text{Αξία κεφαλαίου}$$

Η παραπάνω σχέση δηλώνει ότι η συνολική αξία που παράγει η επιχείρηση πρέπει να μοιράζεται μεταξύ των διάφορων απαιτήσεων σε αυτήν την αξία. Έτσι λοιπόν όταν κάποιος αποτιμά μια επιχείρηση, μπορεί πρώτον να σκεφτεί να αποτιμήσει μια επιχείρηση και να μοιράσει την αξία της επιχείρησης σε διάφορες απαιτήσεις ή δεύτερον μπορεί αποτιμώντας τις απαιτήσεις να βρει την συνολική αξία της επιχείρησης. Στο διάγραμμα αυτό φαίνονται επίσης και οι τρεις δραστηριότητες της επιχείρησης η χρηματοοικονομική δραστηριότητα, η επενδυτική δραστηριότητα και η λειτουργική δραστηριότητα.

Οι *χρηματοοικονομικές δραστηριότητες* είναι οι συναλλαγές με τους κατόχους χρέους της επιχείρησης και τους μετόχους της. Η επιχείρηση αυξάνει τα μετρητά της για τη λειτουργία της με αντάλλαγμα απαιτήσεις χρέους και κεφαλαίου και επιστρέφει μετρητά στους απαιτητές της. Αυτές οι δραστηριότητες είναι επενδυτικές για τους απαιτητές αλλά χρηματοοικονομικές για την επιχείρηση.

Οι *επενδυτικές δραστηριότητες* χρησιμοποιούν τα μετρητά που η επιχείρηση αντλεί από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και που παράγεται από τη λειτουργία της

για την απόκτηση παγίων που θα χρησιμοποιηθούν για τη λειτουργία της. Τα πάγια αυτά μπορεί να είναι είτε με φυσική υπόσταση, όπως τα αποθέματα, τα εργοστάσια, τα μηχανήματα ή γνώσεις και άυλα πάγια όπως τεχνολογία και ευρεσιτεχνίες.

Οι λειτουργικές δραστηριότητες χρησιμοποιούν τα πάγια τα οποία η επιχείρηση έχει επενδύσει για να παράγει και να πουλάει προϊόντα. Οι λειτουργικές δραστηριότητες συνδυάζουν τα πάγια με το εργατικό προσωπικό και τις πρώτες ύλες για να παράγει προϊόντα και υπηρεσίες, τα οποία πουλώντας τα στους πελάτες μαζεύει μετρητά. Εάν η επιχείρηση είναι επιτυχημένη, τότε από τις λειτουργικές δραστηριότητες η επιχείρηση παράγει αρκετά μετρητά ώστε να τα επαναεπενδύσει στα πάγια ή να τα επιστρέψει στους απαιτητές της.

#### 1.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟ ΚΑΤΟΠΤΡΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η κατανόηση των οικονομικών παραγόντων είναι από τα προαπαιτούμενα για την αποτίμηση της επιχείρησης. Οι οικονομικές καταστάσεις αναφέρουν αριθμούς, είναι μια δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και απόδοσης της επιχείρησης. Μεταφράζουν οικονομικούς παράγοντες σε λογιστικά νούμερα όπως πάγια, πωλήσεις, ταμειακές ροές, έσοδα και έτσι αναλύουμε την επιχείρηση αναλύοντας τις οικονομικές της καταστάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις είναι το κάτοπτρο της επιχείρησης. Ωστόσο, οι οικονομικές καταστάσεις συχνά παρουσιάζουν μια θολή εικόνα. Σε αυτό το σημείο έρχεται να βοηθήσει η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων, η οποία εστιάζει στο κάτοπτρο για να παρουσιάσει μια πιο καθαρή εικόνα των οικονομικών καταστάσεων. Οι αναλυτές πρέπει να γνωρίζουν και να καταλαβαίνουν τι λένε και τι δεν λένε οι οικονομικές καταστάσεις. Πρέπει να μπορεί να αναγνωρίζει την καλή λογιστική και την κακή λογιστική. Παρακάτω θα γίνει μια πολύ σύντομη αναφορά των κυριότερων οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης.

##### *1.4.1 Ο ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ*

Ο ισολογισμός της επιχείρησης καταγράφει το ενεργητικό της επιχείρησης, τις υποχρεώσεις και το κεφάλαιο των μετόχων. Το ενεργητικό είναι επενδύσεις που αναμένεται να παράγουν πληρωμές προς την επιχείρηση. Υποχρεώσεις είναι απαιτήσεις για πληρωμή από την επιχείρηση στους πιστωτές της, στους προμηθευτές και άλλους εκτός από τους μετόχους. Το μετοχικό κεφάλαιο είναι η απαίτηση των ιδιοκτητών. Έτσι

μπορούμε να πούμε ότι ο ισολογισμός είναι μία δήλωση των επενδύσεων της επιχείρησης και των απαιτήσεων για τις πληρωμές από αυτές τις επενδύσεις. Τόσο τα πάγια όσο και οι υποχρεώσεις στον ισολογισμό χωρίζονται σε δύο κατηγορίες σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Τα τρία μέρη του ισολογισμού συνδέονται μεταξύ τους με την ακόλουθη λογιστική ταυτότητα:

$$\text{Ίδια κεφάλαια} = \text{Ενεργητικό} - \text{Παθητικό} \quad (1.1)$$

Η παραπάνω λογιστική ταυτότητα μας λέει ότι τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι το κατάλοιπο των απαιτήσεων από το ενεργητικό αφαιρώντας τις απαιτήσεις των υποχρεώσεων.

#### 1.4.2 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως αναφέρει πώς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης αυξήθηκαν ή μειώθηκαν ως αποτέλεσμα της λειτουργίας της. Η τελευταία γραμμή της κατάστασης μετρά την αξία που προστέθηκε στα ίδια κεφάλαια και είναι τα καθαρά κέρδη. Η ΚΑΧ<sup>3</sup> δείχνει τις πηγές των καθαρών κερδών, οι οποίες κατηγοριοποιούνται σε δύο μεγάλες κατηγορίες σαν έσοδα (αξία η οποία προέρχεται από την πώληση προϊόντων) και έξοδα (αξία η οποία εξέρχεται από την επιχείρηση για την απόκτηση εσόδων). Η λογιστική εξίσωση που προσδιορίζει τα καθαρά κέρδη είναι η εξής:

$$\text{Καθαρά κέρδη} = \text{Έσοδα} - \text{Έξοδα} \quad (1.2)$$

Εκτός όμως από την παραπάνω λογιστική εξίσωση υπάρχουν και άλλες εξισώσεις που βγαίνουν από την ΚΑΧ που προσδιορίζουν άλλα συστατικά των καθαρών κερδών. Μερικές από αυτές είναι:

$$\text{Μικτό κέρδος} = \text{Έσοδα πωλήσεων} - \text{Κόστος Πωληθέντων} \quad (1.3)$$

$$\text{Λειτουργικό κέρδος} = \text{Μικτό κέρδος} - \text{Λειτουργικά έξοδα} \quad (1.4)$$

$$\text{Κέρδη προ φόρων} = \text{Λειτουργικά κέρδη} - \text{Έξοδα τόκων} + \text{εσοδα τόκων} \quad (1.5)$$

<sup>3</sup> Η ονομασία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης εν συντομία.

$$\text{Κέρδη μετά φόρων} = \text{Κέρδη προ φόρων} - \text{Φόρος εισοδήματος} \quad (1.6)$$

$$\text{Καθαρό κέρδος} = \text{Κέρδη προ ανόργανων πραγμάτων} + \text{Ανόργανα} \quad (1.7)$$

#### 1.4.3 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η κατάσταση ταμειακών ροών περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση παρήγαγε μετρητά και τον τρόπο με τον οποία τα χρησιμοποίησε κατά τη διάρκεια της χρήσης. Οι ταμειακές ροές χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες στην κατάσταση, τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, από επενδυτικές δραστηριότητες και τέλος από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Τα μετρητά από τις λειτουργικές δραστηριότητες είναι μετρητά από την πώληση των αγαθών καθαρά από μετρητά που χρησιμοποιούνται για την πώληση αυτών των αγαθών. Οι επενδυτικές ταμειακές ροές είναι μετρητά που πηγαίνουν για την αγορά παγίων που πηγαίνουν στις λειτουργικές δραστηριότητες μείον τα μετρητά που λαμβάνονται από την πώληση των παγίων. Οι χρηματοοικονομικές ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές συναλλαγές που αφορούν την αύξηση των μετρητών από και την εκταμίευση μετρητών προς τους πιστωτές και τους μετόχους της επιχείρησης. Το άθροισμα των ταμειακών ροών από τις τρεις δραστηριότητες εξηγεί την αύξηση ή την μείωση των μετρητών της επιχείρησης.

#### 1.4.4 Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης ξεκινά με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης που υπάρχουν στον ισολογισμό στην αρχή της χρήσης, και τελειώνει με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης που υπάρχουν στο τέλος της χρήσης, εξηγώντας πως τα ίδια κεφάλαια μεταβλήθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Μπορούμε να περιγράψουμε την αλλαγή των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε μια χρήση ως εξής:

Ίδια κεφάλαια τέλους

$$= \text{Ίδια κεφάλαια αρχή} + \text{Καθαρά κέρδη}$$

$$- \text{Καθαρές πληρωμές προς τους μετόχους} \quad (1.8)$$

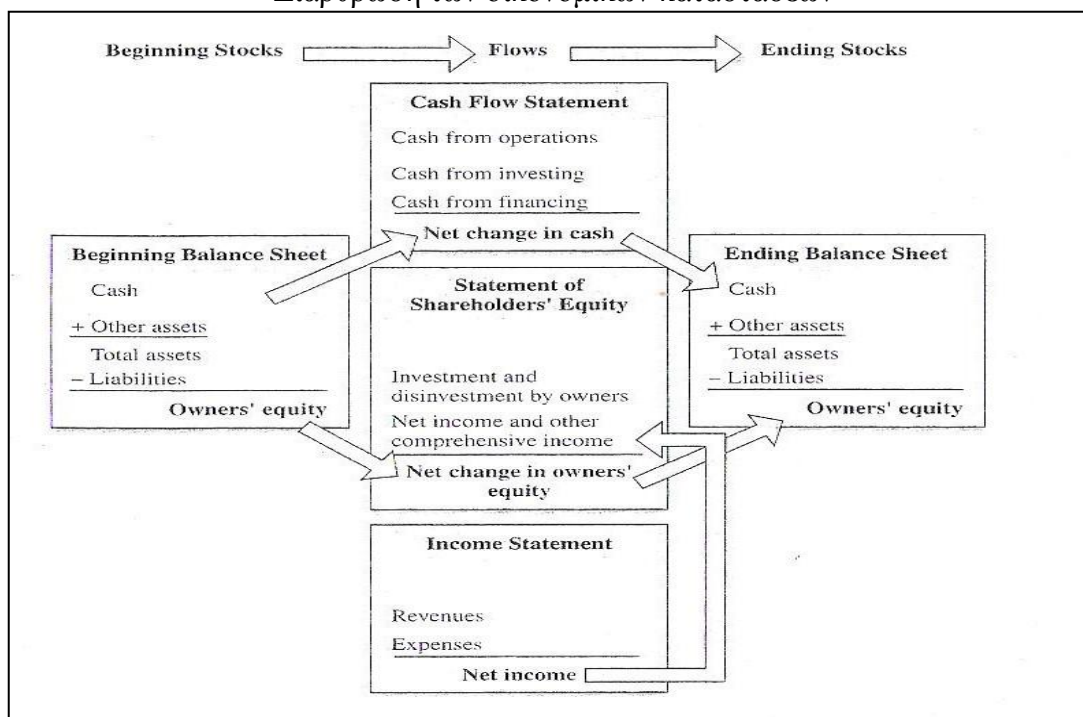
Όπως βλέπουμε και από την παραπάνω εξίσωση τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης αυξάνονται με τα κέρδη από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και μειώνεται με τις καθαρές πληρωμές προς τους μετόχους της.

## 1.5 Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Μπορούμε πούμε ότι ο ισολογισμός μπορεί να αναφερθεί και ως κατάσταση «αποθέματος<sup>4</sup>», επειδή τα δύο μέρη που τον απαρτίζουν το ενεργητικό και το παθητικό, είναι «απόθεμα» αξίας για την επιχείρηση σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και η κατάσταση ταμειακών ροών μπορούμε να πούμε ότι είναι καταστάσεις «ροών» επειδή μετράνε ροές ή αλλαγές μεταξύ δύο χρονικών στιγμών. Η ΚΑΧ αναφέρει ένα μέρος της αλλαγής των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και η κατάσταση ταμειακών ροών αναφέρει την αλλαγή των μετρητών.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2

#### Διάρθρωση των οικονομικών καταστάσεων



Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

Η διάρθρωση των οικονομικών καταστάσεων, του ισολογισμού, της ΚΑΧ και της κατάστασης των ταμειακών ροών απεικονίζεται στο παραπάνω διάγραμμα 1.2. Η διάρθρωση είναι ένας τρόπος με τον οποίο οι οικονομικές καταστάσεις ταιριάζουν μαζί, τις μεταξύ τους σχέσεις. Η διάρθρωση μεταξύ του ισολογισμού και της ΚΑΧ γίνεται μέσω της κατάστασης μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων και περιγράφεται μέσω

<sup>4</sup> Εδώ δεν εννοούμε τον όρο αποθέματος όπως χρησιμοποιείται για να εκφραστούν τα εμπορεύματα στον ισολογισμό.

της σχέσης (1.8) που αναφέραμε παραπάνω. Ο ισολογισμός δείχνει το «απόθεμα» των ιδίων κεφαλαίων σε μια χρονική στιγμή. Η κατάσταση μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων εξηγεί τις αλλαγές των ιδίων κεφαλαίων μεταξύ δύο συνεχόμενων χρονικά ισολογισμών. Η ΚΑΧ από την άλλη πλευρά, εξηγεί την αλλαγή των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης η οποία προέρχεται από την προστιθέμενη αξία από την λειτουργία της επιχείρησης και τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες. Τέλος, ο ισολογισμός παρουσιάζει το «απόθεμα» των μετρητών σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή και η κατάσταση ταμειακών ροών εξηγεί πως άλλαξε το «απόθεμα» των μετρητών κατά τη διάρκεια της χρήσης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ**

### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η αγορά μιας μετοχής είναι στην πραγματικότητα η αγορά μιας επιχείρησης και όποιος αγοράζει μια επιχείρηση πρέπει να γνωρίζει καλά την επιχείρηση. Αυτό θα ήταν δυνατόν να γίνει αν ο καθένας θα μπορούσε να επισκεφτεί την ίδια την επιχείρηση και δει από κοντά το εργοστάσιό της ή αν μπορέσει να συνομιλήσει με τα στελέχη και το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης. Αυτό όπως καταλαβαίνει ο καθένας είναι αδύνατον να γίνει από οποιονδήποτε αγόραζε μια μετοχή της επιχείρησης. Έτσι λοιπόν ο μοναδικός τρόπος που μπορεί ο κάθε επενδυτής να χρησιμοποιήσει για να γνωρίσει την επιχείρηση, είναι μέσω των οικονομικών της καταστάσεων. Οι οικονομικές καταστάσεις είναι ο καθρέπτης για την επιχείρηση, έτσι λοιπόν πρέπει να έχουμε γνώση όχι μόνο για το πώς η επιχείρηση λειτουργεί αλλά και για το πώς παρουσιάζονται οι λειτουργίες της στις οικονομικές καταστάσεις. Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να δείξει πως οι δραστηριότητες της επιχείρησης που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, η λειτουργική, ή επενδυτική και η χρηματοοικονομική απεικονίζονται μέσω από τις ροές στις οικονομικές καταστάσεις, καθώς και η παρουσίαση της καθαρής λειτουργικής θέσης της επιχείρησης και πως αυτή εξάγεται από τις καταστάσεις.

### 2.2 ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

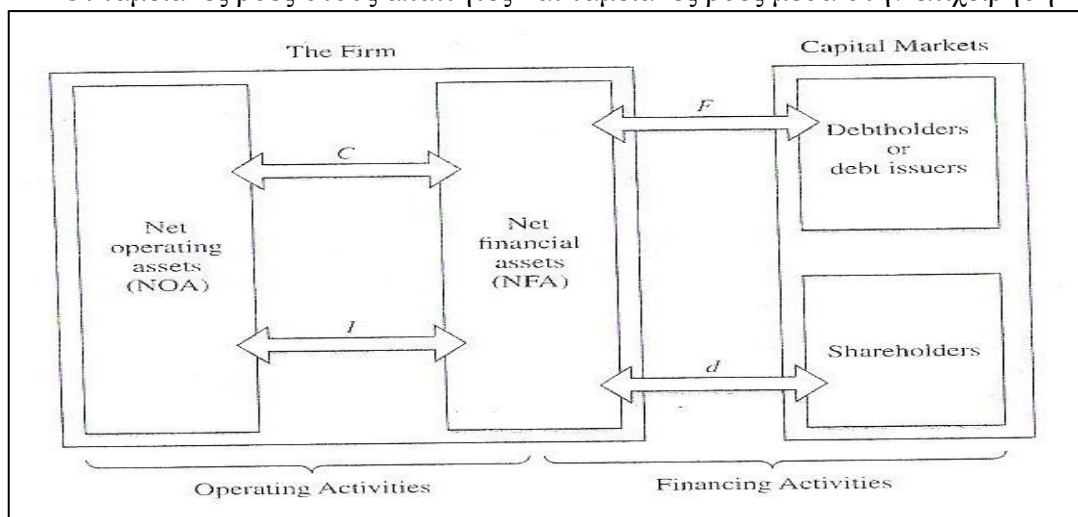
Στο διάγραμμα 2.1 παρουσιάζονται οι ταμειακές ροές της επιχείρησης από και προς τους μετόχους της επιχείρησης και τους κατόχους του χρέους. Οι ταμειακές ροές από και προς τους κατόχους χρέους της επιχείρησης έχει μειωθεί σε μια καθαρή ταμειακή ροή, την καθαρή ροή χρηματοδότησης του χρέους, όπου απεικονίζεται στο διάγραμμα με το γράμμα F. Η ροή αυτή περιλαμβάνει τις καθαρές ταμειακές ροές προς του ομολογιούχους, τις τράπεζες και τους άλλους πιστωτές της επιχείρησης, όπου είναι η καταβολή των μετρητών στους κατόχους χρέους σε τόκους και χρεολύσια μείον τα μετρητά που καταβάλλονται στην επιχείρηση από τον επιπλέον δανεισμό από τους πιστωτές. Παρόμοια, το καθαρό μέρισμα προς τους μετόχους, όπου απεικονίζεται με το γράμμα d στο διάγραμμα, είναι μετρητά που καταβάλλονται σε μερίσματα και για την επαναγορά μετοχών μείον τα μετρητά που συνεισφέρουν οι μέτοχοι στην επιχείρηση. Οι συναλλαγές μεταξύ των παραπάνω είναι η χρηματοδοτική λειτουργία της



επιχείρησης. Οι καθαρές χρηματοδοτικές ροές περιλαμβάνουν πληρωμές από και προς τους εκδότες χρέους καθώς και αυτούς που κατέχουν χρέος. Οι επιχειρήσεις πάντα ξεκινάνε με την εισφορά μετρητών από τους μετόχους. Όπως γνωρίζουμε το χρήμα είναι ένα μη παραγωγικό πάγιο, έτσι οι επιχειρήσεις προτού το επενδύσουν στις λειτουργικές δραστηριότητες, τα επενδύουν σε ομόλογα ή άλλα τοκοφόρα χαρτιά ή καταθέσεις και αναφέρονται ως χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Οι δραστηριότητες αυτές της επιχείρησης περιλαμβάνουν πληρωμές μετρητών έξω από την επιχείρηση. Η χρηματοδότηση χρέους από την μεριά της επιχείρησης, όπως η έκδοση χρέους, ανήκει στην χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης. Έτσι λοιπόν, η επιχείρηση μπορεί να είναι αγοραστής χρέους αν έχει υπερβάλλον μετρητά ή να είναι εκδότης χρέους αν έχει έλλειψη από μετρητά. Στην δεύτερη λοιπόν περίπτωση η επιχείρηση έχει χρηματοδοτικές υποχρεώσεις. Στην πρώτη περίπτωση, η καθαρή χρηματοδοτική ροή  $F$ , είναι μετρητά που καταβάλλονται για την αγορά χρέους μείον μετρητά που λαμβάνονται σε τόκους και από την πώληση χρέους. Στην δεύτερη περίπτωση η καθαρή χρηματοδοτική ροή  $F$  είναι μετρητά για την πληρωμή τόκων και η εξόφληση του χρέους μείον τα μετρητά που λαμβάνει από την έκδοση χρέους. Έτσι λοιπόν έχουμε την καθαρή χρηματοδοτική ροή  $F$ , όπου είναι η καθαρή ταμειακή ροή από τον δανεισμό της επιχείρησης και από αυτά που δανείζει.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1

Οι ταμειακές ροές στους απαιτητές και ταμειακές ροές μέσα στην επιχείρηση



Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

Αφού αναλύσαμε το δεξιό κομμάτι του σχεδιαγράμματος 2.1 θα προχωρήσουμε τώρα στο αριστερό μέρος. Ο πρωταρχικός σκοπός της επιχείρησης δεν είναι να αγοράζει ομόλογα αλλά μόνο να τα διακρατεί για να επενδύει τα μετρητά της ιδανικά. Η επιχείρηση επενδύει τα μετρητά της σε λειτουργικά πάγια, όπως οικόπεδα, εργοστάσια και αποθέματα, τα οποία την βοηθούν για να παράγει προϊόντα για πώληση. Αυτές είναι οι επενδυτικές λειτουργίες της επιχείρησης και οι ταμειακές ροές που περιλαμβάνουν αυτές τις λειτουργίες ονομάζονται ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες και συμβολίζονται στο διάγραμμα από το γράμμα I. Για να επενδύσει η επιχείρηση σε λειτουργικά πάγια η διαδικασία έχει ως εξής: πουλάει τα χρηματοοικονομικά πάγια στοιχεία και αγοράζει λειτουργικά πάγια. Το βέλος στο διάγραμμα 2.1 είναι αμφίπλευρο διότι η επιχείρηση μπορεί να ρευστοποιήσει λειτουργικά πάγια για να αγοράσει χρηματοοικονομικά πάγια. Τα λειτουργικά πάγια παράγουν καθαρές ταμειακές ροές, εισροές μετρητών από την πώληση των εμπορευμάτων και ταμειακές εκροές για την πληρωμή των μισθών, ενοικίων κλπ., και αυτή η ταμειακή ροή ονομάζεται ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες. Τα μετρητά από τις λειτουργικές δραστηριότητες επενδύονται είτε στην αγορά χρέους είτε στην μείωση του χρέους της ίδιας της επιχείρησης.

Αφού αναλύσαμε τις ταμειακές ροές από όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης είμαστε σε θέση να παρουσιάσουμε μια πολύ σημαντική λογιστική ταυτότητα, η οποία είναι γνωστή ως *οι πηγές και οι χρήσεις της εξίσωσης των μετρητών*. Έτσι λοιπόν οι τέσσερις ταμειακές ροές που περιγράψαμε και δείξαμε στο διάγραμμα 2.1 συνδέονται με την παρακάτω σχέση:

<p><i>Ελεύθερες Ταμιακές Ροές</i></p> <p style="text-align: center;">= Καθαρό Μέρισμα προ τους Μετόχους + Καθαρές πληρωμές στους χρεώστες</p> $C - I = d + F$
---

Η παραπάνω ταυτότητα μας λέει ότι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες μείον τις ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες ισούται πάντα με τις καθαρές ταμειακές ροές που καταβάλλονται στους χρεώστες και τους μετόχους. Εάν η επιχείρηση παράγει περισσότερα μετρητά από τις λειτουργικές

δραστηριότητες από ότι τα μετρητά που καταβάλλονται στις επενδυτικές δραστηριότητες, τότε έχουμε θετικές ελεύθερες ταμειακές ροές ενώ αν τα χρήματα από τις λειτουργικές δραστηριότητες είναι λιγότερα από αυτά που επενδύονται στις επενδυτικές δραστηριότητες τότε έχουμε αρνητικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Η θετική ελεύθερη ταμειακή ροή χρησιμοποιείται είτε για την πληρωμή των καθαρών τόκων και την αγορά ομολόγων  $F$ , ή για την πληρωμή των καθαρών μερισμάτων  $d$ . Η αρνητική ελεύθερη ταμειακή ροή απαιτεί είτε ότι η επιχείρηση θα εκδώσει ομόλογα που σημαίνει αρνητικό  $F$ , είτε θα εκδώσει μετοχές που σημαίνει αρνητικό  $d$ .

### 2.3 Η ΑΝΑΔΥΟΤΥΠΩΣΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάσαμε την κατάσταση ταμειακών ροών όπως αυτή επιβάλλεται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα από το πρότυπο εφτά. Σε αυτό το σημείο και αφού προηγουμένως έχουμε αναλύσει τις τέσσερις ταμειακές ροές, θα αναδιατυπώσουμε την κατάσταση των ταμειακών ροών έτσι ώστε αυτή να ακολουθεί τις ταμειακές ροές που περιγράψαμε στο διάγραμμα 2.1.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

##### Αναδιατυπωμένη κατάσταση ταμειακών ροών

Cash flow from operations		$C$
Cash investment		$(I)$
Free cash flow		<u><math>C - I</math></u>
Equity financing flows:		
Dividends and share repurchases	XX	
Share issues	<u>(XX)</u>	$d$
Debt financing flows:		
Net purchase of financial assets	XX	
Interest on financial assets (after tax)	(XX)	
Net issue of debt	(XX)	
Interest on debt (after tax)	<u>XX</u>	$F$
Total financing flows		<u><math>d + F</math></u>

Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

Όπως παρατηρούμε από τον Πίνακα 2.1 η κατάσταση αυτή είναι διαφορετική σε σχέση με αυτή που υποδηλώνουν τα Δ.Λ.Π. Η αναδιατυπωμένη κατάσταση των ταμειακών ροών όπως φαίνεται, διαχωρίζει τις ταμειακές που συνδέονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες από τις ταμειακές ροές που συνδέονται με τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη

ενότητα οι ελεύθερες ταμειακές ροές πρέπει να καταβάλλονται είτε στους μετόχους της επιχείρησης είτε στους χρεώστες της, έτσι ώστε να ισχύει η λογιστική ταυτότητα που αναφέραμε παραπάνω.

#### 2.4 Η ΑΝΑΔΥΑΤΥΠΩΣΗ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΑΙ Η ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ

Ο δημοσιευμένος ισολογισμός έχει μια λίστα με το ενεργητικό και μια για το παθητικό οι οποίες ομαδοποιούνται σε δύο κατηγορίες, τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα. Όμως για να μπορέσουμε να κάνουμε μια κεφαλαιακή ανάλυση, ο δημοσιευμένος ισολογισμός πρέπει να αναδιατυπωθεί σε λειτουργικά και χρηματοοικονομικά πάγια και σε λειτουργικές και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Τα λειτουργικά πάγια και υποχρεώσεις είναι τα πάγια και οι υποχρεώσεις που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση για την πώληση σε πελάτες. Αντίστοιχα, τα χρηματοοικονομικά πάγια και υποχρεώσεις είναι αυτά που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση για χρηματοοικονομικούς λόγους. Ένας πλαστός ισολογισμός κάνει αυτή την διάκριση να φαίνεται όπως τον παρακάτω πίνακα 2.2 ως εξής.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2**  
Πλαστός ισολογισμός

Assets		Liabilities and Equity	
Operating assets	OA	Operating liabilities	OL
Financial assets	FA	Financial obligations	FO
		Common stockholders' equity	CSE
Total assets	<u>OA + FA</u>	Total claims	<u>OL + FO + CSE</u>

Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed

Όπως έχουμε αναφέρει και παραπάνω τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μπορεί να είναι είτε θετικά, χρηματοοικονομικά πάγια, είτε αρνητικά, χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Επίσης και τα λειτουργικά στοιχεία μπορεί να είναι είτε θετικά είτε αρνητικά. Στην περίπτωση που είναι θετικά ονομάζονται λειτουργικά πάγια, ενώ στην περίπτωση που είναι αρνητικά ονομάζονται λειτουργικές υποχρεώσεις. Για παράδειγμα

οι λογαριασμοί εισπρακτέοι ανήκουν στα λειτουργικά πάγια αφού αυξάνεται με τις πωλήσεις στους πελάτες από την λειτουργία της επιχείρησης. Αντίθετα οι λογαριασμοί πληρωτέοι είναι λειτουργικές υποχρεώσεις επειδή αυξάνονται με την αγορά προϊόντων για την λειτουργία της επιχείρησης. Άρα σε αυτό το σημείο μπορούμε να παρουσιάσουμε τον αναδιατυπωμένο ισολογισμό όπου γίνεται η διάκριση μεταξύ των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3**  
Αναδιατυπωμένος ισολογισμός

Operating assets	OA	Financial obligations	FO
Operating liabilities	(OL)	Financial assets	(FA)
		Net financial obligations	NFO
		Common shareholders' equity	CSE
Net operating assets	<u>NOA</u>		<u>NFO + CSE</u>

Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed

Παρατηρώντας τον ισολογισμό, η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών παγίων και των λειτουργικών υποχρεώσεων μας κάνει την καθαρή λειτουργική θέση της επιχείρησης, ενώ η διαφορά μεταξύ χρηματοοικονομικών παγίων και των χρηματοοικονομικών παγίων μας κάνει την καθαρή χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης.

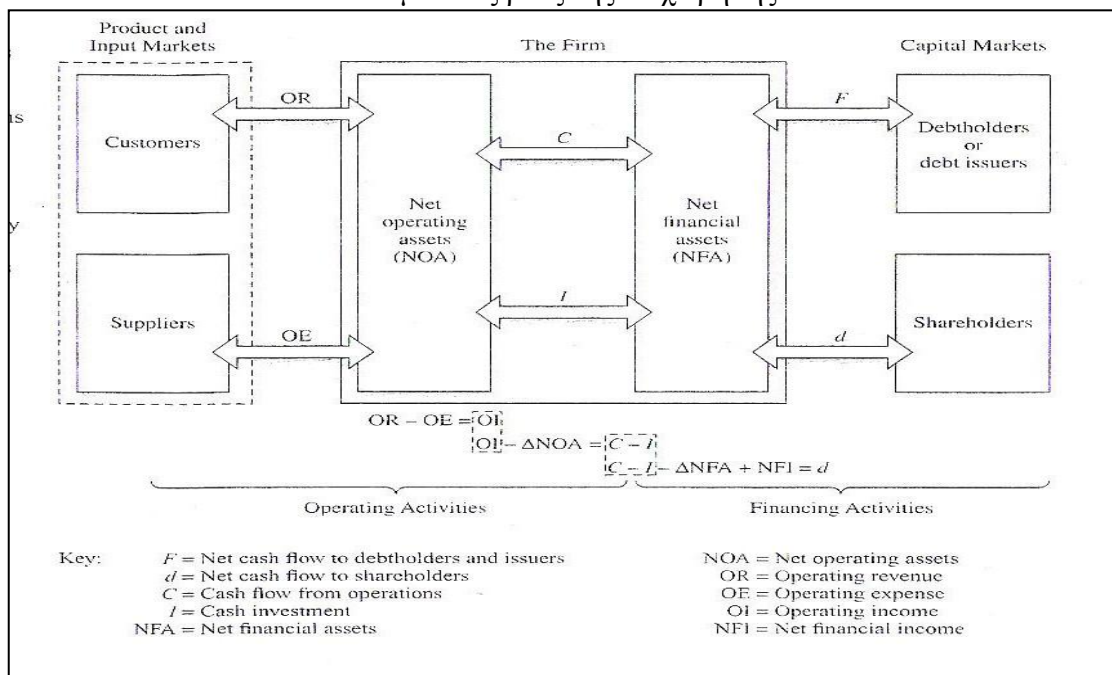
## 2.5 ΟΙ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΟΛΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Μέχρι τώρα είδαμε ότι η επιχείρηση μπορεί να πάρει μετρητά από τις κεφαλαιαγορές, να επενδύει σε χρηματοοικονομικά πάγια τα οποία τα μετατρέπει σε λειτουργικά πάγια τα οποία και είναι απαραίτητα για τις καθημερινές δραστηριότητες της επιχείρησης. Στα λειτουργικά πάγια περιλαμβάνονται οι αγορές εισροών από προμηθευτές (όπως πρώτων υλών, εργατικού δυναμικού) τα οποία χρησιμοποιώντας τα στην καθαρή λειτουργική θέση (όπως τα εργοστάσια, τα μηχανήματα) παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες τα οποία πωλούνται στους πελάτες. Οι λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν την εμπορία με αυτούς τους πελάτες και τους προμηθευτές στις αγορές εισροών και προϊόντων. Έτσι λοιπόν στο παρακάτω διάγραμμα 2.2 έχουμε την ολοκληρωμένη εικόνα από τις δραστηριότητες της επιχείρησης, δηλαδή τη λειτουργική την επενδυτική και την χρηματοοικονομική και τις

ροές μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών. Εδώ είναι σκόπιμο να ξεκαθαρίσουμε ότι έχουμε συμπεριλάβει τις λειτουργικές και τις επενδυτικές δραστηριότητες σαν μία επειδή σκοπός της επενδυτικής δραστηριότητας είναι να αγοράζει πάγια για τη λειτουργία της επιχείρησης. Επίσης οι αναλυτές διεθνώς διαχωρίζουν τις λειτουργικές δραστηριότητες από τις χρηματοοικονομικές μιας και ενσωματώνουν τις επενδυτικές δραστηριότητες στις λειτουργικές.

Η εμπορία της επιχείρησης με τους προμηθευτές της, έχει ως αποτέλεσμα την εγκατάλειψη πόρων και αυτή η αξία που χάνεται ονομάζεται λειτουργικό έξοδο (OE στο διάγραμμα 2.2). Τα αγαθά που αγοράζονται έχουν κάποια αξία, τα οποία η επιχείρηση συνδυάζοντας τα με άλλα λειτουργικά πάγια καταλήγουν να γίνουν προϊόντα για τους πελάτες. Όταν λοιπόν η επιχείρηση πουλάει αυτά τα προϊόντα στους πελάτες αποκτάει λειτουργικά έσοδα (OR στο διάγραμμα 2.2). Έτσι λοιπόν η διαφορά του λειτουργικού εσόδου με του λειτουργικού εξόδου αποτελεί το λειτουργικό εισόδημα για την επιχείρηση. Εάν το λειτουργικό εισόδημα είναι θετικό τότε η επιχείρηση προσθέτει αξία, ενώ στην αντίθετη περίπτωση που το εισόδημα είναι αρνητικό, τότε η επιχείρηση χάνει αξία.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2**  
Οι ταμειακές ροές της επιχείρησης



Penman, S. H., 2013. Financial statement analysis and security valuation. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

## 2.6 Η ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΤΑΙ

Έχοντας αναφέρει τη καθαρή λειτουργική θέση, το λειτουργικό έσοδο και τις ελεύθερες ταμειακές ροές μπορούμε να γράψουμε τις παρακάτω λογιστικές σχέσεις εξηγώντας τις αλλαγές στον ισολογισμό:

Καθαρή Λειτουργική Θέση(τέλος)= Καθαρή λειτουργική θέση( αρχή)- Λειτουργικό εισόδημα- Ελεύθερες ταμειακές ροές

$$NOA_t = NOA_{t-1} + OI - (C_t - I_t)$$

Η

Αλλαγή στη καθαρή λειτουργική θέση= Λειτουργικό εισόδημα- Ελεύθερες ταμειακές ροές

$$\Delta NOA_t = OI_t - (C_t - I_t)$$

Το λειτουργικό εισόδημα είναι η προστιθέμενη αξία από τις λειτουργίες της επιχείρησης και αυτή η αξία αυξάνει την καθαρή λειτουργική θέση της επιχείρησης. Για παράδειγμα μια πώληση σε έναν πελάτη με πίστωση, αυξάνει το λειτουργικό εισόδημα και τα λειτουργικά πάγια ως λογαριασμός εισπρακτέος. Επίσης η αγορά πρώτων υλών με πίστωση, αυξάνει τα λειτουργικά έξοδα και τις λειτουργικές υποχρεώσεις μέσω ενός λογαριασμού πληρωτέου. Επίσης από τις παραπάνω σχέσεις παρατηρούμε ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές μειώνουν την καθαρή λειτουργική θέση, καθώς τα μετρητά πηγαίνουν από τη λειτουργικές δραστηριότητες και επενδύεται στην καθαρή χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Εκφράζοντας την αλλαγή της καθαρής λειτουργικής θέσης με την παραπάνω σχέση, βλέπουμε ότι το λειτουργικό εισόδημα και η επένδυση των μετρητών αυξάνει την καθαρή λειτουργική θέση, ενώ μειώνεται με τις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες που επενδύονται στην καθαρή χρηματοοικονομική θέση της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ (FOUNTAMENTAL ANALYSIS)

### 3.1 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι μια μέθοδος επιλογής μετοχών που στηρίζεται στη μελέτη και εξέταση των θεμελιωδών μεγεθών που επηρεάζουν την οικονομία, τον κλάδο και την ίδια την επιχείρηση. Συγκεκριμένα όταν η θεμελιώδης ανάλυση ασχολείται με τις μετοχές των επιχειρήσεων προσπαθεί να καθορίσει την αξία της μετοχής εστιάζοντας τους βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης και τις μελλοντικές της προοπτικές. Οι υποθέσεις πίσω από την επιλογή των μετοχών είναι ότι η μελέτη θα μας οδηγήσει σε μια αντικειμενική εκτίμηση για μια συγκεκριμένη μετοχή και επίσης ότι η σύγκριση των μετοχών με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία τους θα μας υποδείξει μετοχές των οποίων η αξία για κάποιους λόγους δεν εκτιμάται σωστά η αξία τους. Η συγκεκριμένη μέθοδος ανάλυσης των μετοχών εμπλουτίζεται σημαντικά με τη προσέγγιση «από πάνω προς τα κάτω» όπου επιχειρείται<sup>5</sup>:

1. Η εμπειριστατωμένη εξέταση της οικονομίας μέσα στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση.
2. Η εμπειριστατωμένη εξέταση του παραγωγικού κλάδου ή δραστηριότητας της επιχείρησης.
3. Η εμπειριστατωμένη εξέταση των μεγεθών (μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις) και άλλων στοιχείων (προϊόντων) της επιχείρησης.

Ο κύριος σκοπός της θεμελιώδους ανάλυσης, είναι μέσω της μελέτης των παραπάνω τριών συνισταμένων, να βοηθήσει τον κάθε επενδυτή να προσδιορίσει την «εσωτερική» αξία της επιχείρησης και παράλληλα της πραγματικής αξίας της μετοχής της. Η θεμελιώδης ανάλυση βοηθάει επίσης τον επενδυτή να απαντήσει σε ερωτήσεις σχετικά με την επιχείρηση όπως<sup>6</sup>:

- Αυξάνονται τα έσοδα της επιχείρησης;
- Είναι στην πραγματικότητα επικερδής η επιχείρηση;

---

<sup>5</sup> Παπαγγέλου Π., 2010. Αξιολόγηση και επιλογή μετοχών μέσω της θεμελιώδους ανάλυσης. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Διπλωματική εργασία.

<sup>6</sup> Investopedia, 2010. Introduction To Fundamental Analysis [pdf] Available at: [http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis\\_intro.pdf](http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis_intro.pdf)



- Είναι σε αρκετά ισχυρή θέση έτσι ώστε να μπορεί να νικήσει όλους τους ανταγωνιστές της στο μέλλον;
- Είναι σε θέση να εξοφλήσει τα χρέη της;
- Μήπως η διοίκηση της επιχείρησης προσπαθεί να «μαγειρέψει τα βιβλία της»

### 3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Υπάρχουν αρκετοί μέθοδοι για την εκπόνηση της θεμελιώδους ανάλυσης, αλλά στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε ίσως με την πιο διαδεδομένη μέθοδο που στηρίζεται στην ανάλυση των διάφορων αριθμοδεικτών. Καταρχήν, αριθμοδείκτης είναι η απλή σχέση ενός κονδυλίου όπως προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και εκφράζεται με μια μαθηματική σχέση. Οι αριθμοδείκτες έχουν νόημα, όταν αυτοί συνδέονται με άλλους δείκτες και οικονομικές έννοιες και εκφράζουν την σπουδαιότητα των επί μέρους μεγεθών.

Σύμφωνα με την μέθοδο των αριθμοδεικτών, εφόσον υπολογιστούν οι δείκτες που είναι κατάλληλοι για την ανάλυση, στη συνέχεια τους συγκρίνουμε με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων επιχειρήσεων. Σκοπός του επενδυτή είναι να επιλέξει την καλύτερη μετοχή που θα τον βοηθήσει να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του από την επενδυτική του επιλογή. Όμως, ο επενδυτής χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή κατά τη ανάλυση των αριθμοδεικτών, γιατί ένα λάθος μπορεί να τον οδηγήσει να μην πάρει τη κατάλληλη επενδυτική απόφαση. Επιπρόσθετα, ο επενδυτής κατά τη διάρκεια της ανάλυσης, είναι απαραίτητο να κάνει και χρήση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, καθώς οι αριθμοδείκτες από μόνοι τους δεν είναι σε θέση να δώσουν μια εμπειριστατωμένη εικόνα για την επιχείρηση.

#### *3.2.1 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ: ΠΟΣΟΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΕΣ<sup>7</sup>*

Θα μπορούσαμε να δώσουμε μια ερμηνεία στην θεμελιώδη ανάλυση ως «ερευνώντας τα θεμελιώδη», αλλά αυτό δεν σημαίνει κάτι σε κάποιον ο οποίος δεν γνωρίζει ποια είναι τα θεμελιώδη μιας επιχείρησης. Το πρόβλημα που έγκειται με τον ορισμό των θεμελιωδών στοιχείων, είναι ότι μπορεί να συμπεριληφθεί οτιδήποτε

---

<sup>7</sup> Investopedia, 2010. Introduction To Fundamental Analysis [pdf] Available at: [http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis\\_intro.pdf](http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis_intro.pdf)

σχετίζεται με την οικονομική ευημερία της επιχείρησης. Είναι προφανές ότι στα θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης μπορούμε να συμπεριλάβουμε τα έσοδα και τα κέρδη της επιχείρησης, αλλά επίσης μπορούμε να συμπεριλάβουμε στα θεμελιώδη στοιχεία από το μερίδιο που κατέχει στην αγορά η επιχείρηση μέχρι και την ποιότητα της διοίκησής της. Έτσι λοιπόν οι διάφοροι θεμελιώδεις παράγοντες μπορούν να διαχωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τις ποσοτικές μεταβλητές και τις ποιοτικές μεταβλητές.

**Ποσοτικές** μεταβλητές είναι αυτές οι οποίες μπορούν να μετρηθούν ή να εκφραστούν με αριθμητικούς όρους.

**Ποιοτικές** μεταβλητές είναι αυτές οι οποίες σχετίζονται ή βασίζονται στην ποιότητα κάποιου πράγματος, σε αντίθεση συχνά με το μέγεθός του ή τη ποσότητά του.

Έτσι λοιπόν οι ποσοτικές θεμελιώδεις μεταβλητές είναι αριθμητικά, μετρήσιμα χαρακτηριστικά σχετικά με την επιχείρηση. Είναι πασιφανές ότι η μεγαλύτερη πηγή ποσοτικών δεδομένων για μια επιχείρηση είναι οι οικονομικές της καταστάσεις. Μπορείς να υπολογίσεις τα έσοδα, τα κέρδη, τα πάγια της επιχείρησης με ακρίβεια.

Από την άλλη, οι ποσοτικές θεμελιώδεις μεταβλητές είναι αυτές που έχουν να κάνουν λιγότερο με απτούς παράγοντες σχετικά με την επιχείρηση, όπως είναι η ποιότητα του διοικητικού συμβουλίου της, η αναγνωσιμότητα του ονόματος της, οι πατέντες που έχει εφεύρει, οι καινοτομίες της και η τεχνολογία την οποία κατέχει.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν συνετό να αναφέρουμε ότι ούτε η ποσοτική αλλά ούτε και η ποιοτική ανάλυση της επιχείρησης είναι από μόνη της καλύτερη από την άλλη. Οι περισσότεροι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους, τους ποσοτικούς παράγοντες σε συνδυασμό με τους ποιοτικούς. Ας πάρουμε για παράδειγμα την περίπτωση της γνωστής επιχείρησης Κόκα-Κόλα. Όταν ένας αναλυτής θα κάνει την ανάλυση για την μετοχή της επιχείρησης καταρχήν θα λάβει υπόψη του το ετήσιο μέρισμα που δίνει στους μετόχους, τους αριθμοδείκτες κέρδη ανά μετοχή<sup>8</sup> και διάφορους άλλους ποσοτικούς παράγοντες. Η ανάλυση όμως δεν θα ήταν ολοκληρωμένη αν δεν λάμβανε υπόψη του ο αναλυτής την αναγνωσιμότητα του ονόματος της επιχείρησης. Είναι πολύ δύσκολο κάποιος να υπολογίσει την αξία του ονόματος της επιχείρησης, αλλά δεν μπορεί να

---

<sup>8</sup> Η ανάλυση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη όπως και άλλων θα γίνει στην επομένη ενότητα.

παραβλέπει το γεγονός ότι συντελεί στην επιτυχία της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

### 3.3 Η ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ<sup>9</sup>

Σ αυτό το σημείο είμαστε έτοιμοι να αναφέρουμε την έννοια της «εσωτερικής αξίας» της επιχείρησης που χρησιμοποιείται στην θεμελιώδη ανάλυση. Καταρχήν μια από τις πιο σημαντικές υποθέσεις που κάνουμε στην θεμελιώδη ανάλυση είναι ότι η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο δεν αντανakλά πλήρως την «πραγματική» αξία της μετοχής. Άλλωστε ποιος θα ήταν και ο ρόλος της θεμελιώδους ανάλυσης, αν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο ήταν πάντα οι σωστές. Στην οικονομική ορολογία ο όρος «πραγματική» αξία είναι γνωστός ως «εσωτερική» αξία.

Σε αυτό το σημείο ας δώσουμε ένα παράδειγμα για να γίνει πιο κατανοητό. Ας υποθέσουμε ότι η μετοχή μιας επιχείρησης διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο στην τιμή των 10 ευρώ. Αν μετά από μια εκτενή ανάλυση ένας αναλυτής αποφασίζει ότι η πραγματική αξία της μετοχής δεν είναι 10 ευρώ αλλά 15 ευρώ. Με άλλα λόγια, υπολόγισε ότι η εσωτερική αξία της μετοχής της επιχείρησης είναι στα 15 ευρώ. Αυτή η διαπίστωση που κάνει ο αναλυτής είναι πολύ σημαντική γιατί ο κάθε επενδυτής θέλει να αγοράζει μετοχές που διαπραγματεύονται σε τιμές χαμηλότερες από την εσωτερική τους αξία.

Εδώ είναι το κατάλληλο σημείο για να αναφέρουμε την δεύτερη σημαντικότερη υπόθεση της θεμελιώδους ανάλυσης η οποία είναι ότι στην μακροχρόνια περίοδο η χρηματιστηριακή αγορά αντανakλά τις θεμελιώδεις αρχές. Δεν έχει νόημα να αγοράζει κανείς μια μετοχή στην εσωτερική της αξία αν η τιμή της ποτέ δεν αντανakλούσε την πραγματική της αξία. Όμως κανείς δεν γνωρίζει πόσο μεγάλη είναι η μακροχρόνια περίοδος καθώς μπορεί να είναι από κάποιες μέρες μέχρι και κάποια χρόνια.

Αυτό είναι και η ουσία της θεμελιώδους ανάλυσης. Ένας επενδυτής εστιάζοντας σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση, μπορεί να εκτιμήσει την εσωτερική της αξία και να μπορεί να βρει μια ευκαιρία να αγοράσει την μετοχή σε χαμηλότερη τιμή από την πραγματική της αξία. Αν όλα πάνε καλά, τότε η επένδυση θα του αποφέρει κέρδη

---

<sup>9</sup> Investopedia, 2010. Introduction To Fundamental Analysis [pdf] Available at: [http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis\\_intro.pdf](http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis_intro.pdf)

καθώς η χρηματιστηριακή τιμή θα φτάσει την θεμελιώδη τιμή της. Υπάρχουν όμως και κάποια ερωτήματα:

1. Δεν ξέρει ένας επενδυτής αν η εσωτερική αξία που έχει εκτιμήσει είναι και η σωστή.
2. Δεν γνωρίζει ο επενδυτής πόσο καιρό χρειάζεται ώστε η εσωτερική αξία να αντανakλασθεί στο χρηματιστήριο.

### 3.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΗΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ<sup>10</sup>

Σε αυτό το σημείο θα παρουσιάσουμε τους κυριότερους και τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται στην θεμελιώδη ανάλυση.

#### *3.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E)*

Ο αριθμοδείκτης P/E είναι ίσως ο πιο γνωστός δείκτης που χρησιμοποιείται στην θεμελιώδη ανάλυση. Κύριος σκοπός του συγκεκριμένου δείκτη είναι να δείξει ποιες μετοχές είναι υπερτιμημένες και ποιες υποτιμημένες. Για τον καθορισμό του διαιρούμαι την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της τιμής της μετοχής με τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρίας ανά μετοχή για τους τελευταίους δώδεκα μήνες ή για το πιο πρόσφατο έτος ή ακόμα και για το προβλεπόμενο έτος. Αυτό που δείχνει ο δείκτης είναι το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε ένα ευρώ καθαρών κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η επιχείρηση.

Η χρησιμότητα του δείκτη έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πρέπει να αντανakλά την κερδοφορία της. Μια επιχείρηση που έχει υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα μια επιχείρηση με μικρά κέρδη ανά μετοχή πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία. Επομένως ένας χαμηλός δείκτης P/E σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη, αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και θα πρέπει να αυξηθεί η τιμή της μετοχής της στο άμεσο ή απώτερο μέλλον εξαιτίας της ελκυστικότητας της, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να τρέξουν να την αγοράσουν. Στην άλλη περίπτωση όπου ο δείκτης της P/E είναι υψηλός με υψηλή χρηματιστηριακή αξία

---

<sup>10</sup> Παπαγγέλου Π., 2010. Αξιολόγηση και επιλογή μετοχών μέσω της θεμελιώδους ανάλυσης. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Διπλωματική εργασία.

και χαμηλή κερδοφορία δείχνει μια μετοχή υπερτιμημένη όπου η τιμή της στο άμεσο ή απώτερο μέλλον θα μειωθεί.

Ο δείκτης όμως P/E από μόνος του δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την επιλογή των μετοχών. Ο δείκτης αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να συγκριθεί μία συγκεκριμένη μετοχή μιας επιχείρησης με το μέσο όρο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, για να εξετάσουμε αν η μετοχή που μελετάμε είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη σε σχέση με τις άλλες μετοχές που διαπραγματεύονται στην ίδια χρηματιστηριακή αγορά. Βέβαια μια τέτοια σύγκριση είναι πολύ πιο επιθυμητή να γίνεται ανάμεσα σε εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο της οικονομίας και θα ήταν ακόμα πιο χρήσιμο αυτή η σύγκριση να γίνεται σε κλάδους με μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων.

Υπάρχουν όμως και κάποια μειονεκτήματα όσο αναφορά τη χρησιμοποίηση αυτού του δείκτη. Το πρώτο πρόβλημα που μπορούμε να τονίσουμε έχει να κάνει με την ορθότητα της τιμής του δείκτη. Επειδή σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή τα κέρδη της επιχείρησης της τωρινής χρήσης δεν είναι γνωστά, οι αναλυτές χρησιμοποιούν στον παρανομαστή του δείκτη την τιμή που είχαν τα κέρδη της επιχείρησης την προηγούμενη χρήση, ενώ στην τιμή του αριθμητή χρησιμοποιούν την τιμή εκείνης της χρονικής στιγμή αφού είναι γνωστή. Έτσι ο δείκτης στερείται της πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών που θα έχουν οι επιχειρήσεις. Αυτό μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα την στρέβλωση της ανάλυσης για μια εταιρία η οποία μπορεί να αξιολογηθεί θετικά από τον αναλυτή αλλά να έχει μελλοντικά σταθερά ή ακόμα και φθίνοντα κέρδη.

Επίσης με την χρήση του δείκτη αυτού από τους αναλυτές, απορρίπτονται οι επιχειρήσεις οι οποίες είναι ζημιογόνες ή έχουν πολύ μικρή κερδοφορία, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τους τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ή άλλα χαρακτηριστικά της. Επίσης ενδέχεται μια επιχείρηση να σε κάποια χρήση να έχει έκτακτα κέρδη ή ζημίες που δεν σχετίζονται με τη λειτουργία της επιχείρησης.

#### *3.4.2 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EPS)*

Ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή (EPS) προκύπτει από την διαίρεση των καθαρών κερδών της επιχείρησης με το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης. Από τους

αναλυτές θεωρείται ότι όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή αυτού του δείκτη τόσο καλύτερη θεωρείται η επιχείρηση για τον κλάδο της. Ωστόσο θα πρέπει να προσέχουμε από πού προέρχονται αυτά τα κέρδη, το κεφάλαιο που χρειάστηκε αλλά και τον κίνδυνο που ανέλαβε μια επιχείρηση για την δημιουργία των συγκεκριμένων κερδών. Με αυτό τον τρόπο μπορούμε να κάνουμε μια σύγκριση ως προς την ποιότητα των κερδών μεταξύ δύο επιχειρήσεων.

### *3.4.3 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ PRICE EARNINGS GROWTH (PEG)*

Για την ακριβέστερη αξιολόγηση της τιμής των μετοχών πρόεκυψε ένας καινούριος δείκτης ο PEG, ο οποίος πήρε την ονομασία του από τον συνδυασμό των αρχικών γραμμάτων των λέξεων Price, Earnings και Growth. Ο δείκτης προκύπτει από τη διαίρεση του δείκτη P/E προς τον ρυθμό αύξηση του δείκτη EPS της εξεταζόμενης περιόδου. Σύμφωνα με τους υποστηρικτές του συγκεκριμένου δείκτη, εμφανίζεται να είναι πληρέστερος από τους προϋπάρχοντες και ικανός να επιλύσει διάφορα προβλήματα που προκύπτουν από την χρήση άλλων δεικτών. Το βασικό πρόβλημα που έρχεται να καλύψει ο συγκεκριμένος δείκτης είναι η αδυναμία του δείκτη P/E να λάβει υπόψη του την μελλοντική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας επιχείρησης η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Η χρησιμότητα που προκύπτει από το δείκτη PEG είναι ότι μπορεί να σταθμίσει τη σχέση τιμή/κέρδη ανά μετοχή με την διαχρονική πορεία των κερδών. Με αυτό τον τρόπο το αποτέλεσμα είναι πιο συμβατό και ευέλικτο στις απότομες αλλαγές των μεγεθών. Η εξεταζόμενη περίοδος που συχνά προτιμάται είναι η πενταετία και να περιλαμβάνει έτος ή έτη που δεν έχουν ακόμα ολοκληρωθεί. Πρέπει να σημειωθεί ότι όσο πιο μικρό είναι ο δείκτης τόσο πιο υποτιμημένη είναι μια μετοχή. Ενδεικτικά προτείνεται από τους αναλυτές ότι μια μετοχή με δείκτη PEG 0,5 να αγοράζεται ενώ μια μετοχή με τιμή 2 ή μεγαλύτερη προτείνεται να πωλείται. Επίσης όταν η τιμή του δείκτη είναι κάτω από το ένα τότε υπονοεί ότι υπάρχει ένα σημαντικό περιθώριο ασφαλείας, ενώ όταν είναι μεγαλύτερη της μονάδας τότε δεν υπάρχει σημαντικό περιθώριο ασφαλείας. Τέλος πρέπει να σημειώσουμε και εδώ ότι ο δείκτης αυτός δεν πρέπει να χρησιμοποιείται μόνος του για την επιλογή των μετοχών αλλά συνδυαστικά μαζί με άλλους.

#### 3.4.4 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (P/BV)

Ο δείκτης P/BV είναι η τιμή της μετοχής προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός μας δείχνει πόσες φορές την καθαρή της θέση αξίζει μια επιχείρηση. Η τιμή αυτή υπολογίζεται αφού πρώτα υπολογιστεί η λογιστική αξία της μετοχής που είναι ίση με το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης προς τον αριθμό των μετοχών της. Όταν για μια συγκεκριμένη μετοχή ο δείκτης P/BV είναι υψηλός, τότε αυτή θεωρείται ακριβή, ενώ εάν είναι χαμηλός τότε θεωρείται φθηνή και υποτιμημένη. Όταν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας τότε η μετοχή θεωρείται ότι είναι υποτιμημένη, ενώ όταν είναι μεγαλύτερος της μονάδας τότε θεωρείται υπεριτιμημένη. Επίσης αυτός ο δείκτης μας δείχνει αν είναι μικρότερος της μονάδας, ότι η αγορά πιστεύει ότι η επιχείρηση δεν πρόκειται να φέρει τα αναμενόμενα κέρδη και ότι τα ίδια κεφάλαια δεν αποδίδουν αρκετά, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να μειώνεται και επομένως το ίδιο και η κεφαλαιοποίησή της. Στην αντίθετη περίπτωση που ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, δείχνει ότι η αγορά πιστεύει ότι η εταιρία θα φέρει τα αναμενόμενα κέρδη άρα αγοράζουν την συγκεκριμένη μετοχή σε υψηλή τιμή για να την πουλήσουν σε ακόμα υψηλότερη τιμή με αποτέλεσμα να αυξάνεται η κεφαλαιοποίησή της.

Όπως όμως οι περισσότεροι δείκτες έτσι και αυτός έχει κάποια μειονεκτήματα. Καταρχήν και αυτός ο δείκτης υστερεί στο πεδίο των προβλέψεων. Επίσης ο συγκεκριμένος δείκτης δεν εξετάζει τα κέρδη και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Ένα άλλο μειονέκτημά του είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη του τις υπεραξίες που ενδεχομένως θα έχουν κάποια από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Το κυριότερο όμως μειονέκτημα του συγκεκριμένου δείκτη, είναι πως για τον υπολογισμό της λογιστικής αξίας δεν λαμβάνει σχεδόν καθόλου υπόψη τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να μπορεί ο αναλυτής ή ο επενδυτής να οδηγηθεί σε λανθασμένα αποτελέσματα.

#### 3.4.5 ΑΛΛΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Εκτός από αυτούς τους βασικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη θεμελιώδη ανάλυση της επιχείρησης, υπάρχουν και άλλοι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές. Ένας από αυτούς είναι η **μερισματική απόδοση της μετοχής (percent yield)** όπου υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το μέρισμα το

οποίο δίνει η επιχείρηση στους μετόχους της με το εκατό και διαιρώντας το γινόμενο αυτό με την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένα ποσοστό, όπου όσο πιο ψηλό είναι αυτό το ποσοστό τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή για τους επενδυτές, αφού ακόμα και αν η τιμή της μετοχής χάσει την αξία της, οι επενδυτές θα πάρουν κάποια χρήματα με την μορφή μερίσματος.

Ο δείκτης **απόδοσης κεφαλαίου (return on equity)** μιας μετοχής είναι τα κέρδη της μετοχή μιας εταιρίας πολλαπλασιασμένα με το εκατό και διαιρώντας τα με την λογιστική αξία της επιχείρησης. Και σε αυτόν τον δείκτη, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του τόσο πιο καλή θεωρείται μια μετοχή.

Τέλος ο δείκτης **τιμή προς πωλήσεις (price to sales)** είναι το πηλίκο της τιμής της μετοχής προς τις πωλήσεις ανά μετοχή της επιχείρησης. Σε αυτή την περίπτωση όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη τόσο καλύτερη θεωρείται η τιμή της μετοχής.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ, Η ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΣΥΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

### **4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων προσπαθεί να βρει τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που είναι σχετικά με τις επενδυτικές αποφάσεις. Ένας από τους στόχους της ανάλυσης των καταστάσεων της επιχείρησης είναι να εκτιμηθεί η αξία της επιχείρησης από τις οικονομικές της καταστάσεις. Πάρα πολλοί αναλυτές αλλά και εμπειρικές μελέτες που έχουν δημοσιευτεί διαχρονικά, έχουν προσπαθήσει να ανακαλύψουν την σχετική αξία των λογιστικών μεταβλητών με την αξία της επιχείρησης για να ενισχύσουν την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων. Έχουν συμπεράνει οικονομικοί αναλυτές ότι οι λογιστικές μεταβλητές έχουν σχετική αξία με την αξία της επιχείρησης επειδή συνδέονται στατιστικά με τις τιμές των μετοχών. Για παράδειγμα οι Ball και Brown (1968) υποδεικνύουν ότι τα λογιστικά κέρδη και μερικά από τα συστατικά τους περιλαμβάνουν πληροφορίες που περιέχονται στις τιμές των μετοχών.

Ωστόσο, παραδοσιακά η θεμελιώδης ανάλυση εναρμονίζεται μια διαφορετική οπτική. Θεωρεί ότι η αξία της επιχείρησης (θεμελιώδης αξία) υποδεικνύεται από πληροφορίες στις οικονομικές καταστάσεις. Οι τιμές των μετοχών διαφέρουν κατά καιρούς από αυτές τις αξίες και σιγά κλίνουν προς τις θεμελιώδης αξίες. Η ανάλυση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων, μπορεί να ανακαλύψει τιμές οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στις τιμές των μετοχών. Έτσι ανακαλύφθηκε η εσωτερική αξία της επιχείρησης από τις οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες και χρησιμοποιούνται ως σημείο αναφοράς, για να συγκριθούν με τις τιμές των μετοχών και να δούμε ποιες μετοχές είναι υποτιμημένες και ποιες υπερτιμημένες. Επειδή λοιπόν, οι αποκλίνουσες τιμές θα πλησιάσουν κάποια στιγμή τις θεμελιώδης, οι επενδυτικές στρατηγικές οι οποίες βγάζουν «ασυνήθεις αποδόσεις» μπορούν να ανακαλυφθούν συγκρίνοντας τις τιμές των μετοχών με τις θεμελιώδεις τιμές.

### **4.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ**

Οι Ou και Penman (1989) δημοσίευσαν ένα άρθρο όπου έκαναν μια ανάλυση οικονομικών καταστάσεων που συνδύαζε ένα μεγάλο αριθμό από στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων σε ένα στατιστικό μέτρο, το οποίο υποδηλώνει την αλλαγή

της κατεύθυνσης των κερδών την επόμενη χρονιά. Η προσέγγιση τους θεωρούσε ότι η τιμή της αγοράς είναι ικανή να προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης και έτσι αυτό λειτουργεί ως ένα σημείο αναφοράς ενάντια στο οποίο θα αξιολογούσαν τις πληροφορίες από τα λογιστικά μεγέθη. Έτσι παίρνουν θέση σε μετοχές με βάση το μέτρο το οποίο έχει εξαχθεί από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και μελετούν τις αποδόσεις ανάλογα με τη θέση που έχουν πάρει.

Σκοπός της εργασίας τους είναι να κάνει λειτουργική την ιδέα της εξαγωγής της αξίας από τις οικονομικές καταστάσεις. Εκφράζουν το μοντέλο αποτίμησης ως:

$$V = E(d)/r \quad (4.1)$$

Το  $V$  συμβολίζει την αξία της μετοχής, το  $E(d)$  είναι τα αναμενόμενα μελλοντικά μερίσματα και το  $r$ <sup>11</sup> είναι η τιμή με την οποία τα μελλοντικά μερίσματα προεξοφλούνται. Ένας αναλυτής λοιπόν, για την αποτίμηση μιας επιχείρησης πρέπει να χωρίσει τα λογιστικά χαρακτηριστικά τα οποία υποθέτουν θετικές πληρωμές στον αριθμητή της εξίσωσης (4.1) από αυτά που υποθέτουν αρνητικά χαρακτηριστικά ρίσκου στον παρανομαστή. Στην εργασία τους προσπαθούν να ανακαλύψουν τα λογιστικά χαρακτηριστικά τα οποία συσχετίζονται με μελλοντικές πληρωμές και τα οποία τα συνδυάζουν για να φτιάξουν ένα «θετικής αξίας» μέτρο. Η τεχνική εκτίμησης που χρησιμοποιούν στο άρθρο τους είναι η LOGIT. Τα επιλεγμένα λογιστικά χαρακτηριστικά ενσωματώνονται σε ένα μοντέλο LOGIT, το οποίο μόλις εκτιμηθεί παρουσιάζει το στατιστικό μέτρο που αναφέραμε παραπάνω. Αυτή είναι η εκτιμώμενη πιθανότητα μιας αύξησης των κερδών τον επόμενο χρόνο, η οποία υποδεικνύεται από κοινού από τα χαρακτηριστικά των οικονομικών καταστάσεων και το μοντέλο LOGIT. Έτσι λοιπόν η στρατηγική που κάνουν είναι να παίρνουν θέση αγοράς στις μετοχές των εταιριών όπου το μοντέλο προβλέπει ότι τα κέρδη θα είναι θετικά και θέση πώλησης στις μετοχές όπου προβλέπει ότι θα έχει ζημίες.

Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματά τους, βρήκαν ότι οι οικονομικές καταστάσεις πίνουν τα θεμελιώδη μεγέθη τα οποία δεν αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών. Ωστόσο πρέπει να τονίσουμε ότι στο άρθρο τους οι Ou και Penman συμπεριέλαβαν μόνο μία άποψη της θεμελιώδους ανάλυσης στην ερευνά τους. Η θεμελιώδης ανάλυση

<sup>11</sup> Το  $r$ , τιμή προεξόφλησης αντανακλά το ρίσκο του χρεογράφου.

εξάγει τις αξίες από τις οικονομικές καταστάσεις και τις συγκρίνει με τις τιμές των μετοχών για να βρει τις υποτιμημένες μετοχές. Οι Ou και Penman (1989) όμως στις επενδυτικές τους στρατηγικές που σχεδίασαν στην έρευνά τους έκαναν τις συγκρίσεις με το στατιστικό μέτρο το οποίο είχαν εξάγει από το μοντέλο LOGIT που αναφέραμε και προηγουμένως αντί με τις τιμές των μετοχών.

Ο Greig (1992) ήρθε να επανεξετάσει την σχέση μεταξύ του στατιστικού μέτρου των Ou και Penman (1989) με τις μεταγενέστερες αποδόσεις και καταλήγει σε διαφορετικό συμπέρασμα. Καταρχήν χρησιμοποιεί μια μεθοδολογία που επιτρέπει διαφορετικό beta του CAPM για θέσεις αγοράς και πώλησης. Αυτή η μεθοδολογία εφαρμόζεται σε ένα δείγμα το οποίο ελέγχεται για την επίδραση των χρονολογικών σειρών. Ανακαλύπτει ότι καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις κερδίζονται από το αντισταθμισμένο χαρτοφυλάκιο, αυτές οι αποδόσεις μειώνονται σημαντικά όταν ελέγχονται οι διαφορές στο μέγεθος των επιχειρήσεων. Καταγράφει μια μεγαλύτερη μη κανονική απόδοση για ένα αντισταθμισμένο χαρτοφυλάκιο το οποίο βασίζεται αποκλειστικά στο μέγεθος της επιχείρησης, σε σχέση με την απόδοση από το αντισταθμισμένο χαρτοφυλάκιο των Ou και Penman (1989).

Στη συνέχεια στο άρθρο του ο Greig (1992) εφαρμόζει ένα ακόμα πιο αυστηρό έλεγχο για το μέγεθος της επιχείρησης. Χρησιμοποίησαν την προσέγγιση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων χρησιμοποιώντας μεμονωμένες επιχειρήσεις ως παρατηρήσεις. Ελέγχοντας ξανά για την επίδραση των χρονολογικών σειρών, η σημαντική θετική σχέση μεταξύ του στατιστικού μέτρου των Ou και Penman (1989) και των μεταγενέστερων αποδόσεων των μετοχών γίνεται στατιστικά μη σημαντική και αρνητική όταν ελέγχεται το μέγεθος της επιχείρησης. Έτσι προβαίνουν στο συμπέρασμα ότι το αποτέλεσμα των Ou και Penman (1989) αποτελεί άλλη μια εμφάνιση της επίδρασης του μεγέθους της επιχείρησης παρά μια καινούρια απόδειξη αναποτελεσματικότητας των αγορών.

Από την άλλη μεριά οι Holthausen και Larcker (1992) στο άρθρο τους εξετάζουν την ικανότητα των λογιστικών πληροφοριών να δημιουργήσουν κερδοφόρες επενδυτικές στρατηγικές, αναπτύσσοντας ένα μοντέλο που να προβλέπει τα σημάδια της υπερβάλλουσας απόδοσης την μεταγενέστερη χρονιά. Μάλιστα όπως αναφέρουν, από τη στιγμή που η επιτυχία ενός επενδυτικού κανόνα κρίνεται από το μέγεθος της

υπερβάλλουσας απόδοσης που συνδέεται με αυτόν, είναι λογικό να προβλέπεις αυτό το μέγεθος κατευθείαν, από το να προβλέπεις τα κέρδη, όπως έκαναν σε προηγούμενα άρθρα διάφοροι επιστήμονες. Συγκεκριμένα όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά, οι Ou και Penman (1989) που αναφέραμε και παραπάνω, απορρίπτουν την απευθείας πρόβλεψη της υπερβάλλουσας απόδοσης επειδή κατά την οπτική τους, ένα τέτοιο μοντέλο θα ήταν περισσότερο ευπαθή στο να προβλέπει απλώς ατέλειες στα μέτρα της υπερβάλλουσας απόδοσης. Έτσι λοιπόν οι Holthausen και Larcker (1992) για να μετριάσουν αυτό τον κίνδυνο που έχει να κάνει με την προσέγγιση τους, εξετάζουν αρκετά εναλλακτικά μέτρα της υπερβάλλουσας απόδοσης και ελέγχουν αν υπάρχουν άλλες προηγούμενες καταγεγραμμένες ανωμαλίες οι οποίες μπορεί να αντικαταστήσουν ατέλειες για την τιμολόγηση των επενδυτικών αγαθών.

Αυτό που κάνουν στο άρθρο τους οι Holthausen και Larcker (1992) είναι να αναπτύξουν μοντέλα LOGIT, τα οποία και βασίζονται σε λογιστικούς λόγους, με σκοπό να προβλέψουν τρία διαφορετικά μέτρα της δωδεκάμηνης υπερβάλλουσας απόδοσης, η οποία συσσωρεύεται από τον τέταρτο μήνα μετά από το τέλος του οικονομικού έτους της επιχείρησης. Τα τρία μέτρα της υπερβάλλουσας απόδοσης είναι:

1. Οι αγοραίες προσαρμοσμένες αποδόσεις.
2. Η υπερβάλλουσα απόδοση που υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).
3. Με βάση το μέγεθος προσαρμοσμένες αποδόσεις.

Αφού λοιπόν υπολογίσουν αυτά τα μέτρα της υπερβάλλουσας απόδοσης, η επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν είναι να παίρνουν θέση αγοράς στις επιχειρήσεις που πρόβλεψαν ότι θα έχουν θετική υπερβάλλουσα απόδοση και θέση πώλησης στις επιχειρήσεις που πρόβλεψαν ότι θα έχουν αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση τους επόμενους δώδεκα μήνες. Τα αποτελέσματα που βρήκαν είχαν ως εξής. Όταν οι ετήσιες παρατηρήσεις της επιχείρησης σταθμίστηκαν ισομερώς για όλο το χρονικό διάστημα, η μέση δωδεκάμηνη αγοραία προσαρμοσμένη απόδοση για την επενδυτική στρατηγική ήταν στο 4,3%, η δωδεκάμηνη υπερβάλλουσα απόδοση που μετρήθηκε σχετικά με το CAPM ήταν στο 5,9% και τέλος η δωδεκάμηνη απόδοση με βάση το μέγεθος προσαρμοσμένες αποδόσεις ήταν στο 8%. Επίσης όταν οι παρατηρήσεις σταθμίστηκαν ισομερώς μέσα στο έτος και μετά ισομερώς στη διάρκεια

του χρόνου, η κερδοφορία για την επενδυτική στρατηγική ήταν στο 7,3% για τις αγοραία προσαρμοσμένες αποδόσεις, στο 9,5% για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που υπολογίστηκαν σχετικά με το CAPM και τέλος στο 7,9% με βάση το μέγεθος προσαρμοσμένες αποδόσεις.

Επίσης στο άρθρο τους οι Holthausen και Larcker(1992) επανεξετάζουν την επενδυτική στρατηγική των Ou και Penman (1989) χρησιμοποιώντας τα δικά τους δεδομένα. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι οι αποδόσεις της επενδυτικής στρατηγικής που βασίζεται στην πρόβλεψη των κερδών είναι πολύ μικρότερες από τις αποδόσεις που κερδίζουν με βάση το μοντέλο πρόβλεψής τους.

Ο Piotroski (2001) αποδεικνύει στο άρθρο του ότι η θεμελιώδη ανάλυση που βασίζεται λογιστικά, όταν εφαρμόζεται σε ένα διευρυμένο χαρτοφυλάκιο με υψηλό BV/MV<sup>12</sup> επιχειρήσεις, μπορεί να αυξήσει την κατανομή των αποδόσεων που κερδίζονται από έναν επενδυτή. Αν και στο άρθρο του δεν έχει σκοπό να βρει το ιδανικό σετ λογιστικών λόγων για να αποτιμήσει την προοπτική της «αξίας» μιας επιχείρησης ξεχωριστά, αποδεικνύει ότι οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν σχετικές ιστορικές πληροφορίες από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για να εξαλείψουν τις επιχειρήσεις με φτωχές μελλοντικές προοπτικές από ένα γενικό υψηλό BV/MV χαρτοφυλάκιο. Μάλιστα δείχνει ότι η μέση απόδοση που κερδίζεται από έναν επενδυτή που επενδύει σε χαρτοφυλάκια με υψηλό BV/MV χαρτοφυλάκιο μπορεί να αυξηθεί κατά τουλάχιστον 7,5% κατά έτος, μέσω της επιλογής οικονομικά ισχυρών BV/MV επιχειρήσεων.

Όπως επίσης αναφέρει ο Piotroski (2001), μέσα στα χαρτοφυλάκια με τις υψηλές BV/MV επιχειρήσεις, τα πλεονεκτήματα της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων επικεντρώνεται στις μικρές και μεσαίες μεγέθους επιχειρήσεις, σε αυτές που έχουν χαμηλό κύκλο εργασιών και σε επιχειρήσεις που δεν ακολουθούνται από τους αναλυτές. Συγκεκριμένα καταγράφει ότι η θετική σχέση μεταξύ του σημείου της αρχικής ιστορικής πληροφόρησης και αμφότερων της μελλοντικής επιχειρηματικής επίδοσης και της μεταγενέστερης αντίδρασης στην ανακοίνωση των τριμηνιαίων

---

<sup>12</sup> Ο λόγος book to market χρησιμοποιείται για να βρούμε την αξία της επιχείρησης συγκρίνοντας τη λογιστική αξία της επιχείρησης προς την αγοραία αξία της. Η αγοραία αξία της επιχείρησης καθορίζεται μέσα από το χρηματιστήριο και την χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση.

αποτελεσμάτων, υποδηλώνει ότι η αγορά αρχικά αντιδρά υποτακτικά στην ιστορική πληροφόρηση των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα καταγράφει ότι το ένα έκτο της ετήσιας διαφοράς μεταξύ των εκ των προτέρων ισχυρών και αδύναμων επιχειρήσεων κερδίζεται κατά τη διάρκεια τριών με τεσσάρων ημερών γύρω από την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων. Τέλος υπάρχει ένας περιορισμός σε αυτή την μελέτη, που έγκειται στην ύπαρξη μιας ενδεχόμενης διαστρέβλωσης των δεδομένων. Τα οικονομικά «σήματα» που χρησιμοποιούνται στο άρθρο του όπως αναφέρει, είναι εξαρτημένα κατά ένα βαθμό, σε προηγούμενα καταγεγραμμένα αποτελέσματα και μια τέτοια διαστρέβλωση θα μπορούσε να επηρεάσει αντίστροφα την εκτός του δείγματος δυνατότητα πρόβλεψης της στρατηγικής.

Οι Chen, De Fond και Park (2001) περιγράφουν στο άρθρο τους την πρόσφατη τάση της εθελοντικής αποκάλυψης των οικονομικών καταστάσεων και εξετάζουν υποθέσεις που προσπαθούν να εξηγήσουν γιατί οι μάνατζερ περιλαμβάνουν εθελοντικά πληροφορίες του ισολογισμού στην ανακοίνωση των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων. Η ανάλυσή τους περιλαμβάνει όλες τις ανακοινώσεις των αποτελεσμάτων από την βάση δεδομένων της Wall Street Journal Proquest και για την χρονική διάρκεια από το τέταρτο τρίμηνο του 1992 έως και το τρίτο τρίμηνο του 1995. Ανακάλυψαν λοιπόν, ότι το 52% των επιχειρήσεων περιλαμβάνει και ισολογισμούς στην ανακοίνωση των αποτελεσμάτων τους και επίσης ότι η σχετική συχνότητα αυτής της αποκάλυψης αυξάνει από το 31% στο 46% κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Η πρόβλεψη που κάνουν στο άρθρο τους οι Chen, De Fond και Park (2001), είναι ότι οι μάνατζερ είναι πιο πιθανό να αποκαλύψουν εθελοντικά πληροφορίες του ισολογισμού όταν τα τωρινά κέρδη είναι λιγότερο πληροφοριακά ή όταν τα μελλοντικά κέρδη είναι σχετικά πιο αβέβαια. Επίσης κατέγραψαν ότι οι επιχειρήσεις που είναι πιο πιθανό να προβούν σε εθελοντική αποκάλυψη των ισολογισμών έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Ανήκουν στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας.
2. Καταγράφουν ζημίες.
3. Έχουν τα μεγαλύτερα σφάλματα πρόβλεψης.
4. Συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές.

5. Είναι νεότερες.
6. Έχουν πιο ασταθείς αποδόσεις μετοχών.

Επιβεβαιώνοντας τις υποθέσεις τους, ανακάλυψαν επίσης ότι τα τριμηνιαία αποτελέσματα εξηγούν ένα σημαντικό μικρότερο ποσοστό της αξίας της μετοχής, μεταξύ των επιχειρήσεων που προβαίνουν στην αποκάλυψη των ισολογισμών τους. Ωστόσο δεν βρήκαν ότι τα τριμηνιαία αποτελέσματα εξηγούν ένα σημαντικό διαφορετικό ποσοστό αποδόσεων των μετοχών ανάμεσα στις επιχειρήσεις που προβαίνουν σε αποκάλυψη των ισολογισμών τους. Τελικά, τα αποτελέσματά τους είναι σύμφωνα με την εθελοντική αποκάλυψη των οικονομικών καταστάσεων που υπαγορεύεται από την ζήτηση των επενδυτών για επιπρόσθετη πληροφόρηση που είναι σχετική με την αξία της επιχείρησης, για να εμπλουτίσουν τα ανακοινωθέντα αποτελέσματά τους.

Στο άρθρο τους οι Lev και Thiagarajan (1993) σκοπό έχουν να επεκτείνουν και να συνδέσουν αρκετά θέματα της έρευνας της λογιστικής μελέτης για τις κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα εστιάζουν την προσοχή τους στα θέματα της θεμελιώδους σχετικής αξίας της επιχείρησης, αυτό σχετικά με τις αποδόσεις και την θεμελιώδη ανάλυση και τέλος τη σχέση ανάμεσα στα θεμελιώδη, τη διατήρηση των κερδών και του συντελεστή απόκρισης των κερδών. Η εξακρίβωση της θεμελιώδους σχετικής αξίας της επιχείρησης στην έρευνά τους διαφέρει από προηγούμενες προσπάθειες στο γεγονός ότι καθοδηγήθηκε από τις περιγραφές των αναλυτών παρά από τη στατιστική προσέγγιση. Η μελέτη τους επίσης διαφέρει από τις άλλες στην προσαρμογή των θεμελιωδών στις μακρο μεταβλητές.

Τα θεμελιώδη μεγέθη που αναγνωρίστηκαν ως σχετικά με την αξία της επιχείρησης στο πρώτο στάδιο της μελέτης τους, χρησιμοποιήθηκαν για να συνδέσουν τη μελέτη από τις πληροφορίες που δεν είναι σχετικές με τα κέρδη, με αυτές της διατήρησης των κερδών και του συντελεστή απόκρισης. Αυτό το κάνανε υποθέτοντας ότι οι επενδυτές χρησιμοποιούν τα θεμελιώδη μεγέθη για να αξιολογήσουν την έκταση της διατήρησης των κερδών και της ανάπτυξης. Οι Lev και Thiagarajan (1993) νομιμοποίησαν αυτή την υπόθεση αποδεικνύοντας μια σημαντική στατιστικά σχέση ανάμεσα σε ένα αθροιστικό θεμελιώδες σκορ, δείχνοντας την ποιότητα των κερδών και του συντελεστή απόκρισης των κερδών. Μάλιστα η υπόθεσή τους ενισχύεται παραπέρα αποδεικνύοντας

μια σχέση ανάμεσα στο θεμελιώδες σκορ της επιχείρησης και της μεταγενέστερης ανάπτυξης των κερδών.

Οι Abarbanell και Bushee (1997) στο άρθρο τους εξέτασαν τις υποκείμενες σχέσεις μεταξύ των λογιστικά βασισμένων θεμελιωδών μεγεθών και στις τιμές των αξιόγραφων. Ανέφεραν ότι στηριζόμενοι στις σχέσεις μεταξύ των μεμονωμένων μεγεθών και στις αλλαγές των μελλοντικών κερδών, υπάρχει μια καλή δικαιολογία για τους αναλυτές και τους επενδυτές να στηρίζονται στα περισσότερα από τα θεμελιώδη μεγέθη που ανακαλύφθηκαν από του Lev και Thiagarajan (1993) όταν αξιολογούν την μελλοντική επιχειρηματική επίδοση. Επιπρόσθετα, μερικά από τα θεμελιώδη μεγέθη εξηγούν μόνο την μακροχρόνια μεγέθυνση των κερδών, υπονοώντας την πιθανότητα ότι αυτά αντανακλούν διαρθρωτικές αλλαγές και μεταβατικές αλλαγές στην κερδοφορία.

Επίσης στο άρθρο τους βρήκαν ότι οι προβλέψεις των αναλυτών δεν εγκλείουν εντελώς την πληροφορία ότι η «αντίληψη» των επενδυτών περιλαμβάνεται στα θεμελιώδη μεγέθη. Θέτουν το ερώτημα ότι αφού οι αναθεωρημένες προβλέψεις των αναλυτών είναι ισχυρά συνδεδεμένες με αυτά τα θεμελιώδη μεγέθη με τον ίδιο τρόπο που είναι και οι αποδόσεις, γιατί αυτές οι αναθεωρήσεις αποτυγχάνουν να συμπεριλάβουν πληροφορίες σχετικά με την αξία της επιχείρησης; Μια εξήγηση που δίνουν έχει να κάνει με το γεγονός ότι τα μεγέθη μπορεί να πιάνουν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση που έχει να κάνει λίγο με τα κοντινά κέρδη. Μια δεύτερη εξήγηση που δίνουν στηριζόμενοι στα δεδομένα τους, είναι ότι οι αναθεωρημένες προβλέψεις των αναλυτών αποτυγχάνουν να συμπεριλάβουν εξολοκλήρου τις πληροφορίες στα θεμελιώδη μεγέθη που είναι σχετικά με τις αλλαγές στην μελλοντική κερδοφορία. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές μπορεί να ωφελούνται εκμεταλλευόμενοι τα μεγέθη ακόμα όταν οι προβλέψεις των αναλυτών είναι διαθέσιμες. Τα χαρακτηριστικά των αποτελεσμάτων τους αμφιβάλουν για την αποδοτικότητα των προβλέψεων των επενδυτών, για τις εκτιμήσεις τους που λαμβάνουν υπόψη τις πληροφορίες των θεμελιωδών μεγεθών. Εξετάζουν τα λάθη των προβλέψεων των αναλυτών και αποκαλύπτουν ότι η αναποτελεσματικότητα των αναλυτών παίρνει την μορφή μιας γενικευμένης υποαντίδρασης και ότι αυτή η υποαντίδραση στα συγκεκριμένα θεμελιώδη μεγέθη φαίνεται να εξηγεί την υποαντίδραση των αναλυτών για την



ανακοίνωση των κερδών της προηγούμενης χρονιά που παρατηρούνται στις προβλέψεις που εκδίδονται νωρίς στο χρόνο.

Τα ευρήματά τους για την υποαντίδραση των αναλυτών για τις πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων, αυξάνει την πιθανότητα ότι οι επενδυτές είναι γενικά αναποτελεσματικοί στις θεμελιώδεις αναλύσεις τους. Αυτό έχουν δείξει και παλιότερες έρευνες όπου έχουν αποδείξει ότι οι επενδυτές είναι αναποτελεσματικοί στην χρησιμοποίηση των πληροφοριών των κερδών. Τέλος στο άρθρο τους έδειξαν ότι οι μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός και το ΑΕΠ, καθώς και ειδικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων όπως τα προγενέστερα νέα των αποτελεσμάτων και η αναμενόμενη ανάπτυξη των κερδών, προδιαθέτουν κάποιες από τις σχέσεις μεταξύ των θεμελιωδών μεγεθών και των μελλοντικών κερδών, των αναθεωρήσεων και τα λάθη των προβλέψεων.

Σε άλλο άρθρο τους οι Abarbanell και Bushee (1998) παρουσιάζουν αποδείξεις ότι λογιστικά «σήματα» που ορίζονται ώστε να αντικατοπτρίζουν παρόμοιες έννοιες της θεμελιώδους ανάλυσης, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψουν μη κανονικές αποδόσεις. Ανάμεσα στα πολλά μεγέθη που χρησιμοποίησαν και εξέτασαν στο άρθρο τους είναι οι μεταβολές των αποθεμάτων, οι κεφαλαιακές δαπάνες και τέλος οι φορολογικοί συντελεστές, οι οποίοι εμφανίζονται να είναι ιδιαίτερα ισχυροί δείκτες για πληροφορίες των κερδών της επόμενης χρονιάς, στις οποίες οι αγορές υποαντιδρούν. Επίσης βρήκαν ότι τα μεγέθη που αφορούν τις αλλαγές στο μικτό κέρδος και στα έξοδα πωλήσεων, εμφανίζονται επίσης να περιλαμβάνουν πληροφορίες που δεν χρησιμοποιούνται σωστά από τις αγορές σχετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης. Τα ευρήματα ότι οι μη κανονικές αποδόσεις στη θεμελιώδη ανάλυση σχετίζονται με αλλαγές των κερδών της επόμενης χρονιάς βρήκαν ότι είναι συνεπής με την προηγούμενη εργασία των Ou και Penman (1989) που αναφέραμε και παραπάνω.

Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει την πιθανότητα ότι οι λεγόμενες θεμελιώδης στρατηγικές στην πραγματικότητα αναγνωρίζουν αλλαγές του ρίσκου της επιχείρησης ή την υποεκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων. Είναι αρκετά πιθανό ότι οι μετατοπίσεις του ρίσκου μπορεί τελικά να δείξουν και να εξηγήσουν ένα μεγάλο μέρος της επιτυχίας των θεμελιωδών στρατηγικών. Αυτό που δείχνει η έρευνα των Abarbanell και Bushee (1998) είναι ότι:

- Ένα μεγάλο ποσοστό των μη κανονικών αποδόσεων της θεμελιώδους στρατηγικής, μπορεί να αποδοθεί στις ειδήσεις κερδών του επόμενου χρόνου.
- Ότι υπάρχει μια ασυνήθιστη συγκέντρωση των μη κανονικών αποδόσεων γύρω από τις μεταγενέστερες ανακοινώσεις κερδών.
- Οι αθροιστικές αποδόσεις στη θεμελιώδη στρατηγική σταθεροποιούνται ένα χρόνο μετά την αποκάλυψη των μεγεθών.
- Οι αποδόσεις της στρατηγικής τους δεν φαίνεται να σχετίζονται στενά με τις αφύσικες αποδόσεις που συνδέονται με τις BV/MV ή με αυτές που σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης.

Αυτά τα ευρήματα επιχειρηματολογούν έναντι σε αυτή του ρίσκου, ως μια ολοκληρωμένη εξήγηση για τις μη κανονικές αποδόσεις.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ, ΚΕΡΔΗ, ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ, ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ**

### 5.1 ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ, ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Ο Sloan (1996) ήταν ο πρώτος που με άρθρο του ανακάλυψε την «ανωμαλία» ανάμεσα στα δεδουλευμένα και την εταιρική απόδοση. Στο άρθρο του λοιπόν ερεύνησε εάν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη που περιέχονται στα συνθετικά των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών των κερδών. Ανακάλυψε ότι η επίδοση των κερδών φαίνεται να εξαρτάται από το σχετικό μέγεθος των ταμειακών και δεδουλευμένων μερών των κερδών. Ωστόσο η σημαντικότερη διαπίστωση που έκανε στο άρθρο του ήταν ότι οι τιμές των μετοχών συμπεριφέρονταν σαν οι επενδυτές να αποτύγχαναν να αναγνωρίσουν σωστά τις διαφορετικές ιδιότητες των συγκεκριμένων συνθετικών των κερδών.

Επίσης ανέφερε ότι οι τιμές των μετοχών είναι ασυνεπείς με την παραδοσιακή όψη της αποτελεσματικότητας των αγορών, όπου οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις δημόσιες διαθέσιμες πληροφορίες. Ακόμα, τονίζει ότι η ανακάλυψή του ότι οι τιμές των μετοχών δεν αντανακλούν πλήρως όλες τις διαθέσιμες δημόσιες πληροφορίες, δεν υπονοεί απαραίτητα τον παραλογισμό των επενδυτών ή την ύπαρξη ευκαιριών ανεκμετάλλευτων κερδών. Επίσης όπως αναφέρει χαρακτηριστικά, το κόστος απόκτησης των πληροφοριών και το κόστος επεξεργασίας που συνδέεται με την εφαρμογή της στρατηγικής που εφαρμόζει στο άρθρο του, στην πραγματικότητα είναι σημαντικό. Επιπλέον, οι αποδόσεις για να εκμεταλλευτεί την στρατηγική του είναι ενδεχομένως περιορισμένες από την επίδραση της πίεσης των τιμών. Παρατηρώντας την διαπραγμάτευση μιας ιστορικής τιμής από το CRSP<sup>13</sup>, δεν συνεπάγεται ότι ατελείωτες ποσότητες μετοχών έχουν διαπραγματευτεί σε μια συγκεκριμένη τιμή. Έτσι προβαίνει στο συμπέρασμα ότι πιθανός τα αποτελέσματα του άρθρου του είναι απλά μια απόδειξη μιας φυσιολογικής απόδοσης σε μια επενδυτική στρατηγική που βασίζεται στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων.

Οι Richardson, Sloan, Soliman και Tuna (2005) επέκτειναν το άρθρο του Sloan (1996) συνδέοντας την αξιοπιστία των δεδουλευμένων στην διατήρηση των κερδών. Η

---

<sup>13</sup> Το CRSP (Central of Research in Security Price) είναι προμηθευτής που παρέχει δεδομένα ιστορικών τιμών των μετοχών.

διεξοδική τους εξέταση για την αξιοπιστία των δεδουλευμένων, για τη διατήρηση των κερδών και τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις γέννησε πολλές καινούριες γνώσεις. Καταρχήν στο άρθρο τους καταγράφουν σημαντικά κόστη από την αναγνώριση λιγότερων αξιόπιστων πληροφοριών από τις οικονομικές καταστάσεις. Λιγότερο αξιόπιστα δεδουλευμένα οδηγούν σε όλο και λιγότερο κέρδη και οι επενδυτές δεν φαίνεται να προσδοκούν πλήρως αυτή την λιγότερη διατήρηση των κερδών, με αποτέλεσμα να οδηγεί σε μια σημαντική λανθασμένη τιμολόγηση των αξιόγραφων. Επίσης στο άρθρο τους παρέχουν ένα διεξοδικό ορισμό και μια διεξοδική κατηγοριοποίηση των δεδουλευμένων, όπου ενσωματώνει αρκετά δεδουλευμένα τα οποία έχουν αναγνωριστεί σε προηγούμενες μελέτες. Ωστόσο προβαίνουν στο συμπέρασμα ότι πολλά από τα δεδουλευμένα των προηγούμενων ερευνών έχουν πολύ μικρή αξιοπιστία. Μια πολύ σημαντική διαπίστωση που επίσης κάνουν, είναι το μέγεθος της λανθασμένης τιμολόγησης που συνδέεται με τα δεδουλευμένα είναι αρκετά μεγαλύτερη από αυτή που είχε καταγράψει ο Sloan (1996).

Η έρευνα των Richardson κ.α. (2005) αφήνει υπαινιγμούς για τις υπάρχουσες έρευνες. Δείχνουν στο άρθρο τους ότι λιγότερο αξιόπιστα δεδουλευμένα παράγουν περισσότερα κόστη με την μορφή της λιγότερης διατήρησης των κερδών και της σχετικής λανθασμένης τιμολόγησης. Ο δεύτερος υπαινιγμός που κάνουν στην ανάλυσή τους οι Richardson κ.α. (2005), είναι ότι η σχετική έρευνα που βασίζετε στα δεδουλευμένα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της πιο διευρυμένους ορισμούς από τον ορισμό που αρχικά είχε προταθεί από τον Healy (1985). Οι ορισμοί του Healy (1985) όπως τονίζουν, έγιναν συνώνυμοι με τα δεδουλευμένα στην λογιστική βιβλιογραφία. Επίσης αποδεικνύουν ότι ο ορισμός του εξαιρεί αρκετές σημαντικές οικονομικές κατηγορίες των δεδουλευμένων με χαμηλή αξιοπιστία. Σαν παράδειγμα αναφέρουν τα μη νομισματικά λειτουργικά δεδουλευμένα πάγια, όπως είναι η κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών κοστών ως μακροχρόνια πάγια. Επίσης η ανάλυσή τους επισημαίνει τους διαφορετικούς βαθμούς αξιοπιστίας που συνδέονται με τις διαφορετικές κατηγορίες των δεδουλευμένων.

Τέλος όπως αναφέρουν οι Richardson κ.α. (2005), η ανάλυση τους υποβάλλεται σε αρκετούς περιορισμούς. Καταρχήν, όπως αναφέρουν δεν αναπτύσσουν και δεν ελέγχουν πιθανές διαφορετικές οικονομικές ερμηνείες για τους διαφορετικούς

συντελεστές των συστατικών της ταμειακής ροής και των δεδουλευμένων των κερδών. Συγκεκριμένα το συστατικό των δεδουλευμένων των κερδών συνδέεται με την αύξηση των πωλήσεων και είναι πιθανό οικονομικοί παράγοντες να γίνονται αιτία να διατηρούνται τα κέρδη λιγότερο στις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Έπειτα θεωρούν ότι το σφάλμα μέτρησης στα δεδουλευμένα είναι μια τυχαία ανεξάρτητη μεταβλητή. Στην πραγματικότητα όμως αναφέρουν ότι το σφάλμα μέτρησης είναι πιθανό να επηρεάζεται από στρατηγικές χειραγώγησης και από λογιστικούς κανόνες όπως η αρχή της συντηρητικότητας. Τέλος αναφέρουν ότι στην ανάλυσή τους, θεωρούν ότι οποιοδήποτε σφάλμα μέτρησης στις ταμειακές ροές είναι δευτερεύουσας σημασίας. Πρόσφατες μελέτες έχουν δείξει ότι οι ταμειακές ροές είναι ζήτημα της χειραγώγησης της διοίκησης.

Οι Hirshleifer, Hou και Teoh (2009) στο άρθρο τους εξέτασαν εάν οι επιδράσεις των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών επεκτείνονται στο επίπεδο της αγοράς. Δηλαδή εξετάζουν την ικανότητα των αθροιστικών δεδουλευμένων και αθροιστικών ταμειακών ροών να προβλέπουν αθροιστικές εταιρικές αποδόσεις. Το πρώτο σημαντικό εύρημά τους είναι ότι σε έντονη αντίθεση με τα ευρήματα που σχετίζονται με το μέγεθος της επιχείρησης, τα αθροιστικά δεδουλευμένα, οικονομικά αλλά και στατιστικά προβλέπουν θετικά την αθροιστική εταιρική απόδοση. Βρήκαν ότι μία μονάδα αύξησης της τυπικής απόκλισης των αθροιστικών δεδουλευμένων συνδέεται με μια αύξηση στην εταιρική απόδοση την επόμενη χρονιά κατά 7%. Επίσης επισημαίνουν ότι από τη στιγμή που το δεδουλευμένο μέρος των αθροιστικών κερδών είναι λιγότερο μόνιμο από το μέρος των ταμειακών ροών των κερδών, αυτή η θετική πρόβλεψη των αθροιστικών δεδουλευμένων είναι ασυνεπής με την «υπόθεση της καθήλωσης των κερδών<sup>14</sup>». Επιπλέον, αναφέρουν ότι οι αθροιστικές ταμειακές ροές προβλέπουν αρνητικά την αθροιστική εταιρική απόδοση, το οποίο επίσης αντιτίθεται στη βασική υπόθεση.

Επίσης οι Hirshleifer, κ.α. (2009) ανακαλύπτουν στο άρθρο τους ότι οι πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις που ελέγχουν για προβλέψεις των αθροιστικών αποδόσεων, επιβεβαιώνουν ότι τα δεδουλευμένα προβλέπουν θετικά και σημαντικά τις

---

<sup>14</sup> Η πρώτη εξήγηση αυτής της υπόθεσης αυτή αναπτύχθηκε από τον Sloan (1996) όπου αναφέρει ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων πηγάζει από την «καθήλωση» των επενδυτών στα δημοσιευμένα κέρδη και αποτυγχάνουν να εκτιμήσουν την χαμηλή επιμονή των δεδουλευμένων.

αποδόσεις και οι ταμειακές ροές προβλέπουν αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις και οι επιδράσεις αυτές είναι οικονομικά ουσιώδης. Οι έλεγχοι που πραγματοποιούν στην έρευνά τους έχει να κάνει με τους επιχειρηματικούς κύκλους και τις διακυμάνσεις των επιχειρηματικών συνθηκών.

Το δεύτερο σημαντικό εύρημα των Hirshleifer, κ.α. (2009) είναι ότι οι καινοτομίες στα αθροιστικά δεδουλευμένα σχετίζονται αρνητικά με τις ακόλουθες αθροιστικές αποδόσεις και ότι οι καινοτομίες στις αθροιστικές ταμειακές ροές σχετίζονται θετικά με τις αθροιστικές αποδόσεις. Αναφέρουν ότι από τη στιγμή που οι καινοτομίες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών σχετίζονται με ευνοϊκά νέα των ταμειακών ροών, τα αποτελέσματα αυτά συνιστούν ότι οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται περισσότερο «υπερβολικά» σε περιόδους όπου τα δεδουλευμένα αυξάνονται ή οι ταμειακές ροές μειώνονται.

Στη συνέχεια προσπαθούν να εξηγήσουν τα αποτελέσματά τους, τονίζοντας αρχικά ότι μια εξήγηση από την πλευρά της αποτελεσματικότητας των αγορών είναι ότι οι αλλαγές στα αθροιστικά δεδουλευμένα και στις ταμειακές ροές συνδέονται με αλλαγές με τα προεξοφλητικά επιτόκια των αγορών. Ωστόσο, σημειώνουν ότι αυτή η εξήγηση απαιτεί ότι οι καινοτομίες στα αθροιστικά δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές να είναι συνδεδεμένες με αλλαγές στα προεξοφλητικά επιτόκια ακόμα και μετά από τον έλεγχο για τον επιχειρηματικό κύκλο και τις επιχειρηματικές συνθήκες που περιλαμβάνουν οι έλεγχοι τους.

Επίσης στη συνέχεια του άρθρου τους οι Hirshleifer, κ.α. (2009) εξερευνούν την ικανότητα των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών να προβλέπουν αποδόσεις για τους τομείς της οικονομίας και τις βιομηχανίες. Βρήκαν ότι το επίπεδο των δεδουλευμένων ή των ταμειακών ροών προβλέπει στατιστικά σημαντικά και θετικά τις αποδόσεις για κάποιους τομείς οικονομίας και για κάποιες βιομηχανίες και στατιστικά αρνητικά για κάποιες άλλες. Για παράδειγμα για τον τομέα της υψηλής τεχνολογίας, μια μονάδα αύξησης της τυπικής απόκλισης στα δεδουλευμένα ή τις ταμειακές ροές του τομέα, προβλέπει 15,6% ή 9,8% αντίστοιχα αύξηση της απόδοσης για τον τομέα την επόμενη χρονιά. Εν τέλει, αναφέρουν ότι τα στοιχεία από τους τομείς της αγορά και από το επίπεδο της βιομηχανίας, παρέχουν ένα μικρό στήριγμα για την «υπόθεση της καθήλωσης των κερδών». Υπάρχει μια έλλειψη καθαρής αντιστοιχίας μεταξύ

πρόβλεψης της εταιρικής απόδοσης που βασίζεται στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές με την απόδοση των κερδών που αποδίδεται στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές όπως αναφέρονται από την υπόθεση.

Από την άλλη οι Papanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011) ερευνούν την σχέση γνωστών ανωμαλιών των αγορών εστιάζοντας ξεχωριστά στα δεδουλευμένα του κεφαλαίου κίνησης και στα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα. Μερικά από τα ευρήματα από την έρευνά τους επιβεβαιώνουν προηγούμενες έρευνες. Τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια με τα μέτρα της καθαρής εξωτερικής χρηματοδότησης και με τα μέτρα των δεδουλευμένων κερδίζουν θετικές εταιρικές αποδόσεις προσαρμοσμένες με βάση το μέγεθος. Επιπλέον βρήκαν ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων απλώς συμπεριλαμβάνει την ανωμαλία της εξωτερικής χρηματοδότησης. Επίσης από τα ευρήματά τους παρουσιάζουν και κάτι εντελώς καινούριο. Όταν διαχώρισαν τις βραχυπρόθεσμες δραστηριότητες χρηματοδότησης του χρέους από τις μακροχρόνιες δραστηριότητες χρηματοδότησης του χρέους, βρήκαν ότι τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια και των δύο μέτρων είναι επικερδή. Η επίδοση των χαρτοφυλακίων σε όλα τα μέτρα των εξωτερικών χρηματοδοτήσεων και των δεδουλευμένων είναι εύρωστα ακόμα και όταν απαλείψανε τις μικρές επιχειρήσεις, αν κι το μέγεθος των αποδόσεων ήταν κάπως μικρότερο. Το σημαντικότερο είναι ότι τα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια συνιστούν ευκαιρίες στατιστικού αρμπιτράζ.

Επίσης οι Papanastasopoulos, κ.α. (2011) ανακάλυψαν ότι τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια σε όλα τα μέτρα των εξωτερικών χρηματοδοτήσεων, εκτός από το μέτρο της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους, παράγουν θετικές αποδόσεις προσαρμοσμένες στο μέγεθος της επιχείρησης, μετά τον έλεγχο των δεδουλευμένων του κεφαλαίου κίνησης. Από την άλλη μεριά, τα χαρτοφυλάκια όλων των μέτρων της εξωτερικής χρηματοδότησης, εκτός αυτού της χρηματοδότησης του καθαρού χρέους, δεν είναι επικερδή μετά από τον έλεγχο των μακροπρόθεσμων δεδουλευμένων. Οι διαστρωματικές παλινδρομήσεις σε επίπεδο επιχείρησης υποδεικνύουν ότι με την παρουσία των δεδουλευμένων του κεφαλαίου κίνησης, όλα τα μέτρα της εξωτερικής χρηματοδότησης έχουν την ικανότητα να προβλέπουν μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Αντίθετα, με την παρουσία των μακροπρόθεσμων δεδουλευμένων, η ικανότητα μερικών μέτρων της καθαρής εξωτερικής χρηματοδότησης (συνολικό χρέος,

βραχυπρόθεσμο χρέος) να προβλέπουν την μελλοντική εταιρική απόδοση μειώνεται σημαντικά, ενώ την ίδια στιγμή σε κάποια άλλα μέτρα (κεφάλαιο, μακροχρόνιο χρέος) εξαφανίζεται τελείως.

Ο Richardson (2006) στο άρθρο του παρουσιάζει στοιχεία του επιπέδου της υπερεπένδυσης των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα της έρευνά του δείχνουν ότι η υπερεπένδυση είναι ένα κοινό πρόβλημα για της εισηγμένες Αμερικανικές επιχειρήσεις. Για τη μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια του 1988-2002 βρήκε ότι η μέση επιχείρηση υπερεπενδύει 20% των διαθέσιμων ελεύθερων ταμειακών ροών της. Επίσης βρήκε ότι η πλειοψηφία των ελεύθερων ταμειακών ροών διατηρείται στην επιχείρηση με την μορφή των χρηματοοικονομικών παγίων. Αναφέρει ότι για κάθε επιπλέον δολάριο ελεύθερης ταμειακής ροής, η μέση επιχείρηση στο δείγμα του διατηρεί 41 σεντς ως μετρητά ή εμπορεύσιμους τίτλους. Επίσης υπάρχει μια μικρή ένδειξη ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές διανέμονται στους εξωτερικούς μετόχους, έτσι δημιουργείται η πιθανότητα για της παρακρατημένες ελεύθερες ταμειακές ροές να υπερεπενδυθούν στο μέλλον. Η συμπληρωματική ανάλυση που έκανε, βρήκε μια μικρή ένδειξη ότι η δομές της διακυβέρνησης της επιχείρησης είναι αποτελεσματικές στο να μετριάσουν την έκταση της υπερεπένδυσης.

Ο Luo (2008) συλλέγοντας λειτουργικές ταμειακές ροές από ασυνήθιστες ή σημαντικές συναλλαγές, ερεύνησε τις πληροφορίες στις μεμονωμένες ταμειακές ροές σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις. Οι ενδείξεις έδειξαν ότι ασυνήθιστες πηγές των λειτουργικών ταμειακών ροών, των οποίων οι πληροφορίες εντάσσονται στις υποσημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, κατέχουν σημαντική στατιστικά ικανότητα να προβλέπουν αξία και έχουν μια διαφορετική εμμονή σε σχέση με άλλες συνηθισμένες λειτουργικές ταμειακές ροές. Αναφέρει ότι οι συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο δεν φαίνεται να αξιολογούν πλήρως τις ασυνήθεις λειτουργικές ταμειακές ροές τακτικά μαζί με τα συμπεράσματά τους για τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

Ο Luo (2008) επεξηγεί ότι σκοπός του άρθρου του είναι να εξετάσει αρκετές ασυνήθιστες πηγές των λειτουργικών ταμειακών ροών οι οποίες μπορεί να αποκτηθούν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και τις υποσημειώσεις τους. Αναφέρει



ότι κάτω από αυτές τις επιχειρηματικές πρακτικές αναφοράς, πληροφορίες σχετικά με αρκετές άλλες ασυνήθιστες πηγές των λειτουργικών ταμειακών ροών, συχνά αποκρύπτονται από τους εξωτερικούς επενδυτές και παραλείπονται από τις οικονομικές καταστάσεις. Έτσι λοιπόν στο τέλος θέτει ένα πολύ σημαντικό ερώτημα με το οποίο αναρωτιέται για το εάν οι τιμές των μετοχών δεν αντικατοπτρίζουν πλήρως τα συμπεράσματα από πράγματα τα οποία κοστίζουν για να τα αποκτήσεις αλλά είναι ακόμα αναγνωρίσιμα, πόση λανθασμένη τιμολόγηση μπορεί να υπάρχει από άλλες ασυνήθιστες πηγές των λειτουργικών ταμειακών ροών που είναι λιγότερο ευρέως διαδεδομένα, δεν αποκαλύπτονται ή αποκρύπτονται από τις οικονομικές καταστάσεις από τις επιχειρήσεις.

Οι Chan, Chan, Jegadeesh και Lakonishok (2001) στο άρθρο τους παρέχουν ενδείξεις προτείνοντας ότι ένα ευρέως σει από πληροφορίες από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης, μπορεί να έχει πλούσια προβλεπτική ικανότητα για τις εταιρικές αποδόσεις. Συγκεκριμένα αναφέρουν ότι υπάρχει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των δεδουλευμένων και της μελλοντικής εταιρικής απόδοσης. Το κύριο μέρος αυτής της προβλεπτικής ικανότητας των δεδουλευμένων πηγάζει κυρίως, όπως τονίζουν, από τις αλλαγές των αποθεμάτων. Επίσης οι αλλαγές στους εισπρακτέους λογαριασμούς, στους λογαριασμούς πληρωτέους έχουν ισχυρή προβλεπτική ικανότητα. Όπως τονίζουν υπάρχουν τρεις πιθανές εξηγήσεις γιατί τα δεδουλευμένα προβλέπουν την εταιρική απόδοση. Κάτω από την συμβατική ερμηνεία, τα υψηλά δεδουλευμένα μυρίζουν χειραγώγηση των κερδών από τους μάνατζερ. Από την άλλη μεριά τα δεδουλευμένα μπορεί να χρησιμεύουν ως καθοριστικοί δείκτες της αλλαγής των προοπτικών της επιχείρησης, χωρίς να υφίσταται χειραγώγηση από τους μάνατζερ. Τέλος, αναφέρουν ότι τα δεδουλευμένα μπορεί να προβλέπουν αποδόσεις εάν η αγορά βλέπει τα δεδουλευμένα ως αντανάκλαση παρελθούσας ανάπτυξης και προεκτείνουν αυτή την ανάπτυξη για να σχηματίσουν προσδοκίες για την μελλοντική απόδοση.

Στο μελέτη τους βρήκαν ότι η συμπεριφορά της χρονολογικής σειράς των δεδουλευμένων και τα χαρακτηριστικά της απόδοσης της επιχείρησης με υψηλά δεδουλευμένα, δείχνει ότι οι μάνατζερ χειραγωγούν τα κέρδη. Συγκεκριμένα, βρήκαν ότι μια μεγάλη αύξηση στα δεδουλευμένα σημειώνει ένα έντονο σημείο αλλαγής στην περιουσία της επιχείρησης. Η επιχείρηση που φαίνεται εκθαμβωτική, με υψηλές

εταιρικές αποδόσεις και μεγάλη ανάπτυξη κερδών τα προηγούμενα χρόνια, ξαφνικά η αύξηση των δεδουλευμένων φαίνεται να εκτονώνεται. Τα κέρδη τα επόμενα χρόνια μαζί με τις εταιρικές αποδόσεις πέφτουν. Επίσης όπως τονίζουν, έχει ενδιαφέρον ότι τη χρονιά οπού τα δεδουλευμένα είναι υψηλά, που ένα πιθανό σημάδι ότι η επιχείρηση εισέρχεται σε δύσκολα χρόνια, τα κέρδη δεν δείχνουν καμία αδυναμία, αλλά συνεχίζουν να αυξάνονται. Αυτό το υπόδειγμα συνιστά ότι επιχειρήσεις με υψηλά δεδουλευμένα, ήδη αντιμετωπίζουν συμπτώματα για αντίστροφες αλλαγές στην τύχη τους, αλλά χρησιμοποιούν δημιουργική λογιστική για να καθυστερήσουν τα κακά νέα.

Επίσης οι Chan, κ.α. (2001) αναφέρουν ότι επιχειρήσεις που έχουν τα υψηλότερα δεδουλευμένα τείνουν να παρουσιάζουν αυξήσεις στους εισπρακτέους λογαριασμούς, στους λογαριασμούς πληρωτέους και στα αποθέματα. Βρήκαν από την έρευνά τους ότι οι αλλαγές στους λογαριασμούς εισπρακτέους και στα αποθέματα συνδέονται αρνητικά με τις μελλοντικές αποδόσεις. Επίσης βρήκαν ότι οι αλλαγές στους λογαριασμούς πληρωτέους συνδέονται επίσης αρνητικά με τη μελλοντική απόδοση της επιχείρησης, ενώ έρχεται αντιμέτωπο με τη συμβατική ερμηνεία ότι η ικανότητα των δεδουλευμένων να προβλέπουν τις μελλοντικές αποδόσεις πηγάζει κυρίως από την χειραγώγηση των κερδών.

Τέλος οι Chan, κ.α. (2001) οξύνουν τους ελέγχους τους αποσυνθέτοντας τα δεδουλευμένα στα συστατικά του, τα κανονικά και μη κανονικά δεδουλευμένα. Τα κανονικά δεδουλευμένα τα οποία είναι καλύτερη αντανάκλαση της διακριτικότητας της διοικητικής, είναι κυρίως υπεύθυνα για την προβλεψιμότητα των αποδόσεων. Γενικά η λογιστική βιβλιογραφία τείνει να θεωρεί τα κανονικά δεδουλευμένα ως τον κύριο δείκτη της προσπάθειας της διοίκησης να χειραγωγήσει τα κέρδη. Τα μη κανονικά δεδουλευμένα από την άλλη μεριά, είδαν ότι δεν βοηθούν στην πρόβλεψη των αποδόσεων.

## 5.2 ΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

Η Dechow (1994) υποθέτει στο άρθρο της ότι ο ρόλος των λογιστικών δεδουλευμένων είναι να παρέχουν ένα μέτρο της βραχυπρόθεσμης απόδοσης η οποία αντανάκλα περισσότερο τις αναμενόμενες ταμειακές ροές από τις πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές και τα αποτελέσματα της έρευνά της επιβεβαιώνουν την υπόθεσή της. Καταρχήν βρήκε ότι κατά την μέτρηση σε μικρό χρονικό διάστημα, τα κέρδη

σχετίζονται πιο ισχυρά με τις αποδόσεις των μετοχών από τις πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές. Επιπλέον η ικανότητα των πραγματοποιηθέντων ταμειακών ροών να μετρήσουν την επιχειρηματική απόδοση βελτιώνεται σε σχέση με τα κέρδη, καθώς το χρονικό διάστημα της μέτρησης μεγαλώνει. Ακόμα, βρήκε ότι τα κέρδη έχουν υψηλότερη σχέση με τις αποδόσεις των μετοχών από τις πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές σε επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μεγάλες αλλαγές των απαιτήσεών τους ως αναφορά το κεφάλαιο κίνησης και στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Έτσι συμπεράνει ότι κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές έχουν σοβαρά προβλήματα ως αναφορά το χρόνο και την καταλληλότητα και είναι λιγότερο ικανά να αντικατοπτρίζουν την επιχειρηματική απόδοση.

Επίσης η Dechow (1994) προβλέπει ότι αν και τα δεδουλευμένα βελτιώνουν την σχέση μεταξύ των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών, σίγουρα τα δεδουλευμένα είναι λιγότερο πιθανό να μετριάσουν τα προβλήματα ως αναφορά το χρόνο και την καταλληλότητα των πραγματοποιηθέντων ταμειακών ροών. Τα αποτελέσματά της δείχνουν ότι μακροπρόθεσμα τα λειτουργικά δεδουλευμένα παίζουν λιγότερο σημαντικό ρόλο εν προκειμένω. Επιπλέον η ενσωμάτωση ειδικών στοιχείων στα κέρδη δείχνει να μειώνει την σχέση που έχουν με τις αποδόσεις των μετοχών στα κοντινά διαστήματα. Ωστόσο όπως χαρακτηριστικά τονίζει, αυτό δεν υπονοεί ότι τα ειδικά στοιχεία πρέπει να εξαιρούνται από τα κέρδη από τις συνεχιζόμενες δραστηριότητες.

Η συνεισφορά του άρθρου της Dechow (1994) είναι ότι καταγραφεί τα πλεονεκτήματα από την λογιστική των δεδουλευμένων. Συγκεκριμένα, βοηθάει στο να εξηγήσει οποιοσδήποτε γιατί τα κέρδη αναφέρονται και εξειδικεύονται πιο συχνά στους επενδυτές σε αντίθεση από τα μετρητά από τις λειτουργικές δραστηριότητες ή τις καθαρές ταμειακές ροές. Στο άρθρο της θεωρεί ότι οι πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές είναι πιο «παλιό» μέτρο της επιχειρηματικής απόδοσης από ότι τα κέρδη. Το σύνολο των υπάρχοντων δεδουλευμένων αναμένεται να βελτιώνουν την ικανότητα των κερδών να μετράνε την επιχειρηματική απόδοση. Τα αποτελέσματά της αποδεικνύουν ότι απομονώνοντας τις συνθήκες, κάτω από τις οποίες τα κέρδη και οι πραγματοποιηθέντες ταμειακές ροές αναμένεται να διαφέρουν σε σημαντική έκταση, παρέχει ένα πιο ισχυρό έλεγχο της χρησιμότητας των δεδουλευμένων. Τελικά τα

αποτελέσματα από την έρευνα της, δείχνουν ότι τα δεδουλευμένα παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στην βελτίωση της ικανότητας των κερδών να αντανakλούν την επιχειρηματική απόδοση.

Οι Bandyopadhyaya, Brown και Richardson (1995) εξέτασαν την χρησιμότητα της απόφασης της χρησιμοποίησης της πρόβλεψης των κερδών, όπου το γενικό πλαίσιο της απόφασης είναι οι προτάσεις των αναλυτών καθώς αντιπροσωπεύονται από τις προβλέψεις των τιμών των μετοχών. Είδαν στο άρθρο τους ότι:

- Η πρόβλεψη των κερδών των αναλυτών είναι σημαντική για την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών από αυτούς.
- Οι μακροπρόθεσμες προβλέψεις των κερδών των αναλυτών είναι πιο σημαντικές από τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των κερδών, για ένα δεδομένο ορίζοντα πρόβλεψης της τιμής των μετοχών.
- Οι προβλέψεις των κερδών των αναλυτών είναι πιο σημαντικές για την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών, καθώς συνδυαστικά ο ορίζοντας πρόβλεψης των κερδών και των τιμών των μετοχών επεκτείνεται.

Συγκεκριμένα βρήκαν ότι, οι βραχυπρόθεσμες αναθεωρήσεις των κερδών των αναλυτών εξηγούν περίπου το 30% της διακύμανσης της βραχυπρόθεσμης αναθεώρησης των προβλέψεων των τιμών των μετοχών και ότι οι μακροπρόθεσμες αναθεωρήσεις των προβλέψεων των κερδών, εξηγούν το 60% της διακύμανσης της μακροπρόθεσμης αναθεώρησης των προβλέψεων των τιμών των μετοχών. Φαίνεται στο άρθρο τους ότι και οι μονομεταβλητές αλλά και οι πολυμεταβλητές έλεγχοι αποκαλύπτουν ότι οι μακροπρόθεσμες προβλέψεις των κερδών των αναλυτών είναι πιο σημαντικοί από τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις τους για την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών.

Οι Ettredge, Toolson, Hall και Na (1996) κατέγραψαν την συμπεριφορά των κερδών, των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών, τις προβλέψεις των κερδών των αναλυτών και τέλος τα λογιστικά δεδουλευμένα της επιχείρησης της επόμενης χρονιάς στην οποία η επιχείρηση καταγράφει αρνητικά κέρδη. Έτσι λοιπόν τα αποτελέσματα από την έρευνά τους μπορούν να ερμηνευτούν ως ακολούθως. Η συμπεριφορά των μη κανονικών αποδόσεων την επόμενη χρονιά από την οποία η επιχείρηση έχει

καταγράφει ζημιές διαφέρει αρκετά κατά τη διάρκεια των χρόνων. Σε εννιά από τα δεκαεπτά έτη που εξέτασαν, η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση ήταν αρνητική και στατιστικά σημαντική. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν αρνητικά ετήσια κέρδη στον χρόνο μηδέν, αντιμετωπίζουν μια αλλαγή κερδών που έχει θετικό μέσο και διάμεσο την επόμενη χρονιά από το χρόνο μηδέν για όλα τα δεκαεπτά χρόνια που εξέτασαν. Οι μέσοι διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν όλα τα εξεταζόμενα χρόνια.

Οι Ettredge, κ.α. (1996) παλινδρόμησαν τις αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις για το επόμενο έτος από το χρόνο μηδέν ενάντια στα σφάλματα πρόβλεψης των αναλυτών την ίδια χρονιά και εναντίον των αλλαγών των κερδών το έτος συν ένα. Το μέτρο της υπερβάλλουσας απόδοσης συνδέεται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τα σφάλματα πρόβλεψης των αναλυτών, αλλά βρήκαν ότι δεν συνδέεται με τις αλλαγές των κερδών. Όπως αναφέρουν στο άρθρο τους, αυτό προσφέρει μια πιθανή εξήγηση στον τυπικό παρατηρούμενο συνδυασμό της θετικής αλλαγής των κερδών και των αρνητικών μη κανονικών αποδόσεων το έτος συν ένα. Επίσης αναφέρουν ότι αν και οι ισχυρές αυξήσεις των κερδών συμβαίνουν την χρονιά μετά τις ζημιές, η αντίδραση της αγοράς φαίνεται να οδηγείται εν μέρει από την απογοήτευση των επενδυτών οι οποίοι ανέμεναν ακόμα καλύτερη απόδοση. Τέλος, σύγκριναν τα δεδουλευμένα που σχετίζονται με την φορολογία αλλά και τα άλλα (που δεν σχετίζονται με τη φορολογία) για τα χρόνια μείον ένα και συν ένα με τα δεδουλευμένα από το έτος μηδέν για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά. Η μέση αλλαγή των άλλων δεδουλευμένων από το χρόνο μείον ένα στο χρόνο μηδέν ήταν αρνητική υποδεικνύοντας ότι οι μάνατζερ χειραγωγούσαν τα κέρδη προς τα κάτω το χρόνο όπου η ζημιά καταγραφόταν. Αυτή η χειραγωγή των κερδών προς τα κάτω, αντισταθμίζεται σε κάποιο βαθμό από τα θετικά δεδουλευμένα τον χρόνο μηδέν.

Οι Jegadeesh και Livnat (2006) στο άρθρο τους βρήκαν ότι ο αιφνιδιασμός των κερδών που συνοδεύονται με αιφνιδιασμό των εσόδων, σηματοδοτεί πιο σταθερή αύξηση των κερδών από τα παρόμοια επίπεδα αιφνιδιασμού των κερδών τα οποία όμως δεν συνοδεύεται από αντίστοιχο αιφνιδιασμό των εσόδων. Βρήκαν ότι η αντίδραση της τιμής στην αντίδραση των εσόδων στις ανακοινώσεις των κερδών, λαμβάνουν υπόψη τους την οριακή πληροφορία που αποδίδεται από τον αιφνιδιασμό των εσόδων μερικώς. Επίσης ότι η αντίδραση της τιμής συνδέεται σημαντικά με τους προηγούμενους αιφνιδιασμούς των εσόδων και αυτό το γεγονός υποδεικνύει ότι η αγορά υποαντιδρά

στην πληροφορία που ο αιφνιδιασμός των εσόδων περιέχει την στιγμή που ανακοινώνονται.

Τέλος οι Jegadeesh και Livnat (2006) εξετάζουν την απόδοση της τιμής της μετοχής την περίοδο μετά την ανακοίνωση των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων. Αφού κάνουν τον έλεγχο για τον αιφνιδιασμό των κερδών, ανακαλύπτουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τις μετοχές οι οποίες έχουν αρκετά μεγάλο αιφνιδιασμό των εσόδων. Ωστόσο δεν βρήκαν καμιά τέτοια τάση μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων που ακολουθούνται από εκπλήξεις εσόδων για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Επιπλέον η παραπέρα εξέταση για τα λάθη πρόβλεψης στα τρίμηνα που έκαναν μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων υποδεικνύει ότι οι αναλυτές αργούν να ενσωματώσουν την πληροφορία για τον αιφνιδιασμό των κερδών και των εσόδων στις προβλέψεις τους για τα κέρδη. Ακόμα, τα αποτελέσματα τους υποδεικνύουν ότι παίρνει στους αναλυτές έως και έξι μήνες να ενσωματώσουν την πληροφορία του αιφνιδιασμού των εσόδων στις προβλέψεις τους. Στο βαθμό που οι προβλέψεις των αναλυτών αντανακλούν τις προσδοκίες της αγοράς, αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μη κανονικές αποδόσεις που ακολουθούν τους αιφνιδιασμούς των εσόδων και των κερδών μπορεί να συνδέονται με την καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς.

### 5.3 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Ο Schmeling το (2009) ερευνά τη σχέση μεταξύ της «διαίσθησης» των επενδυτών και της μελλοντικής τιμής των μετοχών για δεκαοχτώ βιομηχανοποιημένες χώρες και βρίσκει ότι η διαίσθηση των επενδυτών είναι ένας σημαντικός παράγοντας πρόβλεψης των αναμενόμενων αποδόσεων κατά μέσο όρο σε όλες τις χώρες. Βρίσκει ότι η διαίσθηση των επενδυτών είναι πιο έντονη σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα από ένα έως έξι μήνες και εξαφανίζεται σε μακροχρόνιο ορίζοντα δώδεκα με εικοσιτεσσέρων μηνών. Ωστόσο όπως αναφέρει η προβλεπτική δύναμη της διαίσθησης των επενδυτών διαφέρει σε όλες τις χώρες και όπως φαίνεται στις ξεχωριστές παλινδρομήσεις για κάθε χώρα, η αίσθηση δεν περιέχει καμία προβλεπτική δύναμη σε αρκετές χώρες. Επίσης για να ερευνηθεί αυτό το θέμα κοιτάζει τους πιθανούς παράγοντες της δύναμης της σχέσης μεταξύ της διαίσθησης και των αποδόσεων και βρίσκει ότι η επιρροή των «θορυβώδη» επενδυτών στις αγορές διαφέρει διαστρωματικά με τρόπο που είναι οικονομικά ενστικτώδης.

Οι Lee, Jiang και Indro (2002) στο άρθρο τους βρήκαν ότι οι αλλαγές στην διαίσθηση των επενδυτών σχετίζεται αρνητικά με την μεταβλητότητα της αγοράς, όπου η μεταβλητότητα αυξάνεται (μειώνεται) όταν οι επενδυτές γίνονται πιο απαισιόδοξοι (επιθετικοί). Αναφέρουν ότι η σημαντικότητα της διαίσθησης στην δυνητική μεταβλητότητα, υπονοεί ότι τα συμβατικά μέτρα της παροδικής διακύμανσης του κινδύνου παραλείπουν ένα σημαντικό παράγοντα. Επιπλέον ο δείκτης της διαίσθησης των επενδυτών έχει πιο βαθύ επίδραση στο δείκτη Nasdaq που εξέτασαν. Ακόμα αναφέρουν ότι αν και η ενσωμάτωση της διαίσθησης των επενδυτών δεν αλλάζει τη αρνητική σχέση μεταξύ υπερβάλλουσας επιστροφής κεφαλαίου και της δυνητικής μεταβλητότητας που έχει βρεθεί σε προηγούμενες έρευνες, βρήκαν ότι υψηλότερες (χαμηλότερες) υπερβάλλουσες επιστροφές κεφαλαίου συνδέονται με μειώσεις (αυξήσεις) της δυνητικής μεταβλητότητας που απορρέουν από μεγαλύτερες επιθετικές (απαισιόδοξες) αλλαγές στην διαίσθηση των επενδυτών για μεγάλες αλλά και μικρές χρηματιστηριακά κεφαλαιοποιούμενες επιχειρήσεις.

Οι Chung, Hung, και Yeh (2012) εξέτασαν στο άρθρο τους την ασυμμετρία της προβλεπτικής δύναμης της διαίσθησης των επενδυτών στη διαστρωματική ανάλυση των εταιρικών αποδόσεων από το στάδιο της ανάπτυξης μέχρι και της ύφεσης. Ο κύριος σκοπός τους όπως αναφέρουν είναι να βρουν την ασυμμετρία σε καιρούς άνθησης της οικονομίας όπου οι επενδυτές γίνονται πιο αισιόδοξοι και σε καιρούς ύφεσης όπου οι επενδυτές γίνονται πιο απαισιόδοξοι. Τα αποτελέσματα από την έρευνά τους ρίχνουν φως στη σχέση μεταξύ της κατάστασης της οικονομίας και την προβλεπτικής δύναμης της διαίσθησης των επενδυτών στις εταιρικές αποδόσεις. Το πιο εντυπωσιακό αποτέλεσμα είναι ότι μόνο σε περίοδο ανάπτυξης της οικονομίας η διαίσθηση των επενδυτών δείχνει μια σημαντική και εύρωστη προβλεπτική δύναμη για τις εταιρικές αποδόσεις. Αντιθέτως όταν η οικονομία είναι σε ύφεση η προβλεπτική δύναμη της διαίσθησης των επενδυτών είναι γενικά ασήμαντη. Όταν η οικονομία είναι σε ανάπτυξη, η υψηλότερη διαίσθηση των επενδυτών συνδέεται με χαμηλότερες μεταγενέστερες εταιρικές αποδόσεις για επιχειρήσεις με μικρό μέγεθος, σε νέες επιχειρήσεις, με χαμηλό δείκτη BV/MV, με υψηλή μεταβλητότητα στις αποδόσεις, σε μη κερδοφόρες, σε επιχειρήσεις που δεν διανέμουν μέρισμα, σε επιχειρήσεις με υψηλά άυλα πάγια και τέλος σε επιχειρήσεις με υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΝΟΜΑΛΙΕΣ**

### **6.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Οι Richardson, Tuna και Wysocki (2010) στην έρευνά τους έδωσαν έμφαση στις πρόσφατες προόδους στο πεδίο των λογιστικών «ανωμαλιών» και της θεμελιώδους ανάλυσης. Όπως αναφέρουν κλειδί για την έρευνα τους ήταν ότι οι πληροφορίες που περιέχονταν στου γενικού σκοπού οικονομικές εκθέσεις βοηθούν στην διευκόλυνση σχετικά με την κατανομή των σπάνιων οικονομικών πόρων από την μεριά των επενδυτών. Ακόμα επικεντρώνουν την προσοχή τους στις έρευνες όπου κύριος σκοπός είναι να προβλέπουν κέρδη και εταιρικές αποδόσεις.

Όπως αναφέρουν πολλές προηγούμενες έρευνες προσπάθησαν να εξηγήσουν τα υποδείγματα των «ανώμαλων» εταιρικών αποδόσεων δείχνοντας ότι η σχέση ανάμεσα σε ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό και της μελλοντικής εταιρικής απόδοσης συγκεντρώνεται σε ένα υποσύνολο των επιχειρήσεων. Αυτά τα υποσύνολα των επιχειρήσεων τείνουν να περιέχουν μικρότερα, λιγότερο ρευστά αξιόγραφα όπου τα κόστη συναλλαγών και /ή το χαρακτηριστικό ρίσκο είναι μεγαλύτερο. Τονίζουν πως αυτή είναι μια χρήσιμη και πληροφοριακή βιβλιογραφία, αλλά υπάρχει το ρίσκο της παρερμηνεύσης των αποτελεσμάτων. Η αποδοτικότητα των αγορών είναι ξεκάθαρα συνδεδεμένες με αυτές τις διαχωρισμένες μεταβλητές. Επίσης γράφουν ότι όταν τα αξιόγραφα είναι πιο ρευστά και η πληροφορία είναι πιο άμεσα διαθέσιμη, αναμένουν ότι οι τιμές των αξιόγραφων να είναι πιο αποδοτικές. Συνεπώς, βρίσκοντας ότι η σχέση μεταξύ ενός χαρακτηριστικού και της μελλοντικής εταιρικής απόδοσης συγκεντρώνεται σε ένα υποσύνολο λιγότερο ρευστών αξιόγραφων δεν είναι εκ πρώτης όψεως ένδειξη για την υποστήριξη της αποδοτικότητας των αγορών. Επίσης, αναφέρουν ότι είναι δυνατό να μπορεί αξιοποιηθεί μια ανωμαλία στο υποσύνολο των αξιόγραφων και να λάβουμε μια κατάλληλη αποζημίωση για αυτή την προσπάθεια, αλλά φυσικά, μόνο στην έκταση ότι τα επιπλέον κόστη συναλλαγών που περιλαμβάνονται στην διαπραγμάτευση είναι μικρότερα και τα λιγότερα ρευστά αξιόγραφα αντισταθμίζονται από τα υψηλότερα επίπεδα αποδόσεων.

Ακόμα οι Richardson, κ.α. (2010), παρατηρούν ότι με τον πλούτο των πληροφοριών που είναι σήμερα διαθέσιμο στους επενδυτές, και την υπολογιστική δύναμη που είναι διαθέσιμη για αρχειακή εμπειρική ανάλυση, υπάρχει το ρίσκο της υπερφόρτωσης των



πληροφοριών, το οποίο μπορεί να επιδεινώσει την τριβή στην αγορά και να εμποδίσει την διαδικασία εύρεσης της τιμής. Αναφέρουν ότι υπάρχουν αρκετές έρευνες για την υπερφόρτωση των πληροφοριών και η επίδραση που μπορεί να έχει στην διαδικασία εύρεσης της τιμής. Επίσης περιμένουν ότι η ποσότητα των πληροφοριών, καθώς και η ευκολία με την οποία οι ερευνητές μπορεί να αποκτήσουν να αυξηθεί. Πιστεύουν ότι η συνδυασμένη επίδραση της αυξημένης πληροφόρησης και της αύξησης της ευκολίας για τους επενδυτές στη διαδικασία και χειραγώγηση των πληροφοριών για την ικανότητα των επενδυτών να προβλέπουν τα κέρδη και τις αποδόσεις των μετοχών, θα συνεχίσει να είναι ένα παραγωγικό ερευνητικό πεδίο.

Επίσης αναλύουν στο άρθρο τους ότι μια συνηθισμένη απειλή κατά τη διάρκεια της έρευνά τους, είναι η ικανότητα των λογιστικών πληροφοριών να βοηθούν στην πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών. Λένε ότι αυτή είναι μια συνηθισμένη συνθήκη για την χρησιμότητα της ερευνητικής προσπάθειας. Όπως αναφέρουν η ερώτηση για το αν κάποιο χαρακτηριστικό από τις οικονομικές καταστάσεις συνδέεται με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών, είναι ο σκοπός πολλών άρθρων που ερευνήσανε. Σε αυτό που θέλουν να δώσουν έμφαση στο άρθρο τους, είναι ότι δεδομένων των πολλών άλλων μερών που κάνουν γενική χρήση των οικονομικών καταστάσεων που παίρνουν οικονομικές αποφάσεις, η ανάλυση για να βελτιωθούν τα μοντέλα πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών είναι ανεκτίμητη. Τέλος πιστεύουν ότι η βιβλιογραφία για τις λογιστικές ανωμαλίες και την θεμελιώδη ανάλυση, παρέχουν μια αξιοσημείωτη επιρροή στους ακαδημαϊκούς και στους επαγγελματίες δείχνοντάς τους τη χρησιμότητα των λογιστικών πληροφοριών για να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη και τις αποδόσεις των μετοχών.

Ο Lewellen (2010) στο άρθρο του σκοπό έχει να παρέχει μια διαφορετική προοπτική στη βιβλιογραφία και να σχολιάσει τις εμπειρικές μεθόδους που υπάρχουν σε πολλά άρθρα. Όπως αναφέρει των προηγούμενη δεκαετία στην διεθνή βιβλιογραφία προστέθηκαν 165 άρθρα, τα οποία βελτίωσαν σημαντικά την κατανόηση μας για το πώς τα λογιστικά νούμερα αφορούν την αξία της επιχείρησης και πώς οι επενδυτές χρησιμοποιούν τα λογιστικά νούμερα. Αυτά τα θέματα όπως τονίζει, έχουν συμπεράσματα για τους επενδυτές, τους πιστωτές και τους διευθυντές των επιχειρήσεων. Στο άρθρο του λοιπόν παρέχει μια κριτική ματιά πέντε θεμάτων που

είναι κεντρικά στη βιβλιογραφία για τις λογιστικές ανωμαλίες και την θεμελιώδη ανάλυση:

*Ρίσκο εναντίον λανθασμένης τιμολόγησης:* αναφέρει ότι ερμηνεύοντας την συμπεριφορά των εταιρικών αποδόσεων είναι μία από τα πιο απαιτητικές πλευρές της εμπειρικής έρευνας. Χωρίς ένα πλήρες μοντέλο για το πώς οι τιμές πρέπει να οριστούν σε μια αποτελεσματική αγορά, είναι αρκετά δύσκολο να ξέρουμε αν η πρόβλεψη των αποδόσεων αντιπροσωπεύει ρίσκο ή λανθασμένη τιμολόγηση. Ο πιο αυστηρός τρόπος να ξεμπερδέψουμε από αυτές τις δύο περιπτώσεις, είναι να ρωτήσουμε εάν η πρόβλεψη είναι συνεπής με ένα μοντέλο που βασίζεται στο ρίσκο.

*Τεκμαρτό κόστος κεφαλαίου:* η μεγάλη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών σημαίνει ότι οι εκτιμήσεις του δείγματος των αναμενόμενων αποδόσεων είναι ασαφής. Αυτό το πρόβλημα όπως αναφέρει παρακίνησε καινούριους τρόπους εκτίμησης των αναμενόμενων αποδόσεων, ένας από τους οποίους είναι να συνάγει το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης παρατηρώντας τις τιμές των μετοχών και να προβλέπει τα μελλοντικά μερίσματα και κέρδη. Ωστόσο τονίζει ότι είναι σκεπτικός για το πόσο χρήσιμος είναι στην πράξη, επειδή είναι αρκετά δύσκολη η πρόβλεψη των μερισμάτων και των κερδών, για την πρόκληση των εμπειρικών ελεγχόμενων μέτρων του τεκμαρτού κόστους του κεφαλαίου και για το γεγονός ότι το τεκμαρτό κόστος του κεφαλαίου αντιπροσωπεύει καλύτερα το μακροπρόθεσμο εσωτερικό δείκτη της απόδοσης από τη διακράτηση της μετοχής και όχι τις βραχυπρόθεσμες αναμενόμενες αποδόσεις ή το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης.

*Έλεγχοι Mishkin<sup>15</sup>:* όπως αναφέρει ένας διάσημος τρόπος για να εξηγήσεις τις λογιστικές ανωμαλίες είναι να συγκρίνεις τις πραγματικές ιδιότητες των χρονολογικών σειρών των κερδών με τις ιδιότητες που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές. Ωστόσο, όπως περιγράφει, αυτοί οι έλεγχοι θεωρούν ότι μια ανωμαλία αντιπροσωπεύει τις παρανοήσεις των επενδυτών στη μέθοδο των κερδών.

*Κόστη συναλλαγών και μέγεθος της επιχείρησης:* όπως γράφει εάν οι αποδόσεις είναι προβλέψιμες, είναι ενδιαφέρον να μάθουμε εάν οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν το πλεονέκτημα της πρόβλεψης αφού υπολογίσουν τα κόστη της διαπραγμάτευσης.

---

<sup>15</sup> Οι έλεγχοι που αναπτύχθηκαν από τον Mishkin (1983) έχουν χρησιμοποιηθεί ευρέως για την ορθολογική αποτίμηση των λογιστικών αριθμών.

Ωστόσο μία ανωμαλία μπορεί να είναι ακόμα ενδιαφέρουσα ακόμα και αν δεν μπορεί εκμεταλλευτεί κερδοφόρα. Επίσης ένα πιο σημαντικό θέμα κατά την άποψή του, είναι να ελεγχθεί εάν η ανωμαλία υπάρχει μόνο μεταξύ των μικρότερων επιχειρήσεων ή εάν παρατηρείται επίσης μεταξύ των οικονομικά πιο σημαντικών πληθυσμών των μεγάλων μετοχών.

*Βελτιστοποίηση του κινδύνου:* σε αυτό το θέμα αναφέρει ότι συμφωνεί με τους Richardson, κ.α. (2010) που αναφέραμε και παραπάνω, ότι οι ερευνητές όπως και οι επαγγελματίες πρέπει να εξετάζουν τα εκ των προτέρων μέτρα του ρίσκου όταν κατασκευάζουν χαρτοφυλάκια μετοχών. Αναφέρει ότι η πρότασή τους ακούγεται θεμελιώδης, όχι επειδή τα εκ των προτέρων μέτρα του ρίσκου είναι πιο σημαντικά από αυτά των εκ των υστέρων μέτρα επικινδυνότητας των χαρτοφυλακίων, αλλά επειδή η βελτιστοποίηση του κινδύνου μπορεί να βελτιώσει την δύναμη ενός ελέγχου και την ικανότητά μας να ξεχωρίσουμε το ρίσκο από την λανθασμένη τιμολόγηση.

## 6.2 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Οι Fama και French (2008) εξετάζουν την διαχυτικότητα από τις μη κανονικές αποδόσεις της καθαρής έκδοσης μετοχών, των δεδουλευμένων, της κερδοφορίας και της αύξηση του ενεργητικού μέσω της ταξινόμησης και της διαστρωματικής παλινδρόμησης ξεχωριστά για τις πολύ μικρές σε κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεις, τις μικρές σε κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεις και τις μεγάλες σε κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεις. Η ερώτηση που θέτουν στο άρθρο τους και προσπαθούν να απαντήσουν μέσα από την έρευνα τους είναι εάν η βαθύτερη εξέταση των αποτελεσμάτων αυτών των παραπάνω τριών ομάδων μπορεί να παράγει καινούρια γνώση. Τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση λένε ότι η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης οφείλει πολύ από τη δύναμή της στις πολύ μικρές επιχειρήσεις και είναι οριακά μεταξύ των μικρών και των μεγάλων επιχειρήσεων. Η αρνητική σχέση ανάμεσα στις μέσες αποδόσεις και την αύξηση του ενεργητικού είναι ισχυρή στις πολύ μικρές επιχειρήσεις, αδύναμη αλλά στατιστικά σημαντική ανάμεσα στις μικρές επιχειρήσεις και πιθανόν να μην υπάρχει καθόλου στις μεγάλες επιχειρήσεις.

Ο αριθμοδείκτης BV/MV, η καθαρή έκδοση μετοχών, τα δεδουλευμένα και η κερδοφορία παράγουν μέσους συντελεστές οι οποίοι είναι δυσδιάκριτοι κατά μήκος των συνόλων των μεγεθών των επιχειρήσεων. Έτσι λοιπόν, όπως αναφέρουν, κοιτάζου

τις παλινδρομήσεις οι οποίες χρησιμοποιούν όλες τις μετοχές για να βγάλουν συμπεράσματα σχετικά με την αξιοπιστία τους. Αναφέρουν όμως ότι αυτό είναι δεν είναι απαραίτητο για τις εκδόσεις των μετοχών, καθώς ο αρνητικός συντελεστής τους είναι περισσότερο από τέσσερα τυπικά σφάλματα μεγαλύτερο από το μηδέν για όλα τα μεγέθη των επιχειρήσεων. Αλλά ο λόγος BV/MV και τα δεδουλευμένα όπως φαίνεται στο άρθρο τους παράγουν μέσους συντελεστές που είναι δύο τυπικά σφάλματα από το μηδέν για τις μεγάλες επιχειρήσεις και ο μέσος συντελεστής για την κερδοφορία είναι δυο φορές η τυπική απόκλιση της από το μηδέν για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις και τις μεγάλες επιχειρήσεις. Έτσι, τονίζουν ότι από τη δύναμη του συνολικού δείγματος και από το γεγονός ότι οι μέσοι συντελεστές δεν είναι σημαντικά διαφορετικοί ανάμεσα στις ομάδες των επιχειρήσεων, επικαλούνται ότι αυτές οι μεταβλητές πιθανόν να έχουν μια μοναδική πληροφόρηση σχετικά με τις μέσες αποδόσεις σε όλες τις ομάδες των επιχειρήσεων.

Επίσης ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα των Fama και French (2008) στις μονομεταβλητές ταξινομήσεις. Βρήκαν, μετά την αφαίρεση των επιδράσεων του μεγέθους και του BV/MV, ότι οι αποδόσεις των αντισταθμισμένων χαρτοφυλακίων που είναι συνδεδεμένες με την έκδοση των μετοχών και των δεδουλευμένων είναι ισχυρές για όλες τις ομάδες των επιχειρήσεων. Για την κερδοφορία και την αύξηση του ενεργητικού δεν βρήκαν να υπάρχουν υπερκανονικές αποδόσεις για τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια των μεγάλων επιχειρήσεων. Επίσης βρήκαν ότι οι επαναγορές των μετοχών ακολουθούνται από ισχυρές μη κανονικές αποδόσεις και τα πιο ακραία δεκατημόρια της έκδοσης των μετοχών δείχνουν αρνητικές αφύσικες αποδόσεις. Επίσης αναφέρουν ότι αφού αφαιρέσουν τις επιδράσεις του μεγέθους και του BV/MV, οι μη κανονικές αποδόσεις για τις λιγότερο ακραίες θετικές εκδόσεις μετοχών τείνουν να είναι θετικές, παρόμοια τα αρνητικά δεδουλευμένα ακολουθούνται από θετικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά μόνο για το ακραίο δεκατημόριο των θετικών δεδουλευμένων φαίνονται ισχυρές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Εν συντομία αυτό που βρίσκουν είναι ότι τουλάχιστον, αφού αφαιρέσουν τις επιδράσεις του μεγέθους και του λόγου BV/MV, οι ανώμαλες αποδόσεις μετά την έκδοση των μετοχών και των δεδουλευμένων φαίνεται να περιορίζεται στα ακραία δεκατημόρια.

Ο Li και Zhang (2010) χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο θεωρίας-q δύο περιόδων για να δείξουν θεωρητικά ότι η σχέση της αναμενόμενων επένδυση-απόδοσης πρέπει να είναι πιο απότομη στις επιχειρήσεις με υψηλές επενδυτικές τριβές από τις επιχειρήσεις με μικρότερες επιχειρηματικές τριβές. Με τις τριβές, οι επενδύσεις συνεπάγονται επενδυτικά κόστη, και υψηλότερες επενδύσεις συνεπάγεται υψηλότερα επενδυτικά κόστη, προκαλώντας τις επενδύσεις να είναι λιγότερες ελαστικές στις αλλαγές του προεξοφλητικού επιτοκίου. Αναφέρουν ότι όσο υψηλότερα είναι τα επενδυτικά κόστη τόσο λιγότερη είναι η ελαστικότητα των επενδύσεων στο να ανταποκριθούν στις αλλαγές του προεξοφλητικού επιτοκίου. Μια αλλαγή μεγέθους στην επένδυση αντιστοιχεί σε μια μεγαλύτερη αλλαγή μεγέθους του προεξοφλητικού επιτοκίου, που σημαίνει ότι όσο πιο απότομη είναι η αναμενόμενη σχέση απόδοσης-επένδυσης, τόσο μεγαλύτερα είναι και τα επενδυτικά κόστη.

Επίσης στο άρθρο τους οι Li και Zhang (2010) αντικαθιστώντας τους περιορισμούς χρηματοδότησης αντί τις επενδυτικές τριβές, εξετάσανε την πρόβλεψη της θεωρίας-q ότι τα επενδυτικά κόστη κάνουν την σχέση των αναμενόμενων αποδόσεων και της επένδυσης σε πάγια και ενεργητικό ακόμα πιο απότομη. Όπως όμως αναφέρουν, η λογιστική για τα επενδυτικά κόστη δεν κάνει ικανή την θεωρία-q να εξηγήει τις ανωμαλίες για την αύξηση των επενδύσεων, της καθαρής έκδοση των μετοχών, τις μη κανονικές εταιρικές αποδόσεις και τέλος της καθαρής λειτουργικής θέσης.

Οι Li, Livdan και Zhang (2009) στο άρθρο τους παίρνουν ένα μοντέλο της θεωρίας-q και προσπαθούν να δουν πόσο καλά μπορεί να εξηγήσει τις ανωμαλίες της εξωτερικής χρηματοδότησης και ποιοτικά και ποσοτικά. Η κεντρική τους θέση είναι ότι η άριστη επένδυση είναι αυτή που οδηγεί σε αυτή την ανωμαλία. Όπως αναφέρουν στην διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει η θέση ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν το κεφάλαιο τους έχουν μικρότερες μέσες αποδόσεις, ενώ οι επιχειρήσεις που διανέμουν κεφάλαιο κερδίζουν υψηλότερες μέσες αποδόσεις τα επόμενα τρία με πέντε χρόνια. Έτσι λοιπόν στο άρθρο τους παρέχουν μια νεοκλασική ερμηνεία για αυτές τις ανωμαλίες. Το θεωρητικό-q τους μοντέλο παρουσιάζει πολλά ταυτόχρονα γεγονότα τα οποία είναι τα εξής:

- i. Η συχνότητα της έκδοσης του κεφαλαίου είναι προκυκλική.

- ii. Οι επενδύσεις συνδέονται αρνητικά με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις διαστρωματικά και το μέγεθος αυτής της συσχέτισης είναι ισχυρότερη για τις επιχειρήσεις με υψηλότερες ταμειακές ροές.
- iii. Οι επιχειρήσεις που διάγουν έμπειρες προσφορές κεφαλαίου υστερούν από αυτές που δεν εκδίδουν που έχουν το ίδιο μέγεθος και τον ίδιο λόγο BV/MV.
- iv. Η λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων που εκδίδουν κεφάλαιο ουσιαστικά την βελτιώνουν σε σχέση με αυτή πριν την έκδοση του κεφαλαίου, αλλά έπειτα χειροτερεύει.
- v. Οι επιχειρήσεις που διανέμουν μετρητά πίσω στους μετόχους ξεπερνούν τις άλλες επιχειρήσεις με παρόμοιο μέγεθος και λόγο BV/MV και η υπεραπόδοση είναι ισχυρότερη στις επιχειρήσεις που έχουν μεγάλη αξία από τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.
- vi. Σε σχέση με τις ομότιμες βιομηχανίες, οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν επαναγορές μετοχών παρουσιάζουν μια υψηλή λειτουργική απόδοση, αλλά η απόδοση μειώνεται μετά τις ανακοινώσεις.

Στο μοντέλο τους, η επένδυση και το προεξοφλητικό επιτόκιο συνδέονται αρνητικά μέσα από δύο κανάλια. Πρώτον οι επιχειρήσεις επενδύουν περισσότερο όταν το οριακό τους  $q^{16}$  είναι υψηλό. Όταν όλα τα άλλα είναι ίσα, τα χαμηλά προεξοφλητικά επιτόκια αυξάνουν το υψηλό οριακό  $q$  και οι υψηλές επενδύσεις και τα υψηλά προεξοφλητικά επιτόκια δίνουν αύξηση στο χαμηλό  $q$  και στις χαμηλές επενδύσεις. Δεύτερον, ότι οι μειούμενες αποδόσεις κλίμακας σημαίνουν ότι περισσότερες επενδύσεις οδηγούν σε χαμηλότερο οριακό προϊόν κεφαλαίου, που με τη σειρά του σημαίνει λιγότερες αναμενόμενες αποδόσεις.

Όπως αναφέρουν οι Li, κ.α. (2009) η αρνητική σχέση επένδυσης απόδοσης ευθύνεται για την ανωμαλία της εξωτερικής χρηματοδότησης. Ο περιορισμός των ροών των κεφαλαίων (που εξισώνει τις πηγές των κεφαλαίων με τις χρήσεις των κεφαλαίων) και ενώ όλα τα άλλα μένουν ίσα, οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε εκδόσεις κεφαλαίων είναι δυσανάλογα υψηλών επενδύσεων επιχειρήσεις και αυτές που διανέμουν χρήματα είναι δυσανάλογα χαμηλών επενδύσεων επιχειρήσεις. Έτσι, οι

<sup>16</sup> Το  $q$  είναι η καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγεται από μια επιπλέον μονάδα κεφαλαίου.

αυξήσεις του κεφαλαίου συνδέεται με υψηλές επενδύσεις και χαμηλές αναμενόμενες αποδόσεις και η διανομή του κεφαλαίου είναι συνδεδεμένη με χαμηλές επενδύσεις και υψηλές αναμενόμενες επενδύσεις. Τέλος τονίζουν ότι η σχέση επένδυσης απόδοσης και η καινούρια σχέση κεφαλαίου επένδυσης είναι «ανώμαλες» επειδή δεν μπορούν να εξηγηθούν από τα δεδομένα του CAPM.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΚΑΘΑΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

Οι Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) αναφέρουν στο άρθρο τους ότι εάν οι επενδυτές έχουν περιορισμένη προσοχή, τότε το λογιστικό αποτέλεσμα το οποίο και σιωπηλά αναφέρει τις θετικές πτυχές της απόδοσης μιας επιχείρησης, θα ενθαρρύνει για υψηλότερες αγοραίες αποτιμήσεις. Όπως συγκεκριμένα τονίζουν, όταν η λογιστική προστιθέμενη αξία (η καθαρή λειτουργική θέση) με την πάροδο του χρόνου ξεπερνά την προστιθέμενη αξία σε μετρητά (η ελεύθερη ταμειακή ροή) συμφωνούν ότι είναι δύσκολο για την επιχείρηση να διατηρήσει παραπέρα αυτή την ανάπτυξη των κερδών. Επίσης συμφωνούν ότι οι επενδυτές με περιορισμένη προσοχή τείνουν να υπερεκτιμούν την επιχείρηση της οποίας ο ισολογισμός της είναι «φουσκωμένος». Παρόμοια οι επενδυτές τείνουν να υποεκτιμούν τις επιχειρήσεις όταν η λογιστική προστιθέμενη αξία υπολείπεται της προστιθέμενης αξίας των μετρητών.

Επίσης στο άρθρο τους γράφουν ότι το επίπεδο της καθαρής λειτουργικής θέσης, το οποίο όπως αναφέρουν είναι η διαφορά μεταξύ των αθροιστικών κερδών και της αθροιστικής ελεύθερης ταμειακής ροής με την πάροδο του χρόνου, είναι ως εκ τούτου ένα μέτρο με το οποίο μπορεί να υπολογισθεί ο βαθμός στον οποίο τα αναφερόμενα λειτουργικά αποτελέσματα προκαλούν υπερβολική αισιοδοξία στους επενδυτές. Εξ ου και η καθαρή λειτουργική θέση, όπως πιστεύουν, πρέπει να προβλέπει αρνητικά τις επακόλουθες εταιρικές αποδόσεις.

Οι Hirshleifer, κ.α. (2004) στο δείγμα τους το οποίο είναι από το 1964-2004 η καθαρή λειτουργική θέση περιέχει σημαντικές πληροφορίες για την μακροχρόνια βιωσιμότητα της οικονομικής απόδοσης της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις με υψηλή καθαρή λειτουργική θέση, ομαλοποιημένη με το αρχικό συνολικό ενεργητικό, έχουν υψηλά και αναπτυσσόμενα κέρδη πριν την ημερομηνία υπολογισμού της, αλλά μειούμενα κέρδη μετά από αυτή την ημερομηνία. Επιπλέον, βρήκαν ότι η καθαρή λειτουργική θέση είναι ισχυρός και αρκετά εύρωστος αρνητικός εκτιμητής των «ανώμαλων» εταιρικών αποδόσεων για τουλάχιστον τρία χρόνια μετά τον υπολογισμό της καθαρής λειτουργικής θέσης. Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματά τους, αυτά τα ευρήματα είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντικά. Έτσι λοιπόν καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αυτές οι ενδείξεις υπονοούν ότι οι αγοραίες τιμές δεν αντανακλούν



πλήρως την πληροφορία που περιέχεται στην καθαρή λειτουργική θέση για την μελλοντική οικονομική απόδοση της επιχείρησης και αποκαλούν αυτό το φαινόμενο «αποτέλεσμα βιωσιμότητας».

Η προβλεπτική δύναμη της καθαρής λειτουργικής θέσης παραμένει ισχυρή ακόμα και μετά από τον έλεγχο που κάνουν για ένα ευρύ φάσμα γνωστών εκτιμητών αποδόσεων και μετά από τον έλεγχο της τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων. Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματά τους, η καθαρή λειτουργική θέση έχει ισχυρότερη και πιο διαρκή προβλεπτική δύναμη από τα συστατικά των ροών της καθαρής λειτουργικής θέσης όπως είναι τα λειτουργικά δεδουλευμένα ή η τελευταία αλλαγή στην καθαρή λειτουργική θέση. Αυτή η ένδειξη δείχνει ότι υπάρχει μια αθροιστική επίδραση στις λανθασμένες αντιλήψεις των επενδυτών όσο αναφορά τις διαφορές μεταξύ της λογιστικής και της ταμειακής προστιθέμενης αξίας. Ωστόσο φτάνουν στο συμπέρασμα ότι η καθαρή λειτουργική θέση παρέχει ένα φειδωλό μέτρο του ισολογισμού για τον βαθμό στον οποίο οι επενδυτές υπερεκτιμούν την βιωσιμότητα της λογιστικής απόδοσης της επιχείρησης.

Τέλος όπως αναφέρουν οι Hirshleifer, κ.α. (2004) τα ευρήματά τους υποδεικνύουν ότι ο ισολογισμός περιέχει περισσότερες πληροφορίες και πέρα από αυτές που περιέχονται στην δήλωση εισοδήματος οι οποίες είναι χρήσιμες για την αποτίμηση των οικονομικών προσδοκιών της επιχείρησης. Επιπλέον τα στοιχεία τους υποδεικνύουν ότι οι επενδυτές δεν κάνουν πλήρη χρήση των πληροφοριών που περιέχονται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Τέλος αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις, τα μέσα και αυτοί που χαράζουν την πολιτική των επιχειρήσεων, πρέπει να εξετάσουν πιθανούς τρόπους για να κάνουν τις πληροφορίες του ισολογισμού πιο σημαντικές και πιο διαφανείς για τους επενδυτές.

Οι Richardson, Sloan και Tuna (2006) από τη μεριά τους, ασκούν κριτική στους Hirshleifer, κ.α. (2004) και στα αποτελέσματα της έρευνά τους. Όπως αναφέρουν στο άρθρο τους, οι Hirshleifer, κ.α. (2004) υποθέτουν ότι οι παρελθούσες αθροιστικές αλλαγές στην καθαρή λειτουργική θέση είναι ανώτερες από τις πιο πρόσφατες ετήσιες αλλαγές στην καθαρή λειτουργική θέση, όσο αναφορά την ικανότητα να προβλέπουν τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Επίσης τονίζουν ότι για να υποστηρίξουν την υπόθεσή τους, αποδεικνύουν ότι η καθαρή λειτουργική θέση που διαιρείται με της

προηγούμενης χρονιάς το ενεργητικό είναι ένας εύρωστος εκτιμητής της μελλοντικής εταιρικής απόδοσης.

Αυτό που τονίζουν στο άρθρο τους οι Richardson, κ.α. (2006) είναι όταν ένα επίπεδο διαιρείται από ένα προηγούμενο επίπεδο είναι ίσο με μια αλλαγή. Έτσι ο ισχυρισμός των Hirshleifer, κ.α. (2004) ότι το μέτρο τους είναι πιο αναλυτικό επειδή συσσωρεύει το αθροιστικό σύνολο των προηγούμενων αλλαγών είναι λανθασμένο και παρόμοια με τις προηγούμενες έρευνες, η μεταβλητή τους ουσιαστικά απλά μετράει τις πιο πρόσφατες ετήσιες αλλαγές στην καθαρή λειτουργική θέση. Επίσης βλέπουν ότι το μέτρο των Hirshleifer, κ.α. (2004) διαφέρει με διακριτικό τρόπο από την αλλαγή στην μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης που χρησιμοποιήθηκε στις προηγούμενες έρευνες. Έτσι η ικανότητά της να προβλέπει μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις διαφέρει κατά κάποιο τρόπο από τα μέτρα που χρησιμοποιήθηκαν σε προηγούμενες έρευνες. Τα σημάδια και το μέγεθος από αυτές τις αλλαγές, όπως αναφέρουν, εξαρτάται από την περίοδο του δείγματος και το σχεδιασμό της έρευνας. Τονίζουν με έμφαση ότι αυτές οι διαφορές δεν μπορούν να αποδοθούν στην ικανότητα της μεταβλητής των Hirshleifer, κ.α. (2004) να εντοπίσει τις παρελθούσες αλλαγές στην καθαρή λειτουργική θέση και ότι είναι απλώς ένας διαφορετικός τρόπος για να εντοπίσει τις πιο πρόσφατες αλλαγές της καθαρής λειτουργικής θέσης.

Τέλος οι Richardson, κ.α. (2006) παρουσιάζουν κάποια εμπειρικά αποτελέσματα που εξηγούν την θέση τους. Πρώτον, δείχνουν ότι η περισσότερη από την ερμηνευτική δύναμη της μεταβλητής των Hirshleifer, κ.α. (2004) σε σχέση με την μελλοντική εταιρική απόδοση, πηγάζει από τη πιο πρόσφατη αλλαγή στη καθαρή λειτουργική θέση. Δεύτερον δείχνουν ότι η περισσότερη από την απόκλιση του επιπέδου της μεταβλητής των Hirshleifer, κ.α. (2004) αποδίδεται στην πιο πρόσφατη ετήσια αλλαγή στην καθαρή λειτουργική θέση. Τρίτον και τελευταίο, δείχνουν αντίθετα με το συμπέρασμα των Hirshleifer, κ.α. (2004), οι τελευταίες αλλαγές στην καθαρή λειτουργική θέση συνεισφέρουν σχετικά λιγότερο στην πρόβλεψη των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων.

Από την άλλη οι Papanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011) εστιάζουν στην πηγή της ικανότητας της καθαρής λειτουργικής θέσης να προβλέπει τις διαστρωματικές εταιρικές αποδόσεις, εξετάζοντας αρκετές παραδοχές όπως την κερδοσκοπική

χειραγώγηση των κερδών, τη τάση για υπερεπένδυση των διοικητικών στελεχών, τις δυσμενείς αλλαγές στις επιχειρηματικές συνθήκες, τα λάθη για τις προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη και το ορθολογικό ασφάλιστρο κινδύνου.

Τα αποτελέσματα της έρευνά τους αποκαλύπτουν ότι η αρνητική σχέση της καθαρής λειτουργικής θέσης με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις ισχύει και για τα δύο συστατικά της, βασιζόμενη στην υποκείμενη επιχειρηματική δραστηριότητα που συλλαμβάνουν τα αθροιστικά λειτουργικά δεδουλευμένα και οι αθροιστικές επενδύσεις. Επίσης βρίσκουν ότι αυτή η σχέση οδηγείτε κυρίως από τα συστατικά του ενεργητικού της καθαρής λειτουργικής θέσης. Αυτό φαίνεται από τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια που δημιουργούν από τα συστατικά του ενεργητικού της καθαρής λειτουργικής θέσης και κερδίζουν στατιστικά σημαντικότερες μη κανονικές αποδόσεις και επίσης, όπως αναφέρουν συνιστούν ευκαιρίες αρμπιτράζ. Επίσης από την έρευνά τους διακρίνεται ότι μόνο το απροσδόκητο μέρος της καθαρής λειτουργικής θέσης και των συστατικών της αυξάνει την πρόβλεψη των εταιρικών αποδόσεων, ενώ το προσδοκώμενο δεν το κάνει.

Από την άλλη μεριά όπως τονίζουν οι Papanastasopoulos, κ.α. (2011) στο άρθρο τους, τα συστατικά μέρη των υποχρεώσεων της καθαρής λειτουργικής θέσης σχετίζονται σημαντικά με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις μόνο με την παρουσία των συστατικών του ενεργητικού της καθαρής λειτουργικής θέσης. Επίσης φαίνεται ότι τα αντισταθμισμένα χαρτοφυλάκια των συστατικών μερών της καθαρής λειτουργικής θέσης των υποχρεώσεων παράγουν σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις ασήμαντες αποδόσεις. Επίσης ένα άλλο σημαντικό θέμα που βρίσκουμε στο άρθρο τους έχει να κάνει με το γεγονός ότι η προβλεπτική δύναμη της καθαρής λειτουργικής θέσης και των συστατικών της για τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις διαφορετικές βιομηχανίες. Ακόμα βρίσκουν ότι οι υψηλότερες αποδόσεις των αντισταθμισμένων χαρτοφυλακίων της καθαρής λειτουργικής θέσης εκτοξεύονται όταν λαμβάνονται υπόψη οι χαμηλές (υψηλές) επιχειρήσεις σε καθαρή λειτουργική θέση, με μείωση (επέκταση) του ενεργητικού τους και/ή ισχυρή (φτωχή) ιστορική επενδυτική. Στην τελική τους ανάλυση προτείνουν ότι η ανωμαλία της καθαρής λειτουργικής θέσης μπορεί να είναι υφίσταται εξαιτίας του συνδυασμού της κερδοσκοπικής χειραγώγησης των κερδών με την τάση για υπερεπένδυση των διοικητικών στελεχών. Όπως

αναφέρουν από αυτή την άποψη τα αποτελέσματά τους συνιστούν επίσης ότι η ανωμαλία της καθαρής λειτουργικής θέσης πρέπει να είναι οικονομικά σημαντική κατά μήκος των καλών και των κακών στιγμών της οικονομίας, αλλά με μια ασύμμετρη μεταχείριση της χαμηλής/υψηλής καθαρής λειτουργικής θέσης των επιχειρήσεων απέναντι στις κακές στιγμές κατά τη διάρκεια της οποίας οι στρεβλώσεις της λογιστικής και το κόστος των διευθυντικών στελεχών μπορεί να είναι χαμηλότερο.

Ο Cao (2011) στη εργασία του δείχνει ότι η ανωμαλία της αύξησης του συνολικού ενεργητικού υπάγεται στην ανωμαλία της αύξησης της καθαρής λειτουργικής θέσης. Αυτό που κάνει στην έρευνά του είναι να αποσυνθέσει την αύξηση του συνολικού ενεργητικού σε τρία τμήματα 1) την αύξηση των λειτουργικών παγίων που χρηματοδοτούνται από το χρέος και το κεφάλαιο της επιχείρησης, 2) την αύξηση των λειτουργικών παγίων που χρηματοδοτούνται από την αύξηση των λειτουργικών υποχρεώσεων και 3) την αύξηση των μετρητών και των αγοραίων χρεογράφων και να δείξει ότι η αγορά, κατά μέσο όρο, λαμβάνει την αύξηση σε κάθε συστατικό του ενεργητικού ως ένα καλό σημάδι για την μελλοντική κερδοφορία. Οι μη κανονικές αρνητικές αποδόσεις του συνολικού ενεργητικού αποδίδονται έτσι στην μη κατανόηση της αγοράς για τις επιπτώσεις της αρνητικής αύξησης της καθαρής λειτουργικής θέσης για την μελλοντική κερδοφορία. Τα δύο επιπλέον συστατικά δεν έχουν αρνητικές επιπτώσεις για την μελλοντική κερδοφορία και κατά μέσο όρο εκτιμούνται σωστά από την αγορά. Επομένως, όπως τονίζει, τα δύο επιπλέον συστατικά δεν έχουν προβλεπτική δύναμη για αρνητικές μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις πέρα από την αύξηση της καθαρής λειτουργικής θέσης. Αναφέρουν ότι η ανώτερη προβλεπτική δύναμη της αύξησης της καθαρής λειτουργικής θέσης σε σχέση με την αύξηση του συνολικού ενεργητικού οδηγεί αυτές τις ανωμαλίες να έχουν δύο διαφορετικές δυνάμεις στους ελέγχους τριβής της αγοράς.

Ο Zhang (2006) στην μελέτη του ερευνήσε εάν το αποτέλεσμα της καθαρής λειτουργικής θέσης οδηγείται από τις παρανοήσεις των επενδυτών από τις αποκλίσεις της καθαρής λειτουργικής θέσης από το σύνολο των επιχειρήσεων ή από το συστατικό της καθαρής λειτουργικής θέσης της συγκεκριμένης επιχείρησης. Υποστηρίζει ότι τουλάχιστον μέρος της πληροφορίας που αποδίδεται από την καθαρή λειτουργική θέση είναι κοινό των επιχειρήσεων και ότι οι παρανοήσεις των επενδυτών για τη καθαρή

λειτουργική θέση δεν μπορεί να διαφοροποιηθούν όταν σχηματίζουν τα χαρτοφυλάκια που είναι προσαρμοσμένα στην καθαρή λειτουργική θέση της βιομηχανίας, συνεπώς το κοινό συστατικό της καθαρής λειτουργικής θέσης της βιομηχανίας μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές αποδόσεις.

Τα αποτελέσματα της έρευνά του δείχνουν ότι τα συστατικά της καθαρής λειτουργικής θέσης κατά μήκος των βιομηχανιών αλλά και αυτά της επιχείρησης είναι ισχυροί εκτιμητές για τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Φαίνεται ότι οι παρανοήσεις των επενδυτών για τα δεδουλευμένα οδηγούνται εξολοκλήρου από τα συστατικά των δεδουλευμένων για μια συγκεκριμένη επιχείρηση, που είναι πιθανόν να είναι μια φανέρωση της ιδιοσυγκρασίας των λογιστικών επιλογών της επιχείρησης και του οικονομικού περιβάλλοντος. Αποσυνθέτοντας τη βιομηχανική καθαρή λειτουργική θέση σε βιομηχανικό κεφάλαιο κίνησης και σε βιομηχανικά επενδυτικά συστατικά, έδειξε ότι οι χρονολογικές σειρές τόσο της συγκέντρωσης περιουσίας όσο και της διατήρησης των επενδυτικών πληροφοριών για τη καθαρή λειτουργική θέση, συνεισφέρουν στη διαφορά της πρόβλεψης των αποδόσεων μεταξύ της βιομηχανικής καθαρής λειτουργικής θέσης και των βιομηχανικών δεδουλευμένων. Τα ευρήματα της έρευνά του είναι παρόμοια με αυτά των Hirshleifer, κ.α. (2004) και δείχνουν ότι οι παρανοήσεις των επενδυτών για τον ισολογισμό είναι πιο ισχυρές από τις παρανοήσεις από τις πληροφορίες της δήλωσης εισοδήματος.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ**

### **8.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΗΣ**

Όπως αναφέραμε παραπάνω οι Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) στο άρθρο τους αναφέρουν ότι όταν η λογιστική προστιθέμενη αξία δηλαδή η καθαρή λειτουργική θέση, ξεπερνά την ταμειακή προστιθέμενη αξία δηλαδή την ελεύθερη ταμειακή ροή, τότε είναι δύσκολο για την επιχείρηση να διατηρήσει την ανάπτυξη των κερδών της. Βρίσκουν ότι οι επενδυτές τείνουν να υπερεκτιμούν τις επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή λειτουργική θέση και αντίστροφα να υποεκτιμούν επιχειρήσεις με χαμηλή καθαρή λειτουργική θέση. Επίσης στην εξεταζόμενη περίοδο του δείγματός τους βρήκαν ότι η καθαρή λειτουργική θέση είναι αρνητικός εκτιμητής των μη κανονικών εταιρικών αποδόσεων για τουλάχιστον τρία χρόνια μετά τον υπολογισμό της. Έτσι συμπεραίνουν ότι οι αγοραίες τιμές δεν περιλαμβάνουν όλες τις πληροφορίες που περιέχονται στην καθαρή λειτουργική θέση και αποκαλούν αυτό το φαινόμενο «αποτέλεσμα βιωσιμότητας».

Οι Papanastopoulos, Thomakos και Wang (2011) από την άλλη εστίασαν στην πηγή της ικανότητας της καθαρής λειτουργικής θέσης να προβλέπει τις διαστρωματικές εταιρικές αποδόσεις εξετάζοντας αρκετές παραδοχές όπως την χειραγώγηση των κερδών. Βρήκαν ότι η προβλεπτική δύναμη της καθαρής λειτουργικής θέσης καθοδηγείται από τα συστατικά του ενεργητικού και ότι τα συστατικά των υποχρεώσεων έχουν στατιστικά σημαντική σχέση μόνο με την παρουσία των συστατικών του ενεργητικού. Επίσης βρήκαν ότι η προβλεπτική δύναμη των συστατικών της καθαρής λειτουργικής θέσης διαφέρουν μεταξύ των διάφορων βιομηχανικών κλάδων.

Λαμβάνοντας όλα αυτά υπόψη σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει αν υπάρχει σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής σχέσης και των εταιρικών αποδόσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο. Θα προσπαθήσουμε να βρούμε αν η προβλεπτική ικανότητα της καθαρής λειτουργικής θέσης να προβλέπει αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις ισχύει και στην περίπτωση της Ελλάδας. Έτσι λοιπόν η υπόθεση μας είναι η εξής:

**H<sub>0</sub>: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων.**

Για να ελέγξουμε την παραπάνω υπόθεση και για να δούμε κατά πόσο η μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης έχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση με τις εταιρικές αποδόσεις, θα χρησιμοποιήσουμε την παρακάτω εξίσωση παλινδρόμησης:

$$FRET_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}ACCRUALS_{it} + \gamma_{2t}lnBV/MV_{it} + \gamma_{3t}lnFSIZE_{it} + \gamma_{4t}lnSIZE_{it} + \gamma_{4t}NOA_{it} + \gamma_{5t}RNOA_{it} + \gamma_{6t}ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

Όπου:

**i**= 1, 2, 3....επιχειρήσεις

**t**= 1, 2, 3...., 16 έτη

**FRET**= οι μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις

**ACCRUALS**= τα δεδουλευμένα της επιχείρησης

**LnBM/MV**= ο φυσικός λογάριθμος του αριθμοδείκτη της λογιστικής αξίας της επιχείρησης προς την χρηματιστηριακή της αξία.

**lnFSIZE**= ο φυσικός λογάριθμος της μελλοντικής χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης της επιχείρησης

**lnSIZE**= ο φυσικός λογάριθμος της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης της επιχείρησης

**NOA**= η καθαρή λειτουργική θέση της επιχείρησης

**RNOA**= η αποδοτικότητα των λειτουργικών μερών του ενεργητικού

**ROA**= η αποδοτικότητα του ενεργητικού της επιχείρησης

**ε**= τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης

Από την παραπάνω εξίσωση παλινδρόμησης θα προσπαθήσουμε να δούμε αν όντως υφίσταται η αρνητική σχέση μεταξύ των εταιρικών αποδόσεων και της καθαρής λειτουργικής θέσης της επιχείρησης και αν αυτή η σχέση είναι στατιστικά σημαντική για

την περίπτωση της Ελλάδας και τις επιχειρήσεις όπου είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

## 8.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Τα δεδομένα από τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων αλλά και αυτά της αγοράς, προήρθαν από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial και περιλαμβάνουν όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1993-2008. Από το σύνολο των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν επελέγησαν οι χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Επίσης από το δείγμα αποκλείστηκαν οι ετήσιες παρατηρήσεις των επιχειρήσεων οι οποίες είχαν αρνητικά ίδια κεφάλαια ή αν οι παρατηρήσεις τους για μια συγκεκριμένη χρονιά δεν είχαν τα δεδομένα για να υπολογιστούν οι τιμές των μεταβλητών της καθαρής λειτουργικής θέσης, των δεδουλευμένων, της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης και του αριθμοδείκτη της λογιστικής αξίας της επιχείρησης προς τη χρηματιστηριακή της αξία.

Σε αυτό το σημείο θα αναφέρουμε τον τρόπο υπολογισμό των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην εξίσωση παλινδρόμησης που αναφέραμε παραπάνω. Η μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης (net operating assets) ισούται με την διαφορά μεταξύ των λειτουργικών παγίων (operating assets) και των λειτουργικών υποχρεώσεων (operating liabilities). Τα λειτουργικά πάγια υπολογίζονται ως το κατάλοιπο του συνολικού ενεργητικού αφού αφαιρεθούν τα μετρητά και τα ταμειακά ισοδύναμα (π.χ. τα χρηματοοικονομικά πάγια). Οι λειτουργικές υποχρεώσεις από την άλλη είναι το κατάλοιπο του συνολικού ενεργητικού αφού αφαιρεθούν τα δικαιώματα μειοψηφίας, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, το συνολικό χρέος (π.χ. χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις) και το κοινό μετοχικό κεφάλαιο. Όλα τα παραπάνω παρουσιάζονται ακολούθως ως:

$$OA_t = TA_t - CASH_t \quad (8.1)$$

όπου:

$TA_t$  = συνολικό ενεργητικό (Worldscope data item 02999).

$CASH_t$  = μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα (item 02001).

$$OL_t = TA_t - MINT_t - TD_t - OPS_t \quad (8.2)$$



Όπου:

$MINT_t$  = δικαιώματα μειοψηφίας (item 03426).

$TD_t$  = Συνολικό χρέος (item 03255).

$OPS_t$  = Κοινό και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο (item 03995).

$$NOA_t = OA_t - OL_t \quad (8.3)$$

Τα δεδουλευμένα για κάθε επιχείρηση υπολογίζονται ως η ετήσια αλλαγή της καθαρής λειτουργικής θέσης διαιρούμενα με το συνολικό ενεργητικό της χρονιάς ως εξής:

$$ACCR_t = \frac{\Delta NOA_t}{TA_t} \quad (8.4)$$

Η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (MV, item 08001) των επιχειρήσεων υπολογίζεται έξι μήνες μετά το τέλος του οικονομικού έτους της επιχείρησης και συγκεκριμένα για την περίπτωση της Ελλάδας του Ιούνιο. Επιπλέον η μελλοντική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση που χρησιμοποιούμε για το έτος  $MV_t$  είναι η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση του έτους  $MV_{t+1}$ . Ο αριθμοδείκτης της λογιστικής αξίας της επιχείρησης προς την χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση (BV/MV) ορίζεται ως ο λόγος της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων τέλους χρήσης (item 03501) προς τη χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση. Τέλος η αποδοτικότητα των λειτουργικών μερών του ενεργητικού (RNOA) υπολογίζεται διαιρώντας τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης με την καθαρή λειτουργική θέση της προηγούμενης χρονιάς και η αποδοτικότητα του ενεργητικού (ROA) υπολογίζεται διαιρώντας τα λειτουργικά κέρδη χρήσης με το συνολικό ενεργητικό της προηγούμενης χρονιάς ως εξής:

$$RNOA_t = \frac{OPREARN_t}{NOA_{t-1}} \quad (8.5)$$

Όπου:

$OPREARN_t$  = λειτουργικά κέρδη (item 01250)

$$ROA_t = \frac{OPREARN_t}{TA_t} \quad (8.6)$$

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε ότι για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (SIZE), για την μελλοντική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση

(FSIZE) και για τον αριθμοδείκτη της λογιστικής αξίας της επιχείρησης προς τη χρηματιστηριακή της αξία (BV/MV) χρησιμοποιείται ο φυσικός τους λογάριθμος. Επίσης για όλες τις παραπάνω μεταβλητές δηλαδή τις NOA, ACCR, LNSIZE, LNFSIZE, RNOA και ROA κάνουμε winsorization στη υψηλότερη και χαμηλότερη 1% τιμή της διανομής τους.

Τέλος οι εταιρικές αποδόσεις υπολογίζονται περιλαμβάνοντας τα μερίσματα χρησιμοποιώντας τους δείκτες αποδόσεων που παρέχονται από την Datastream (item RI), η οποία ορίζεται ως η θεωρητική αύξηση της αξίας του μεριδίου κατοχής μιας μονάδας μετοχής στην τιμή κλεισίματος που ισχύει κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Η επεξεργασμένη απόδοση του κεφαλαίου για μια επιχείρηση τον μήνα  $j$  υπολογίζεται ως εξής:

$$r_j = \frac{RI_{j+1}}{RI_j} - 1 \quad (8.7)$$

Επιπλέον με σκοπό να εξαλείψουμε τις ακραίες τιμές για τον υπολογισμό των μηνιαίων αποδόσεων, εφαρμόζονται τα παρακάτω φίλτρα:

- Ακολουθώντας τους Ince and Porter (2006) διαγράφονται όλες οι μηδενικές αποδόσεις από την τελευταία μέχρι την πρώτη παρατήρηση με μη μηδενικές αποδόσεις.
- Ακολουθώντας τους Ince and Porter (2006) θέτω τις τιμές των αποδόσεων δύο συνεχόμενων μηνών σαν να λείπουν αν παρατηρείται αύξηση της απόδοσης 300% το μήνα ή μείωση της απόδοσης κατά 50%.
- Ακολουθώντας τους McLean et al. (2009), κάνω trim στις μηνιαίες αποδόσεις στο 1% του πάνω και του κάτω μέρους της διανομής τους.

Έπειτα, παίρνουμε τις μηνιαίες αποδόσεις των επιχειρήσεων και υπολογίζουμε τις επόμενης χρονιάς τις επεξεργασμένες αποδόσεις των μετοχών (FRET), χρησιμοποιώντας τον δωδεκάμηνο συνδυασμό αγοράς και διακράτησης των αποδόσεων. Η δωδεκάμηνη περίοδο άθροισης των αποδόσεων ξεκινάει έξι μήνες μετά το τέλος του οικονομικού έτους.

Εφαρμόζοντας όλα τα παραπάνω κριτήρια που αναφέραμε για τη συλλογή των παρατηρήσεων και τον σχηματισμό των μεταβλητών, καταλήγουμε σε ένα δείγμα το οποίο αποτελείται από 2628 ετήσιες παρατηρήσεις των επιχειρήσεων χωρίς να λείπουν μεταβλητές από τις οικονομικές καταστάσεις και από το χρηματιστήριο. Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειώσουμε ότι απαιτείται να υπάρχουν τουλάχιστον 30 επιχειρήσεις τον χρόνο κατά τη διάρκεια του δείγματος προκειμένου να εξασφαλιστεί ένας λογικός αριθμός επιχειρήσεων για τις δοκιμές του χαρτοφυλακίου και των παλινδρομήσεων που θα κάνουμε παρακάτω.

### 8.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η συγκεκριμένη εργασία στηρίχθηκε σε δύο μεθοδολογίες ως αναφορά την εξάρτηση των εταιρικών αποδόσεων με την υπό εξέταση μεταβλητή, στην περίπτωση μας την καθαρή λειτουργική θέση, που θα μπορούσε να έχει κάποια επίδραση στη διαμόρφωση της διαστρωματικότητας των εταιρικών αποδόσεων.

Οι μεθοδολογίες που ακολουθούνται είναι οι εξής:

- Η προσέγγιση που αφορά την ανάλυση χαρτοφυλακίου, σύμφωνα με την οποία σχηματοποιούνται πέντε χαρτοφυλάκια, τα οποία είναι βασισμένα στην καθαρή λειτουργική θέση και εξετάζεται η σχέση της με τις άλλες μεταβλητές.
- Η προσέγγιση που αφορά την πραγματοποίηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων σύμφωνα με τους Fama and McBeth (1973), η οποία βασίζεται στις μεμονωμένες επιχειρήσεις και όχι σε χαρτοφυλάκια.

#### *8.2.1 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ*

Η σύγκριση των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων που σχηματίζονται με την ταξινόμηση των μετοχών σύμφωνα με τις μεταβλητές ενδιαφέροντος, είναι μια τυπική προσέγγιση στην εμπειρική έρευνα για τα πριμ απόδοσης (για τις αποδόσεις δηλαδή πέρα από αυτές που δικαιολογούνται από το επίπεδο του συστηματικού κινδύνου beta που έχει μια μετοχή).

Στο κάθε έτος  $t$ , όλες οι υπό μελέτη μετοχές του δείγματος κατηγοριοποιούνται σε πέντε χαρτοφυλάκια, όπου η κατηγοριοποίηση αυτή γίνεται σύμφωνα με την τιμή της

μεταβλητής της καθαρής λειτουργική θέσης κάθε μετοχής. Έτσι λοιπόν στο πρώτο χαρτοφυλάκιο κατηγοριοποιείται το 20% των μετοχών με την χαμηλότερη τιμή της μεταβλητής της καθαρής λειτουργικής θέσης, το ακριβώς μεγαλύτερο 20% των μετοχών στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο και η διαδικασία αυτή συνεχίζεται μέχρι να φτάσουμε στο 20% των μετοχών με την μεγαλύτερη τιμή της υπό εξέταση μεταβλητής, όπου και κατηγοριοποιείται στο πέμπτο και τελευταίο χαρτοφυλάκιο. Έτσι λοιπόν, αφού υπολογιστεί η καθαρή λειτουργική θέση για κάθε μια επιχείρηση ξεχωριστά, ιεραρχούνται έπειτα κατά αύξουσα σειρά με βάση την τιμή της μεταβλητής και τέλος κατηγοριοποιούνται με τον τρόπο που αναφέραμε παραπάνω.

Το κάθε χαρτοφυλάκιο χαρακτηρίζεται από μια μέση τιμή για κάθε μια από τις μεταβλητές και καταγράφεται η μέση απόδοση για κάθε χαρτοφυλάκιο αναφορικά με τον επόμενο χρόνο. Η διαδικασία της κατηγοριοποίησης γίνεται κάθε έτος κατά τη χρονική διάρκεια του δείγματος, με αποτέλεσμα τα χαρτοφυλάκια να επαν-εξισορροπούνται 16 φορές κατά τη διάρκεια της παρούσας μελέτης. Έτσι, μετά και το τελευταίο έτος υπολογίζεται ο μέσος χρονολογικών σειρών για κάθε χαρτοφυλάκιο και αναφέρεται.

### *8.2.3 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ*

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την διερεύνηση των στατιστικών υποθέσεων που αφορούν την μέτρηση των υπερβάλλουσων αποδόσεων, στηρίζεται στο γενικό πλαίσιο ελέγχου που παρουσιάζεται από τους Fama and McBeth (1973). Για κάθε ένα έτος της δειγματοληπτικής περιόδου από το 1993 έως το 2008, εφαρμόζεται μία διαστρωματική παλινδρόμηση των αποδόσεων μιας μεμονωμένης μετοχής πάνω στις υπό εξέταση μεταβλητές και συγκεκριμένα αυτή που αφορά την παρούσα μελέτη την καθαρή λειτουργική θέση της επιχείρησης.

Οι διαταρακτικοί όροι για κάθε μια μεμονωμένη διαστρωματική παλινδρόμηση μπορεί να είναι διαστρωματικά σχετιζόμενοι και επίσης ετεροσκεδαστικοί<sup>17</sup>. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο έλεγχος t-statistics για την εκτιμώμενη με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων μεμονωμένη διαστρωματική παλινδρόμηση, να έχει την τάση να ενισχύει σημαντικά την ακρίβεια της πραγματικής σημαντικότητας των εκτιμώμενων

---

<sup>17</sup> Βλ. Miller and Scholes (1972) που τεκμηρίωσαν ότι ο εκτιμητής των Fama and McBeth ίσως να μην είναι μεροληπτικός κάτω από ορισμένες συνθήκες.

παραμέτρων. Έτσι λοιπόν, οι Fama and McBeth (1973) πραγματοποίησαν διαστρωματικές παλινδρομήσεις των αποδόσεων μιας μετοχής για κάθε μήνα της δειγματικής περιόδου, πάνω στις υπό εξέταση μεταβλητές, δημιουργώντας χρονολογικές σειρές για κάθε μια από τις σειρές των εκτιμήσεων των παραμέτρων.

Υπό την υπόθεση ότι οι συντελεστές που χρησιμοποιούνται σε ετήσιες χρονολογικές σειρές είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους και κατανέμονται ομοιόμορφα, χρησιμοποιούνται οι μέσοι όροι χρονολογικών σειρών, για κάθε μια σειρά εκτιμήσεων των παραμέτρων, με απώτερο στόχο να αντιπροσωπεύουν όσο το δυνατόν καλύτερα τους πραγματικούς συντελεστές των μεταβλητών. Για την αξιολόγηση της στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων συντελεστών χρησιμοποιείται η τεχνική ελέγχου της t-statistics. Η αξία της στατιστικής t ορίζεται ως ο μέσος συντελεστής διαιρούμενος με το τυπικό του σφάλμα, διαιρεμένου με την σειρά του με τον αριθμό των ετήσιων παρατηρήσεων.

Η διαστρωματική ανάλυση που περιγράψαμε παραπάνω πραγματοποιείται με την χρήση του οικονομετρικού πακέτου EVIEWS και περιληπτικά τα βήματα που γίνονται είναι τα εξής:

1. Σε κάθε έτος της περιόδου του δείγματος πραγματοποιείται διαστρωματική παλινδρόμηση των αποδόσεων των μετοχών με το συντελεστή της καθαρής λειτουργικής θέσης αλλά και των άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών.
2. Για κάθε μια διαστρωματική παλινδρόμηση που πραγματοποιείται σημειώνονται οι τιμές των συντελεστών των μεταβλητών καθώς και του σταθερού όρου.
3. Από την χρονοσειρά που προκύπτει για κάθε ένα από τους συντελεστές των μεταβλητών και του σταθερού όρου, υπολογίζουμε τον μέσο όρο.
4. Ο μέσος όρος κάθε χρονοσειράς χρησιμοποιείται ως ο σχετικός συντελεστής της μεταβλητής.
5. Η στατιστική σημαντικότητα της εκτίμησης γίνεται με τη t-statistic. Η τιμή της t-statistic υπολογίζεται διαιρώντας τον συντελεστή της μεταβλητής με το τυπικό της σφάλμα. Το τυπικό σφάλμα υπολογίζεται από τη διαίρεση της τυπικής απόκλισης της χρονοσειράς με την τετραγωνική ρίζα του πλήθους των παρατηρήσεων που έχουμε (16 έτη.)

#### 8.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην προηγούμενη ενότητα παρουσιάσαμε τις δύο μεθόδους που θα χρησιμοποιήσουμε για την εμπειρική μας έρευνα, τη μέθοδο της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων και τη μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων. Η πρώτη μέθοδο σκοπό έχει μια πρώτη εικόνα για το αν τα επαναεξισσοροπημένα χαρτοφυλάκια που σχηματίζονται με βάση τη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης φαίνεται να εμφανίζουν κάποια ιδιαιτερότητα στις μέσες αποδόσεις τους. Η δεύτερη μέθοδος, αυτή των διαστρωματικών παλινδρομήσεων αποσκοπεί στο να μας προσδιορίσει αν η υπό εξέταση μεταβλητή, η καθαρή λειτουργική θέση είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή εάν εξηγεί στατιστικά σημαντικό μέρος των διαστρωματικών αποδόσεων των μετοχών.

##### *8.4.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ*

Στο σημείο αυτό θα παρουσιάσουμε και θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα που βρήκαμε σύμφωνα με την προσέγγιση της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 8.1. Οι μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις που φαίνονται στον Πίνακα 8.1 είναι ο μέσος όρος της χρονολογικής σειράς των δεκαέξι ετών των πέντε ισοσταθμισμένων χαρτοφυλακίων που σχηματίσαμε με βάση τη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης για την περίοδο 1993-2008. Όπως αναφέραμε και παραπάνω τα χαρτοφυλάκια που σχηματίσαμε με βάση τη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης διαφέρουν από έτος σε έτος, αφού κάθε χρόνο τα επανασχηματίζουμε με βάση τη τιμή που παίρνει η μεταβλητή μας. Επιπλέον οι τιμές των μεταβλητών ACCRUALS,  $\ln BM/MV$ ,  $\ln FSIZE$ ,  $\ln SIZE$ , NOA, RNOA και ROA είναι ο μέσος όρος της χρονολογικής σειράς που αποτελείτε από τις μέσες τιμές των μεταβλητών αυτών για κάθε χαρτοφυλάκιο ξεχωριστά. Τέλος να αναφέρουμε ότι εκτός από τις μέσες τιμές στον Πίνακα 8.1 παρουσιάζονται η τυπική απόκλιση και ο διάμεσος για κάθε μεταβλητή όπου είναι μέσος όρος της χρονολογικής σειράς για κάθε χαρτοφυλάκιο ξεχωριστά. Έτσι έχουμε τον μέσο όρο των χρονολογικών σειρών των μεταβλητών όπου στην πρώτη γραμμή είναι για τον μέσο όρο, στη δεύτερη γραμμή για την τυπική απόκλιση και τέλος στην τρίτη γραμμή για τον διάμεσο.

**Πίνακας 8.1**

Χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων που σχηματίζονται με βάση την μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης κατά την περίοδο 1993-2008

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 1	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 2	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 3	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 4	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 5
<i>FRET</i>	0,1957	0,2041	0,1544	0,1546	0,1274
	0,5325	0,5460	0,4557	0,5276	0,4815
	0,0906	0,1224	0,1032	0,0763	0,0653
<i>ACCRUALS</i>	-0,0329	0,0340	0,0900	0,1518	0,4533
	0,1720	0,1150	0,1078	0,1234	0,3291
	-0,0079	0,0339	0,0798	0,1298	0,3719
<i>lnBM/MV</i>	-0,9173	-0,7203	-0,5433	-0,4420	-0,5145
	0,7874	0,8426	0,7486	0,7614	0,8673
	-0,8763	-0,5853	-0,4908	-0,3690	-0,4540
<i>lnFSIZE</i>	-0,2476	-0,3307	-0,2884	-0,4182	-0,2272
	1,2600	1,4378	1,5331	1,3368	1,3651
	-0,3430	-0,3303	-0,5409	-0,5341	-0,3121
<i>lnSIZE</i>	11,2752	11,1831	11,2330	11,1052	11,3044
	1,9826	1,4373	1,5355	1,3361	1,3655
	11,1721	10,4725	10,9779	10,9897	11,2452
<i>NOA</i>	0,4143	0,6371	0,7594	0,8784	1,1686
	0,1708	0,0477	0,0403	0,0602	0,2756
	0,4486	0,5965	0,7609	0,8761	1,0717
<i>RNOA</i>	0,2423	0,1247	0,1182	0,1120	0,1412
	0,4093	0,1591	0,1515	0,1472	0,2115
	0,1399	0,1140	0,0867	0,0851	0,0994
<i>ROA</i>	0,0776	0,0668	0,0694	0,0684	0,0835
	0,1041	0,0837	0,0772	0,0740	0,0974
	0,0643	0,0646	0,0588	0,0633	0,0701

Παρατηρώντας τον Πίνακα 8.1 ως αναφορά τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις βλέπουμε ότι οι μικρότερες μέσες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο 5 και συγκεκριμένα 12,74%, όπου κατατάσσονται οι επιχειρήσεις με την μεγαλύτερη καθαρή λειτουργική θέση. Μπορούμε να διακρίνουμε ότι οι μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις μετά από το χαρτοφυλάκιο 2 μειώνονται σημαντικά, επιβεβαιώνοντας την αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Ωστόσο θα περιμέναμε να συναντήσουμε την μεγαλύτερη απόδοση στο χαρτοφυλάκιο 1 όπου οι αποδόσεις είναι 19,57%, και είναι αυτό με τις επιχειρήσεις με τη μικρότερη τιμή της καθαρής λειτουργική θέση, εντούτοις

παρατηρούμε ότι οι μεγαλύτερες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις συναντάται στο χαρτοφυλάκιο 2 με μέσες αποδόσεις 20,41%. Επιπλέον θα περιμέναμε οι εταιρικές αποδόσεις να βαίνουν μειούμενες από το χαρτοφυλάκιο με τις μικρότερες τιμές της καθαρής λειτουργικής θέσης προς αυτό με τις μεγαλύτερες, ωστόσο παρατηρούμε ότι μετά το δεύτερο αν και οι εταιρικές αποδόσεις μειώνονται στο χαρτοφυλάκιο 4 (15,46%) είναι λίγο μεγαλύτερες από το χαρτοφυλάκιο 3 (15,44%). Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων συναντάται και στην περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου, αν και θα περιμέναμε να βρούμε τις μεγαλύτερες αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο 1 και στα υπόλοιπα να βαίνουν μειούμενες. Μπορούμε να διακρίνουμε και τις διακυμάνσεις των μελλοντικών μέσων εταιρικών αποδόσεων στα πέντε χαρτοφυλάκια από το παρακάτω διάγραμμα 8.1.

**Διάγραμμα 8.1**

Μέσες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις στα πέντε χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί με βάση την καθαρή λειτουργική θέση.



Παρατηρώντας και τις άλλες μεταβλητές, βλέπουμε ότι υπάρχει μια αύξηση των δεδουλευμένων καθώς προχωράμε από το χαρτοφυλάκιο 1 προς το χαρτοφυλάκιο 5. Βλέπουμε ότι η χαμηλότερη τιμή εμφανίζεται στο χαρτοφυλάκιο 1 με -3,2% και η μεγαλύτερη στο χαρτοφυλάκιο 5 με 45%. Παρατηρούμε μια τεράστια διαφορά ανάμεσα στα δυο αυτά ακραία χαρτοφυλάκια όπου μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι επιχειρήσεις στο χαρτοφυλάκιο 1 έχουν κατά τη διάρκεια του δείγματος μια φτωχή



ανάπτυξη κερδών, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο άλλο άκρο πρέπει να είχαν μια σημαντική ανάπτυξη κερδών. Παρατηρώντας την αποδοτικότητα των λειτουργικών μερών του ενεργητικού παρατηρούμε ότι η μεγαλύτερη απόδοση βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο 1 με απόδοση 24,23% ενώ στα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια οι αποδόσεις είναι σαφώς μικρότερες, με την μικρότερη να συναντάται στο χαρτοφυλάκιο 4 με 11,2% και κυμαίνονται στα ίδια περίπου επίπεδα. Αυτό είναι κάτι που περιμέναμε αφού οι επιχειρήσεις με μικρή καθαρή λειτουργική θέση είναι φυσικό να έχουν υψηλή απόδοση των λειτουργικών μερών του ενεργητικού. Αντίθετα παρατηρούμε ότι η αποδοτικότητα του ενεργητικού των επιχειρήσεων δε διαφέρει σημαντικά κατά μήκος των χαρτοφυλακίων, με την μεγαλύτερη απόδοση να είναι στο χαρτοφυλάκιο 5 με απόδοση 8,35% και την μικρότερη στο χαρτοφυλάκιο 2 με 6,68%. Αυτό που πρέπει να σημειώσουμε είναι ότι τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια έχουν και τις μεγαλύτερες αποδόσεις του ενεργητικού.

Περνώντας στα χρηματιστηριακά χαρακτηριστικά παρατηρούμε ότι τον μικρότερο αριθμοδείκτη BM/MV τον έχει το χαρτοφυλάκιο 1 ενώ στα επόμενα χαρτοφυλάκια ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης αυξάνεται με τον μεγαλύτερο να υπάρχει στο χαρτοφυλάκιο 4. Όσο αναφορά τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων δεν διαφέρει κατά μήκος των χαρτοφυλακίων σημαντικά καθώς παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις έχουν σχεδόν την ίδια. Αν κοιτάξουμε όμως την μελλοντική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση παρατηρούμε ότι οι μεγαλύτερες τιμές συναντώνται στα δύο ακραία χαρτοφυλάκια.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε ότι κατά τη χρονική διάρκεια 1999-2000, ο γενικός δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου παρουσίασε υψηλές αποδόσεις οι οποίες προήλθαν από τις σημαντικές υπεραποδόσεις από τις μετοχές που υπήρχαν σε αυτό. Η συγκεκριμένη περίοδος υπάρχει και στο δείγμα μας και είναι πού πιθανό να έχει επηρεάσει τα αποτελέσματά μας. Για το λόγο αυτό θα επαναλάβουμε την ανάλυση των χαρτοφυλακίων όσο αναφορά τις εταιρικές αποδόσεις αγνοώντας τις αποδόσεις του έτους 1999 με τα αποτελέσματα να παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα 8.2.

### Πίνακας 8.2

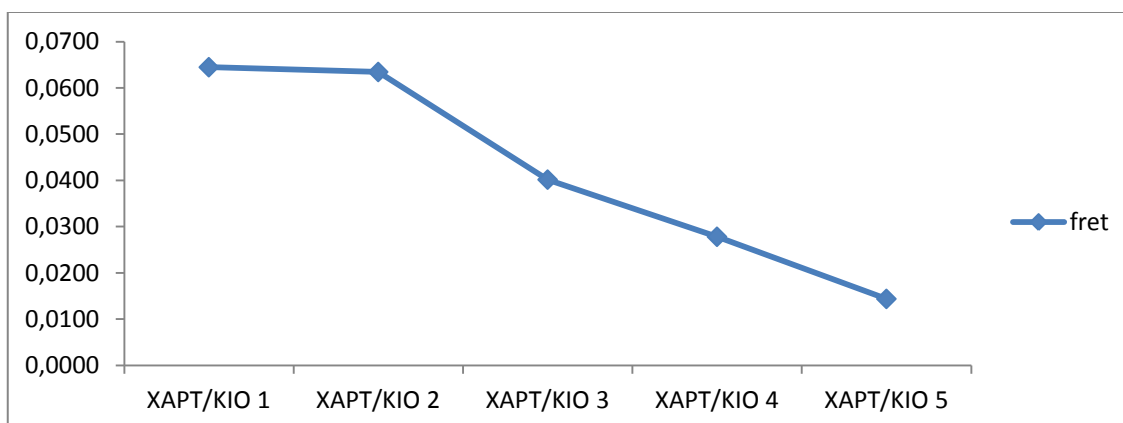
Αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που σχηματίζονται με βάση την μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης κατά την περίοδο 1993-1998 και 2000-2008

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 1	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 2	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 3	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 4	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ 5
FRET	0,0645	0,0634	0,0402	0,0278	0,0144
	0,5325	0,5460	0,4557	0,5276	0,4815
	0,0906	0,1224	0,1032	0,0763	0,0653

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται ο μέσος όρος της χρονολογικής σειρά των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων για τις περιόδους 1993-1998 και 2000-2008. Αυτό που παρατηρούμε, αφού έχουμε αφαιρέσει τις αποδόσεις του έτους 1999, είναι ότι η μεγαλύτερη μελλοντική εταιρική απόδοση βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο 1 με 6,45% και καθώς προχωράμε κατά μήκος των χαρτοφυλακίων βλέπουμε ότι οι εταιρικές αποδόσεις μειώνονται μέχρι να φτάσουμε στο χαρτοφυλάκιο 5 όπου συναντάμε την μικρότερη εταιρική απόδοση με μόλις 1,44%. Τελικά αυτό που συμπεράνουμε από αυτόν τον πίνακα είναι η ότι αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων φαίνεται να υφίσταται ξεκάθαρα και για την περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου αφού αφαιρέσαμε το έτος 1999, που φάνηκε να επηρεάζει τα αποτελέσματά μας. Στο παρακάτω Διάγραμμα 8.2 βλέπουμε καλύτερα την διακύμανση των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων κατά μήκος των χαρτοφυλακίων, μετά την αφαίρεση του 1999.

### Διάγραμμα 8.1

Μέσες μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις στα πέντε χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί με βάση την καθαρή λειτουργική θέση εκτός του 1999



Τελειώνοντας την προσέγγιση της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων, στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι συσχετίσεις κατά Pearson των μεταβλητών.

**Πίνακα 8.3**

Πίνακας συσχετίσεων κατά Pearson

	FRET	NOA	ACCRUALS	LNBV/MV	LNFSIZE	LNSIZE	RNOA	ROA
FRET	1,0000							
NOA	-0,1087	1,0000						
ACCRUALS	-0,1081	0,8144	1,0000					
LNBV/MV	-0,1534	0,1040	-0,0514	1,0000				
LNFSIZE	-0,1391	0,0544	0,1545	-0,3085	1,0000			
LNSIZE	-0,1355	0,0597	0,1593	-0,3163	0,9956	1,0000		
RNOA	0,0291	-0,1117	0,1549	-0,3131	0,2900	0,2895	1,0000	
ROA	0,0571	0,0480	0,2159	-0,4022	0,3643	0,3656	0,7542	1,0000

Από τον παραπάνω πίνακα συσχετίσεων κατά Pearson βλέπουμε ότι η μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις συσχετίζονται αρνητικά κατά 0,1087 με τη καθαρή λειτουργική θέση κάτι που επιβεβαιώνει την υπόθεσή μας. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις συσχετίζονται αρνητικά με όλες τις μεταβλητές μας εκτός από αυτές της αποδοτικότητας των λειτουργικών μερών του ενεργητικού και της αποδοτικότητας του ενεργητικού. Επίσης ένα άλλο σημαντικό εύρημα είναι ότι η καθαρή λειτουργική θέση συνδέεται θετικά με τα δεδουλευμένα της επιχείρησης κατά 0,8144 γεγονός που επαληθεύεται και από την έρευνα των Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004). Επίσης η καθαρή λειτουργική θέση συσχετίζεται θετικά με τον δείκτη BV/MV κατά 0,1040 και επίσης θετικά με τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (SIZE) κατά 0,0597 αλλά και την μελλοντική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (FSIZE) κατά 0,544. Τέλος παρατηρούμε ότι η καθαρή λειτουργική θέση συσχετίζεται αρνητικά με την αποδοτικότητα των λειτουργικών μερών του ενεργητικού (RNOA) κατά 0,1117 αλλά θετικά με την αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού (ROA) κατά 0,048.

Βέβαια πρέπει να επισημάνουμε ότι πρέπει να εξεταστούν κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντικές όλες οι παραπάνω σχέσεις που αναφέραμε. Αν κάνουμε δεκτό ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών θα ήταν καλύτερο να εφαρμόσουμε την πολυμεταβλητή ανάλυση ώστε να δούμε πως επηρεάζει η κάθε μεταβλητή τις μέσες αποδόσεις των μετοχών αφού πρώτα θα έχουμε αφαιρέσει την επίδραση των άλλων μεταβλητών. Εδώ πρέπει να αναφέρουμε και τους Lo και MacKinley (1990) οπού απέδειξαν ότι η προσέγγιση που αφορά την ανάλυση των χαρτοφυλακίων θα μπορούσε να δώσει λανθασμένες στατιστικές ελέγχου και μεροληπτικές εκτιμήσεις των παραμέτρων και έτσι θα βγάλαμε λανθασμένα συμπεράσματα. Επομένως, η χρησιμοποίηση δεδομένων για μεμονωμένες μετοχές που ακολουθεί στην επόμενη

υποενοότητα κρίνεται πιο αξιόπιστη διαδικασία για την ακριβή διεξαγωγή συμπερασμάτων.

#### 8.4.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Σε αυτό το σημείο θα γίνει η παρουσίαση και η ανάλυση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την προσέγγιση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων των Fama and MacBeth (1973). Η ανάλυση αποτελείται από δύο μέρη, καθώς στο πρώτο μέρος της ανάλυσης θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα για όλη την δειγματική περίοδο, ενώ στο δεύτερο μέρος όπως και στην προηγούμενη μεθοδολογία, θα παραλείψουμε την έτος 1999 από την δειγματική περίοδο και θα χωρίσουμε το δείγμα σε δυο υποπεριόδους, από το 1993-1998 και 2000-2008, θα παρουσιάσουμε και θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα από αυτές τις υποπεριόδους. Ο έλεγχος όπως αναφέραμε και στη ανάλυση της μεθοδολογίας, θα γίνει με την t-statistics. Επειδή η παλινδρόμηση με τον μικρότερο αριθμό μετοχών αποτελείται από τριάντα επιχειρήσεις, θα θεωρήσουμε ότι μια μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική στην περίπτωση όπου η τιμή της t-statistics του συντελεστή της είναι μεγαλύτερη από 2,042, αφού σε αυτή την περίπτωση και με δεδομένο ότι το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητάς μας είναι 5% απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ότι ο συντελεστής της υπό εξέτασης μεταβλητής είναι ίσος με το μηδέν.

Στον παρακάτω πίνακα 8.4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνάς μας για την περίοδο 1993-2008. Στην πρώτη γραμμή του πίνακα παρουσιάζονται μέσες τιμές των συντελεστών των μεταβλητών, ενώ στην δεύτερη γραμμή παρουσιάζονται οι τιμές τις t-statistics του κάθε συντελεστή.

**Πίνακας 8.4**

Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την περίοδο 1993-2008

ACCRUALS	lnBV/MV	lnFSIZE	lnSIZE	NOA	RNOA	ROA	C	R2
0,0045	-0,1069	0,0604	-0,1220	0,0689	0,2118	-0,2807	-0,3145	0,1722
0,0451	-2,8625	0,4636	-0,8639	0,7775	1,1007	-0,5945	-0,3630	

Από τον παραπάνω πίνακα 8.4 παρατηρούμε ότι η μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης (NOA) έχει θετικό συντελεστή (0,0689), που δείχνει ότι συσχετίζεται θετικά με τις μελλοντικές εταιρικές. Επίσης παρατηρούμε ότι η t-statistics του συντελεστή της καθαρής λειτουργικής θέσης έχει τιμή (0,7775) η οποία είναι μικρότερη από την τιμή 2,042, άρα ο συντελεστής της μεταβλητής δεν είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτό που μπορούμε να συμπεράνουμε από την ανάλυση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων είναι ότι η υπόθεσή μας δεν γίνεται δεκτή και έτσι μπορούμε να πούμε ότι η καθαρή λειτουργική θέση δεν έχει κάποιο επεξηγηματικό ρόλο όσο αναφορά τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Έτσι καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι για τη περίοδο 1993-2008 δεν υφίσταται για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Εάν παρατηρήσουμε και τις άλλες μεταβλητές βλέπουμε ότι μόνο ο συντελεστής της μεταβλητής  $\ln BV/MV$  είναι στατιστικά σημαντικός (t- statistics= -2,8625) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, ενώ όλες οι άλλες μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί και δεν έχουν κάποιο επεξηγηματικό ρόλο πάνω στις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις.

Αφού εξετάσαμε τι συμβαίνει για όλη την δειγματική περίοδο, σε αυτό το σημείο θα δούμε τι συμβαίνει για τις δύο υποπεριόδους και θα ξεκινήσουμε με την υποπερίοδο 1993-1998. Στον πίνακα 8.5 παρουσιάζονται οι μέσες τιμές των συντελεστών των μεταβλητών στην πρώτη γραμμή και στην δεύτερη γραμμή παρουσιάζονται οι τιμές της t-statistics για κάθε ένα συντελεστή.

**Πίνακας 8.5**

Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την υποπερίοδο 1993-1998

ACCRUALS	$\ln BM/MV$	$\ln FSIZE$	$\ln SIZE$	NOA	RNOA	ROA	C	R2
0,4622	-0,0839	-0,1805	0,0249	-0,2713	0,4564	-1,2536	0,2455	0,2491
2,5489	-0,8086	-3,3666	0,1957	-4,8716	0,8372	-0,8696	0,1258	

Παρατηρώντας τον πίνακα 8.5 και συγκεκριμένα τον συντελεστή της καθαρής λειτουργικής θέσης, βλέπουμε ότι είναι αρνητικός (-0,2713) που σημαίνει ότι υπάρχει

αρνητική σχέση ανάμεσα στις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις και την καθαρή λειτουργική θέση. Επίσης βλέπουμε ότι η τιμή της t-statistics του συντελεστή είναι (4,8716) κάτι που σημαίνει ότι ο συντελεστής της μεταβλητής της καθαρής λειτουργικής θέσης είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Επομένως η υπόθεσή μας γίνεται δεκτή και άρα μπορούμε να πούμε ότι για την υποπερίοδο 1993-1998 η μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης προβλέπει αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις. Αν κοιτάξουμε και τις άλλες μεταβλητές παρατηρούμε ότι οι συντελεστές των μεταβλητών ACCRUALS (0,4622, t-statistics 2,5489) και lnFSIZE(-0,1805, t-statistics 3,366) είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%, ενώ όλες οι άλλες μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένης και της μεταβλητής lnBV/MV, δεν είναι στατιστικά σημαντικές σε αυτό το επίπεδο.

Στον παρακάτω πίνακα 8.6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για την δεύτερη υποπερίοδο 2000-2008.

**Πίνακας 8.6**

Μέσοι συντελεστές των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των μετοχών για την υποπερίοδο 2000-2008

ACCRUALS	lnBM/MV	lnFSIZE	lnSIZE	NOA	RNOA	ROA	C	R2
-0,1272	-0,1042	-0,0707	0,0550	0,0850	-0,0802	0,2952	-0,6824	0,1178
-1,5895	-5,8449	-0,6829	0,5269	1,0195	-0,9157	0,8184	-0,5707	

Βλέποντας τον πίνακα 8.6, παρατηρούμε ότι ο συντελεστής της καθαρής λειτουργικής θέσης είναι θετικός (0,085) που σημαίνει ότι για την υποπερίοδο 2000-2008 υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της μεταβλητής της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Επίσης η τιμή της t-statistics του συντελεστή της μεταβλητής είναι (1,0195) που σημαίνει ότι ο συντελεστής της μεταβλητής δεν είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5%. Όπως, λοιπόν συμβαίνει και για ολόκληρη την δειγματική περίοδο, για την υποπερίοδο 2000-2008 δεν γίνεται δεκτή η υπόθεση μας και η καθαρή λειτουργική θέση δεν προβλέπει αρνητικά τις εταιρικές αποδόσεις. Επίσης για αυτή της υποπερίοδο, όπως συμβαίνει και για ολόκληρη την δειγματική

περίοδο, η μοναδικός συντελεστής που είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5% είναι αυτός της μεταβλητής  $\ln BV/MV$  (-0,1042, t-statistics 5,8449), ενώ όλες οι άλλοι συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί σε αυτό το επίπεδο.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία έγινε μια προσπάθεια να διερευνηθεί τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο, η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης, όπως αυτή πηγάζει μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και των εταιρικών αποδόσεων. Η εργασία επικεντρώθηκε στην περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου. Όπως αποδεικνύεται μέσα από την εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήθηκε η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων φαίνεται να υπάρχει μόνο για την υποπερίοδο 1993-1998, ενώ για όλη την δειγματική περίοδο από το 1993-2008 φαίνεται ότι δεν υφίσταται.

Η παρούσα διπλωματική εργασία χωρίστηκε σε τρία μέρη, με το ένα μέρος από αυτό να είναι η θεωρητική παρουσίαση του θέματος, το δεύτερο μέρος να αποτελεί την βιβλιογραφική παρουσίαση και το τελευταίο μέρος να περιλαμβάνει το εμπειρικό κομμάτι. Στο θεωρητικό κομμάτι προσπαθήσαμε να προσεγγίσουμε το θέμα από την θεωρητική σκοπιά του, παρουσιάζοντας τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, αναλύοντας θεωρητικά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων, τους επενδυτές καθώς και τον τρόπο με τον οποίο συνδέονται οι επενδυτές, οι επιχειρήσεις, αξιόγραφα και οι κεφαλαιαγορές. Βασικός σκοπός όμως της παρούσας εργασίας ήταν να επικεντρωθεί στην παρουσίαση και ανάλυση της καθαρής λειτουργικής θέσης σε θεωρητικό επίπεδο αναλύοντας τον τρόπο που μπορούμε να εξάγουμε την μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Αυτό δείξαμε ότι γίνεται με το να αναδιατυπώνουμε τις οικονομικές καταστάσεις με τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε αυτές να δείχνουν τις λειτουργικές και τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων. Επίσης έγινε και μια συνοπτική παρουσίαση της θεμελιώδους ανάλυσης, παρουσιάζοντας τον τρόπο που αυτή λειτουργεί καθώς και τους βασικούς αριθμοδείκτες που αυτή χρησιμοποιεί. Στο δεύτερο μέρος της εργασίας όπου υπάρχει η βιβλιογραφική ανασκόπηση, παρουσιάστηκαν αρκετές εμπειρικές μελέτες που κύριο αντικείμενό τους είχαν την συμπεριφορά των εταιρικών αποδόσεων. Αναφέρθηκαν άρθρα που μελέτησαν πως η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων αλλά και η θεμελιώδης ανάλυση επηρεάζει τις εταιρικές αποδόσεις. Επίσης έγινε η παρουσίαση άρθρων που μελετούσαν τη σχέση των εταιρικών αποδόσεων με τα δεδουλευμένα, τις ταμειακές ροές, τα κέρδη των



επιχειρήσεων και τέλος με τους επενδυτές. Ακόμα αναφέρθηκαν άρθρα τα οποία εξετάζανε διάφορες λογιστικές «ανωμαλίες», τα οποία χωρίστηκαν σε δύο κατηγορίες, αυτά που ασχολούνται με τις λογιστικές «ανωμαλίες» και τη θεμελιώδη ανάλυση και σε αυτά που ασχολούνται με τα λογιστικά μεγέθη. Τέλος γίνεται αναφορά στα δύο βασικά άρθρα όπου και στηρίχθηκε η διπλωματική εργασία, αυτό των Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004) όπου ανακάλυψαν ότι η καθαρή λειτουργική θέση είναι αρνητικός εκτιμητής των μη κανονικών εταιρικών αποδόσεων για τουλάχιστον τρία χρόνια μετά από τον υπολογισμό της και των Papanastasopoulos, Thomakos και Wang (2011) όπου εστιάζουν την προσοχή τους στην πηγή της ικανότητας καθαρής λειτουργικής θέσης να προβλέπει τις διαστρωματικές εταιρικές αποδόσεις βρίσκοντας ότι τα στοιχεία του ενεργητικού είναι αυτά που συμβάλουν στην προβλεπτική δύναμη της καθαρής λειτουργικής θέσης.

Στο τελευταίο κομμάτι της εργασίας έχουμε την εμπειρική μελέτη. Αναφέρεται η υπόθεση την οποία κάνουμε, το ερευνητικό μοντέλο καθώς και ο τρόπος υπολογισμού των μεταβλητών. Η εμπειρική μελέτη στην παρούσα διπλωματική εργασία στηρίχθηκε σε δύο μεθοδολογίες αναφορικά με την εξάρτηση των διαστρωματικών αποδόσεων από την υπό εξέταση μεταβλητή, την καθαρή λειτουργική θέση. Οι μεθοδολογίες ήταν οι εξής:

- Η μεθοδολογία που αφορά την ανάλυση των χαρτοφυλακίων, σύμφωνα με την οποία σχηματοποιούνται πέντε χαρτοφυλάκια βασισμένα στη μεταβλητή της καθαρής λειτουργικής θέσης και ερευνάται η σχέση της με τις άλλες μεταβλητές.
- Η μεθοδολογία που αφορά την πραγματοποίηση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, η οποία βασίζεται σε μεμονωμένες επιχειρήσεις και όχι σε σχηματισμένα χαρτοφυλάκια.

Τα αποτελέσματα τις εμπειρικής έρευνας που έγιναν με την μεθοδολογία της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων έδειξαν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων. Αρχικά για ολόκληρη την δειγματική περίοδο από το 1993-2008 βρήκαμε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της μεταβλητής μας και των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων, καθώς παρατηρήσαμε ότι

οι μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις είναι μικρότερες στα χαρτοφυλάκια με τις μεγαλύτερες τιμές της καθαρής λειτουργικής θέσης (χαρτοφυλάκιο 5) από αυτές στο χαρτοφυλάκιο με τις μικρότερες τιμές της μεταβλητής μας (χαρτοφυλάκιο 1). Ωστόσο θα περιμέναμε να βρούμε τις μεγαλύτερες εταιρικές αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο 1 όπου έχουμε τις μικρότερες τιμές της καθαρής λειτουργικής θέσης, εντούτοις είδαμε ότι αυτές βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο 2. Επιπλέον κάναμε την ανάλυση των χαρτοφυλακίων αφαιρώντας το έτος 1999 όπου ο γενικός δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου παρουσίασε υψηλές αποδόσεις οι οποίες προήλθαν από τις σημαντικές υπεραποδόσεις από τις μετοχές που υπήρχαν σε αυτό. Σε αυτή την δεύτερη ανάλυση εντοπίζουμε ξανά την αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων και επιπλέον παρατηρήσαμε ότι αυτή την φορά η μεγαλύτερη απόδοση καταγράφηκε στο χαρτοφυλάκιο 1 και η μικρότερη στο χαρτοφυλάκιο 5 όπως ακριβώς περιμέναμε να ήταν. Τέλος να αναφέρουμε ότι η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων φαίνεται και από τον πίνακα συσχετίσεων του Pearson που παρουσιάζεται στο τέλος της ανάλυσης.

Με την δεύτερη μεθοδολογία των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, θέλαμε να ελέγξουμε κατά πόσο αυτή η αρνητική σχέση είναι στατιστικά σημαντική. Βρήκαμε ότι για τη δειγματική περίοδο 1993-2008 δεν υπάρχει αυτή η αρνητική σχέση καθώς πρώτον ο συντελεστής της μεταβλητής μας είναι θετικός (0,0689) και δεύτερον δεν είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (t-statistics 0,7775). Επιπλέον χωρίσαμε τη δειγματική περίοδο σε δύο υποπεριόδους, αφαιρώντας και σε αυτή την περίπτωση το έτος 1999, και τις οποίες χωρίσαμε σε 1993-1998 και 2000-2008. Πραγματοποιώντας τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις στην πρώτη υποπερίοδο 1993-1998 βρήκαμε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των μελλοντικών εταιρικών αποδόσεων καθώς ο συντελεστής της μεταβλητής είναι (-0,2713) και επίσης είναι στατιστικά σημαντικός (t-statistics 4,8716) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Για την δεύτερη υποπερίοδο 2000-2008 βρήκαμε ότι δεν υπάρχει η αρνητική σχέση καθώς ο συντελεστής της μεταβλητής της καθαρής λειτουργικής θέσης είναι θετικός (0,085) και επίσης δεν είναι στατιστικά σημαντικός (t-statistics 1,0195) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Με βάση τα παραπάνω, μπορούμε να καταλήξουμε στο τελικό μας συμπέρασμα με βάση την πραγματοποιηθέντα εμπειρική έρευνα και με βάση τα αποτελέσματα που καταλήξαμε για την περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου και για όλη τη δειγματική περίοδο 1993-2008. Η ικανότητα, λοιπόν της καθαρής λειτουργικής θέσης να είναι αρνητικός εκτιμητής των εταιρικών αποδόσεων υπάρχει μόνο για την υποπερίοδο 1993-1998 και όχι για ολόκληρη τη δειγματική περίοδο. Τελειώνοντας, θα μπορούσαμε να κάνουμε κάποιες προτάσεις για μελλοντική έρευνα. Θα μπορούσε μια έρευνα να γίνει, εξετάζοντας για την υποπερίοδο 1993-1998 που βρήκαμε ότι υπάρχει η αρνητική σχέση μεταξύ της καθαρής λειτουργικής θέσης και των εταιρικών αποδόσεων, ποια είναι η πηγή της ικανότητας της καθαρής λειτουργικής θέσης που προβλέπει αρνητικά την διαστρωματικότητα των εταιρικών αποδόσεων. Επίσης θα μπορούσε να μελετηθεί αν υπάρχει αυτή η αρνητική σχέση στα τελευταία χρόνια όπου η ελληνική οικονομία περνάει μια τρομακτική ύφεση και συγκεκριμένα για την περίοδο 2008-2012 στο ελληνικό χρηματιστήριο. Τέλος θα μπορούσε να μελετηθεί και να βρεθεί αν υπάρχει η αρνητική σχέση στα χρηματιστήρια των κρατών μελών της ευρωζώνης καθώς και να γίνει μία σύγκριση.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Abarbanell, J., and Bushee, B. 1997. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 35, pp.1–24.
- Abarbanell, J., and Bushee, B. 1998. Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. *Accounting Review*, 73, pp.19–45.
- Ball, R., and Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*. Autumn, pp.159-178.
- Bandyopadhyaya, S.P., Brown, L.D., and Richardson, G.D., 1995. Analysts' use of earnings forecast in predicting stock returns: Forecast horizon effects. *International Journal of Forecasting*, 11, pp. 429-445.
- Cao, S. 2011. The total asset growth anomaly: Is it incremental to the net operating asset growth anomaly. University of Illinois Working Paper.
- Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. 2006. Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79, pp.1041–1082.
- Chen, S., and Defond, M.L., Park, C.W., 2002. Voluntary Disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.229-251.
- Chung, S., L., Hung, C., H., and Yeh, C., Y., 2012. When does investor sentiment predict stock returns. *Journal of Empirical Finance*, 19, pp.217-240.
- 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, pp.3-42.
- Ettredge, M., Toolson, R., Hall, S. and Na, C. 1996. Behavior of Earnings, Stock Returns Accruals, and Analysts' Forecast Following Negative Annual Earnings. *Review of Financial Economics*, 6, pp.147-162.
- Fama, E., & MacBeth, J. 1973. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81, pp.607–636.
- Fama, E., & French, K. 2008. Dissecting anomalies. *Journal of Finance*, 63, pp.1653–1678.
- Greig, A., C., 1992. Fundamental analysis and subsequent stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp. 413-442.
- Healy, P., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp.85-107.

- Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S., & Zhang, Y. 2004. Do investors overvalue firms with bloated balance sheets? *Journal of Accounting and Economics*, 38, pp.297–331.
- Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S., 2009. Accruals, cash flows, and aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91, pp.389-406.
- Holthausen, R., & Larcker, D., 1992. The prediction of stock returns using financial statement information. *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp.373–411.
- Ince, O., Porter, R.B. 2006. Individual equity return data from Thomson Datastream: Handle with care. *Journal of Financial Research*, 29, pp.463-479.
- Investopedia, 2010. Introduction To Fundamental Analysis [pdf] Available at: [http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis\\_intro.pdf](http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/fundamentalanalysis_intro.pdf)
- Jegadeesh, N., and Livnat, J., 2006. Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 41, pp.147-171.
- Lee, W., Y., Jiang, C., X., and Indro, D., C., 2002. Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. *Journal of Banking and Finance*, 26, pp.2277-2299.
- Lev, B., and Thiagarajan, R. 1993. Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research*, 31, pp.190–215.
- Lewellen, J., 2010. Accounting anomalies and fundamental analysis: An alternative view. *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp. 455-466.
- Li E., Livdan, D., and Zhang, L. 2009. Anomalies. *Review of Financial Studies*, 22, pp.4301–4334.
- Li D. and Zhang, L. 2010. Does q-theory with investment frictions explain anomalies in the cross-section of returns? *Journal of Financial Economics*, 98, pp. 297–314.
- Luo, M., 2008. Unusual operating cash flow and stock returns. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp.420-429.
- Lo A. W. and Mackinley A. C., 1990. An econometric analysis of non-synchronous trading. *Journal of Econometrics*, 44, pp.181-211.
- McLean, D., Pontiff, J. and Watanabe A., 2009. Share issuance and cross-sectional returns: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 94, pp.1-17.
- Miller M., and Scholes M., 1982. Dividen and taxes:Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90, pp.1118-1141.
- Ou, J., & Penman, S. 1989). Financial statement analysis and the prediction of stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp. 295–329.

Papanastasopoulos, G., and Thomakos, D., Wang, T., 2011. Information in balance sheets for future stock returns: Evidence from net operating assets. *International Review of Financial Analysis*, 20, pp.269-282.

Papanastasopoulos, G., and Thomakos, D., Wang, T., 2011. Accruals and the performance of stock returns following external financing activities. *The British Accounting Review*, 43, pp.214-229.

Penman, S. H., 2013. *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill Irwin, 5<sup>th</sup> ed.

Piotroski, J., 2000. Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38, pp.1–41.

Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., & Tuna, I., 2005. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.437–485.

Richardson, S., 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, pp.159-189.

Richardson, S., Sloan, R., & Tuna, I. 2006. Balance sheet information and future stock returns. University of Pennsylvania. Working Paper.

Richardson, S., Tuna, I., and Wysocki, P., 2010. Accounting anomalies and fundamental analysis: A review of recent research advances. *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp.410-454.

Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71, pp.289–315.

Schmeling, M., 2009. Investors sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16, pp.394-408.

Zhang, Y. 2006. Net operating assets as a predictor of industry stock returns. Chinese University of Hong Kong Working Paper.

Παπαγγέλου Π., 2010. Αξιολόγηση και επιλογή μετοχών μέσω της θεμελιώδους ανάλυσης. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Διπλωματική εργασία.