

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

Δεδουλευμένα και ταμειακές ροές:
Επιδράσεις στην κερδοφορία και τις εταιρικές αποδόσεις

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

Σαϊτάκη Μαρία

Ηράκλειο

2017

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.λ.π.), 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 τη 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 του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της επιτροπής ήταν:

- Επίκουρος Καθηγητής Παπαναστασόπουλος Γεώργιος (Επιβλέπων)
- Αναπληρωτής 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 – ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει το κατά πόσο τα ευρήματα της μελέτης του Richard G. Sloan (1996), επιβεβαιώνονται στην ελληνική πραγματικότητα, για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, για την περίοδο 1993-2008. Ο Richard G. Sloan (1996), στην μελέτη του, μας απέδειξε ότι τα κέρδη που προέρχονται από τις ταμειακές ροές ως συνιστώσα τους, εμφανίζουν μεγαλύτερη σταθερότητα (persistence) σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την συνιστώσα των δεδουλευμένων. Η εργασία μας χωρίζεται σε τρεις βασικές ενότητες. Στην πρώτη ενότητα και δεύτερη ενότητα, αναφερόμαστε συνοπτικά στους λόγους που μας οδήγησαν στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος, στην επιλογή του δείγματός μας και στην μεθοδολογία επεξεργασίας και ανάλυσης των στοιχείων μας. Ακολουθεί μία σύντομη θεωρητική ανασκόπηση των βασικότερων εννοιών που θα μας απασχολήσουν και στην συνέχεια ακολουθεί μία εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που συναντήσαμε. Το τρίτο και τελευταίο μέρος, αποτελείται από την ανάλυση της εμπειρικής μας έρευνας. Τα αποτελέσματά της, μας υποδεικνύουν, ότι τα κέρδη των ελληνικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1993-2008 που προέρχονται από την λογιστική στη βάση των ταμειακών ροών τείνουν να είναι πιο ανθεκτικά σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων.

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή μου, Επίκουρο καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κ. Παπαναστασόπουλο Γεώργιο για την καθοδήγηση και ουσιαστική υποστήριξή του καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας Διπλωματικής εργασίας, καθώς και τον συνάδελφό μου κ. Νικηφόρο Ιωάννη για τις εύστοχες παρατηρήσεις και συμβουλές του. Ιδιαίτερες ευχαριστίες, στα μέλη της εξεταστικής επιτροπής κ.κ. Σώρρο Ιωάννη και Αρβανίτη Σταύρο για την πολύτιμη υποστήριξη και επισημάνσεις τους, καθώς και όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος «Λογιστική και ελεγκτική» για το σύνολο των γνώσεων και των εμπειριών τους που μου μετέδωσαν κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

Τέλος, είμαι ιδιαίτερα ευγνώμων στον σύζυγό μου Δημήτρη, για την αμέριστη συμπαράσταση και ουσιαστική βοήθεια που μου παρείχε, σε όλη τη διάρκεια της παραμονής μου στο Τμήμα και που χωρίς αυτά δεν θα μπορούσα σε καμία περίπτωση να ολοκληρώσω τον συγκεκριμένο κύκλο.

Στον σύζυγό μου και στο μωρό μας που έρχεται .-

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	4
2.1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΥΝ ΤΙΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	4
2.2. ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	7
2.3. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ	8
2.3.1. Η ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΞΕΝΗΣ ΟΡΟΛΟΓΙΑΣ	8
2.3.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ «ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ»	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	10
3.1. ΒΑΣΙΚΗ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	10
3.2 ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ: ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ	14
4.1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	14
4.2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	15
4.3 ACCRUALS ANOMALY	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	46
5.1. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΗΣ	46
5.2. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	47
5.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	48
5.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	49
5.4.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	50
5.4.2 PANEL DATA ANALYSIS ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	55
5.4.3 ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	58
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	61
ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	65

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΤΑΞΙΝΟΜΗΜΕΝΩΝ ΒΑΣΗ ΤΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ -----	51
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2. ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΝ ΚΑΤΑ PEARSON -----	52
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ-----	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ-----	57
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.5. ΜΕΣΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ-----	59

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1. ΤΑ EVENT-TIME PLOTS ΜΕ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΒΑΣΗ ΚΕΡΔΩΝ, ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ. -----	26
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1. EVENT – TIME PLOT ΜΕΣΩΝ ΤΙΜΩΝ ΚΕΡΔΩΝ, ΓΙΑ ΤΑ ΔΥΟ ΑΚΡΑΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ. -----	53
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2. EVENT – TIME PLOT ΜΕΣΩΝ ΤΙΜΩΝ ΚΕΡΔΩΝ, ΓΙΑ ΤΑ ΔΥΟ ΑΚΡΑΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.-----	54
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3. EVENT – TIME PLOT ΜΕΣΩΝ ΤΙΜΩΝ ΚΕΡΔΩΝ, ΓΙΑ ΤΑ ΔΥΟ ΑΚΡΑΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ. -----	54

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός.- Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει το κατά πόσο τα ευρήματα της μελέτης του Richard G. Sloan (1996), επιβεβαιώνονται στην ελληνική πραγματικότητα, για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, για την περίοδο 1993-2008.

Σχεδιασμός/μεθοδολογία.- Η εργασία μας χωρίζεται σε τρεις βασικές ενότητες. Στην πρώτη και δεύτερη ενότητα, αναφερόμαστε συνοπτικά στους λόγους που μας οδήγησαν στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος, στην επιλογή του δείγματός μας και στην μεθοδολογία της έρευνάς μας. Ακολουθεί μία σύντομη θεωρητική ανασκόπηση των βασικότερων εννοιών που θα μας απασχολήσουν και στην συνέχεια ακολουθεί μία εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που συναντήσαμε. Το τρίτο και τελευταίο μέρος, αποτελείται από την ανάλυση της εμπειρικής μας έρευνας. Χρησιμοποιήθηκαν τρεις μέθοδοι για την διασταύρωση των αποτελεσμάτων μας. Η πρώτη μέθοδος, είναι εκείνη της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων. Στην δεύτερη προσέγγισή μας, μορφοποιούμε τα δεδομένα μας σε panel για όλα τα έτη μαζί και προχωράμε σε παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Στην τρίτη προσέγγιση, πραγματοποιούμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις για κάθε έτος ξεχωριστά.

Περιορισμοί έρευνας.- Κατά τη διάρκεια της παρούσας έρευνας, ήρθαμε πολλές φορές αντιμέτωποι και με την εναλλακτική άποψη εκείνης της δεδουλευμένης λογιστικής βάσης. Υποστηρίζουν, ότι τα λογιστικά κέρδη «αποτιμώμενα» με την μέθοδο των δεδουλευμένων, αγνοούν την «διαχρονική αξία του χρήματος»

Ευρήματα.- Τα συμπεράσματα της έρευνάς μας, επιβεβαιώνουν εκείνα της μελέτης του Sloan (1996), καθώς αποδεικνύεται ότι τα μελλοντικά κέρδη των ελληνικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1993-2008, παρουσιάζουν αυξημένη διατήρηση στο χρόνο, όταν προέρχονται από την συνιστώσα των ταμειακών ροών σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την συνιστώσα των δεδουλευμένων

Πρωτοτυπία.- Η σημασία της παρούσας μελέτης θεωρούμε πως είναι μεγάλη και σημαντική καθώς μέχρι και την ημερομηνία της συγγραφής της, δεν έχει εκπονηθεί παρόμοια μελέτη, που να προσπαθεί να επιβεβαιώσει την μελέτη του Sloan (1996) με δεδομένα της ελληνικής πραγματικότητας

Λέξεις κλειδιά: αποδοτικότητα, κερδοφορία, δεδουλευμένα, ταμειακές ροές, ανωμαλία δεδουλευμένων, διατήρηση των κερδών.

ABSTRACT

Purpose.- The purpose of this paper is to examine whether the findings of Richard G. Sloan (1996), confirmed the Greek reality, in the case of the Athens Stock Exchange for the period 1993-2008.

Design/methodology/approach.- That work is divided into three main sections. In the first section and the second section, we refer briefly to the reasons that led us to the choice of the matter, the selection of our sample and methodology processing and analysis of our data. Following is a brief theoretical review of the main concepts to be dealt with and followed by an extensive literature review of the literature we encountered. The third and final part consists of the analysis of our empirical research. We use three methods for the intersection of our results. The first method is that the analysis of the portfolios in which, we saw our data into five portfolios, initially classified according to the size of profits and then sorted in ascending order of accrual and cash flows. In this way, we try to identify and interpret the retention of profits (earnings persistence) with respect to the components of accruals and cash flows.

Research limitations.- During of this investigation we came several times and faced with the alternative view that accrual basis of accounting. They claim that accounting profits "measured" with the accrual basis, ignoring the "time value of money"

Findings. –The findings of our study confirm those of a study of Sloan (1996), as proof that the future profits of Greek undertakings for the period 1993-2008, have increased retention time, when derived from a component of cash flows with respect to those from the component accrued

Originality/ value.- The importance of this study is considered to be great and important as at the date of writing, does not developed a similar study, trying to confirm the study by Sloan (1996) with data from the Greek reality

Key Words: profitability, earnings, accruals, cash flows, accruals anomaly, persistence

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Don't count the chicken until they hatch! »

Η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων (revenue recognition principle) και η αρχή του συσχετισμού εσόδων - εξόδων (matching principle), είναι δύο από τις πιο σημαντικές λογιστικές αρχές διεθνώς και εκείνες που ουσιαστικά προσδιορίζουν από λογιστικής άποψης, το ύψος του ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος κάθε οργανισμού . Σύμφωνα με την αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων, τα έσοδα λογίζονται όχι κατά τον χρόνο της είσπραξής τους (cash basis accounting) αλλά κατά τον χρόνο της πραγματοποίησής τους (accrual basis accounting). Η αρχή του συσχετισμού εσόδων – εξόδων, στηρίζεται στην παραδοχή ότι η πραγματοποίηση εσόδων προϋποθέτει την πραγματοποίηση των αντίστοιχων εξόδων, προσδιορίζοντας μία σχέση αιτίας και αιτιατού. Και οι δύο αυτές βασικές λογιστικές αρχές συνθέτουν την λογιστική βάση των δεδουλευμένων (accrual basis accounting).

Κατά τη διάρκεια της παρούσας έρευνας, ήρθαμε πολλές φορές αντιμέτωποι και με την εναλλακτική άποψη εκείνης της δεδουλευμένης λογιστικής βάσης. Πληθώρα επενδυτών και ερευνητών, όπως θα αναφερθούμε αναλυτικότερα παρακάτω, θεωρούν τις ταμειακές ροές καλύτερο μέτρο απόδοσης. Υποστηρίζουν, ότι τα λογιστικά κέρδη «αποτιμώμενα» με την μέθοδο των δεδουλευμένων, αγνοούν την «διαχρονική αξία του χρήματος» (time value of money)¹. Επίσης, συνεχίζουν, μέσω της λογιστικής παρακολούθησης σε δεδουλευμένη βάση, δημιουργεί πολύ πρόσφορες συνθήκες για τη χειραγώγηση των κερδών. Τα διευθυντικά στελέχη, προκειμένου να αυξήσουν τις απολαβές τους, μπορούν να προβούν για παράδειγμα σε συμφωνίες για πωλήσεις, οι οποίες θα αποτυπωθούν στις καταστάσεις του οργανισμού με τη μορφή δεδουλευμένων, αλλά ενδεχομένως να μην εισπραχθούν ποτέ². Τέλος, μεγάλο μέρος των επενδυτών, δεν εμπιστεύονται την λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, καθώς τα κέρδη μπορούν να υπολογιστούν με ποικίλες λογιστικές μεθόδους με την χρήση διαφορετικών λογιστικών πρακτικών που επηρεάζουν

¹ Η διαχρονική αξία του χρήματος (Time value of money) αναφέρεται στην ικανότητα του χρήματος να αξίζει περισσότερο ανάλογα με το πόσο σύντομα εισπραχθεί, εξαιτίας των τόκων που απολαμβάνει ο κάτοχός του, όταν επενδυθεί.

² Η τεχνική αυτή χειραγώγησης των κερδών συναντάται στην βιβλιογραφία ως “staffing the channel”.

με διαφορετικό κάθε φορά τρόπο το λογιστικό αποτέλεσμα. Μπορεί για παράδειγμα να χρησιμοποιηθεί διαφορετική μέθοδος αποτίμησης ή απόσβεσης των παγίων περιουσιακών στοιχείων, που να επηρεάζουν το λογιστικό αποτέλεσμα και να μην είναι εξαρχής προφανής στους επενδυτές η επίδραση αυτή από την αποτύπωσή τους στις οικονομικές καταστάσεις. Οι επενδυτές που αγνοούν την διάκριση ανάμεσα στις δύο αυτές «συνιστώσες» των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, τείνουν να έχουν πολλές προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις των εταιρειών με υψηλά ποσά δεδουλευμένων και γίνονται αντίστοιχα απαισιόδοξοι σε ότι αφορά τις αποδόσεις των επιχειρήσεων εκείνων με χαμηλά ποσά. Με αυτόν τον τρόπο, οι επιχειρήσεις της πρώτης περίπτωσης υπερτιμώνται και μελλοντικά παρουσιάζουν χαμηλές αποδόσεις και το αντίστροφο. Αυτή ακριβώς είναι και η έννοια της “accruals anomaly” που αποτύπωσε πρώτη φορά ο Sloan το 1996 : οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων, εμφανίζουν πιο βέβαια καθαρά κέρδη και μεγαλύτερες αποδόσεις και αντίθετα οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων επιτυγχάνουν αρνητικές μελλοντικές αποδόσεις.

Ο Richard G. Sloan στην καινοτόμα έρευνά του πάνω στην ανωμαλία των δεδουλευμένων το 1996, ερεύνησε το κατά πόσο οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη, όπως αυτά αποτυπώνονται μέσα από τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες των τρεχόντων κερδών. Διαχώρισε τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές και τόνισε τις διαφορετικές τους επιδράσεις στην μελλοντική κερδοφορία ως συνιστώσες τους. Τόνισε επίσης και την αδυναμία των επενδυτών να διαχωρίσουν τις επιδράσεις αυτές, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές οδηγούνται συχνά σε λήψη λανθασμένων αποφάσεων, λόγω του ότι δεν αντιλαμβάνονται ακριβώς αυτήν την σχέση.

Στην παρούσα μελέτη, προσπαθούμε να εξετάσουμε την ισχύ των συμπερασμάτων του Sloan στην ελληνική πραγματικότητα και να μελετήσουμε το κατά πόσο πρέπει να περιμένουμε να «εκκολαφτούν τα αυγά» πριν προχωρήσουμε στην «καταμέτρηση των πτηνών». Για το σκοπό αυτό συλλέξαμε δεδομένα για ελληνικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με σκοπό να εξετάσουμε τις επιπτώσεις των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών στην μελλοντική κερδοφορία, πως αυτά την προσδιορίζουν, καθώς και την μεταξύ τους σχέση.

Η διπλωματική μας εργασία, διακρίνεται γενικά σε τρεις ενότητες. Στην παρούσα πρώτη ενότητα, αναφέραμε παραπάνω συνοπτικά τους λόγους για τους οποίους κεντρίστηκε το ενδιαφέρον μας για την επιλογή του συγκεκριμένου θέματος και την εκπόνηση της παρούσας μελέτης. Αμέσως παρακάτω, στην ίδια ενότητα, θα αναφερθούμε συνοπτικά στην επιλογή του δείγματός μας και τους περιορισμούς που θέσαμε για την διασφάλιση της ποιότητάς του, καθώς και στην μεθοδολογία επεξεργασίας και ανάλυσης των στοιχείων μας.

Αμέσως παρακάτω, στην δεύτερη ενότητα η οποία περιλαμβάνει τα Κεφάλαια 2, 3 και 4, θα κάνουμε μία συνοπτική αναφορά σε ένα μέρος μόνο του απέραντου θεωρητικού υπόβαθρου που θα μπορούσε να έχει η εργασία μας και έπειτα θα προχωρήσουμε σε μια εκτενέστερη αναφορά στο πιο ενδιαφέρον μέρος της βιβλιογραφίας που συναντήσαμε κατά τη διάρκεια της έρευνάς μας και που καθόρισε τον τρόπο που τελικά χειριστήκαμε τα δεδομένα μας και εκπονήσαμε την μελέτη μας.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, το οποίο αποτελεί και το τρίτο μέρος της εργασίας μας, παρουσιάζουμε την εμπειρική μας έρευνα. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε για την παρούσα έρευνα, τα αντλήσαμε από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial και περιλαμβάνουν τα δημοσιευμένα στοιχεία όλων των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1990 – 2008. Όπως θα αναφέρουμε αναλυτικότερα παρακάτω, ακολουθήσαμε συγκεκριμένες μεθόδους προκειμένου να εξαλείψουμε κατά το δυνατόν τις ακραίες τιμές που θα επηρεάσουν το αποτέλεσμά μας. Μετά και τους περιορισμούς που θέσαμε, προέκυψε ένα δείγμα 1.534 παρατηρήσεων για τα δεκαενέα προαναφερόμενα έτη.

Για την διερεύνηση της υπόθεσής μας, χρησιμοποιήσαμε τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις. Η πρώτη προσέγγιση, είναι εκείνη της ανάλυσης χαρτοφυλακίων, σύμφωνα με την οποία χωρίσαμε το δείγμα μας σε πέντε χαρτοφυλάκια σύμφωνα καταρχήν με το μέγεθος των κερδών και έπειτα σύμφωνα με το μέγεθος των υπό διερεύνηση μεταβλητών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Σκοπός μας, είναι να συγκρίνουμε την ποιότητα των κερδών που προέρχονται από τα δεδουλευμένα με εκείνη που προέρχεται από τις ταμειακές ροές και να ελέγξουμε την μεταξύ τους σχέση. Η δεύτερη προσέγγιση αφορά την διερεύνηση της υπόθεσής μας, διαμορφώνοντας τα δεδομένα μας σε panel μορφή και εκτελώντας παλινδρόμηση με

την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, προσπαθώντας να προσδιορίσουμε την σχέση που συνδέει την μελλοντική κερδοφορία με τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές και να ελέγξουμε το κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντική ή όχι. Η τρίτη και τελευταία προσέγγιση, αφορά την πραγματοποίηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων για κάθε έτος ξεχωριστά.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο αναφέρουμε και αιτιολογούμε τα συμπεράσματα όπως προέκυψαν από την εμπειρική μας έρευνα τα οποία μάς υποδεικνύουν ότι τα κέρδη των ελληνικών επιχειρήσεων στο διάστημα 1993 – 2008, φαίνονται να διατηρούνται μελλοντικά και δεν εμφανίζουν καμία περιοδικότητα. Προκύπτει επίσης, ότι τα μελλοντικά κέρδη που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων είναι λιγότερο ανθεκτικά σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών.

Η σημασία της παρούσας μελέτης θεωρούμε πως είναι μεγάλη, καθώς μέχρι και την ημερομηνία της συγγραφής της, δεν έχει εκπονηθεί παρόμοια μελέτη, που να προσπαθεί να επιβεβαιώσει την μελέτη του Sloan (1996) με δεδομένα της ελληνικής πραγματικότητας.

Οι επεκτάσεις που μπορεί να πάρει είναι ακόμα περισσότερες καθώς η μελέτη μας αφορά μία μόνον από τις υποθέσεις του Richard G. Sloan, όπως θα αναφερθούμε παρακάτω και επομένως προκύπτει πρόσφορο έδαφος για εκτενέστερη μελέτη από άλλους ερευνητές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

2.1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΥΝ ΤΙΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

Η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων (revenue recognition principle) και η αρχή του συσχετισμού εσόδων - εξόδων (matching principle), είναι δύο από τις πιο σημαντικές λογιστικές αρχές διεθνώς και εκείνες που ουσιαστικά προσδιορίζουν από λογιστικής άποψης, το ύψος του ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος κάθε οργανισμού. Σύμφωνα με την αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων, τα έσοδα λογίζονται όχι κατά τον χρόνο της είσπραξής τους (cash basis accounting) αλλά κατά

τον χρόνο της πραγματοποίησής τους (accrual basis accounting). Η αρχή του συσχετισμού εσόδων – εξόδων, στηρίζεται στην παραδοχή ότι η πραγματοποίηση εσόδων προϋποθέτει την πραγματοποίηση των αντίστοιχων εξόδων, προσδιορίζοντας μία σχέση αιτίας και αιτιατού. Από την σωστή εφαρμογή των αρχών αυτών εξαρτάται και η ορθή αποτύπωση του αποτελέσματος της χρήσης. Και οι δύο αυτές βασικές λογιστικές αρχές συνθέτουν την λογιστική βάση των δεδουλευμένων (accrual basis accounting).

Τα δεδουλευμένα διακρίνονται γενικά, προφανώς, σε δύο κατηγορίες. Τα δεδουλευμένα έξοδα και τα δεδουλευμένα έσοδα. Τα πιο συνηθισμένα δεδουλευμένα έσοδα είναι οι απαιτήσεις. Στη βάση της λογιστικής των δεδουλευμένων, οι πωλήσεις με πίστωση αυξάνουν τα κέρδη της επιχείρησης ενώ αντίθετα η είσπραξη προκαταβολής για την μελλοντική πώληση εμπορευμάτων όχι. Στην δεύτερη περίπτωση, το έσοδο θα λογιστεί κατά την παράδοση των προϊόντων με την έκδοση του σχετικού παραστατικού. Αντίστοιχα, τα δεδουλευμένα έξοδα είναι εκείνα που δημιουργούνται προκειμένου να σχηματιστούν έσοδα τα οποία μπορεί να αφορούν την υπό εξέταση περίοδο, αλλά η χρηματοροή τους είτε δεν έχει εμφανιστεί ακόμη είτε έχει εμφανιστεί σε προηγούμενες περιόδους, όπως θα αναφέρουμε και παρακάτω.

Υπό το πρίσμα της λογιστικής βάσης των δεδουλευμένων (accrual basis accounting), η έννοια των κερδών είναι εκείνη που χρησιμοποιείται ευρέως ως μέτρο της απόδοσης ενός οργανισμού καθώς, μέσω των δεδουλευμένων (accruals), εξαλείφονται κάθε μορφής προβλήματα αναντιστοιχίας εσόδων και εξόδων και μη αυτοτέλειας της χρήσης.

Τα F.A.S.B (Financial Accounting Standards Board) με την Statement of Financial Accounting Concepts No 1 παρ..44, εμμένουν στην θέση αυτή:

«Οι πληροφορίες για τα κέρδη των επιχειρήσεων και των συνιστωσών του που προέρχονται από την λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, γενικά εξασφαλίζουν καλύτερη ένδειξη για την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με τις πληροφορίες εκείνες που προέρχονται από τις τρέχουσες ταμειακές συναλλαγές»

Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 44 του Statement of Financial Accounting Concepts No 1, η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση επιχειρεί να καταγράψει τα λογιστικά

γεγονότα, την στιγμή που συμβαίνουν και όχι την στιγμή που αποτυπώνονται ως χρηματικές συναλλαγές, με την παραδοχή ότι το έσοδο ή το έξοδο πραγματοποιείται σε χρόνο ανεξάρτητο από την αντίστοιχη είσπραξη ή πληρωμή του. Αντίστοιχα, συνεχίζει στο άρθρο 45, η επένδυση και η απόδοσή της δεν συνάδουν χρονικά: Η επιχειρηματική δραστηριότητα, στο μεγαλύτερο μέρος της, βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην πίστωση και σε περίπλοκες χρηματοδοτικές και παραγωγικές διαδικασίες. Οι δυσκόλως ρευστοποιήσιμοι πόροι ενός οργανισμού, όπως τα αποθέματα, τα ακίνητα, ο πάγιος και λοιπός εξοπλισμός, είναι ο κρίκος που συνδέει την λειτουργική δραστηριότητά του με τις χρηματικές εισροές και εκροές. Στην βάση της λογικής αυτής, η απόκτηση και η αντίστοιχη εξόφληση του πάγιου γενικά ενεργητικού μιας επιχείρησης, πραγματοποιείται συχνά πριν την έναρξη της χρησιμοποίησής του σε παραγωγικές δραστηριότητες, με αποτέλεσμα το αντίστοιχο έξοδο – αναφερόμαστε στο κόστος της απόσβεσης του εξοπλισμού – να μην αντιστοιχεί σε κάποιο έσοδο εξαρχής και το λογιστικό αποτέλεσμα του οργανισμού να αλλοιώνεται περαιτέρω. Αντίστροφα, συχνά το έσοδο ή το έξοδο όπως θα αναγνωριστεί για την εξαγωγή του λογιστικού αποτελέσματος, συχνά πραγματοποιείται πριν την είσπραξη ή πληρωμή του αντίστοιχα. Ο στόχος γενικά, ολοκληρώνει το πρότυπο, της αυτοτέλειας της χρήσης και της αντιστοιχίας εσόδων και εξόδων είναι να συσχετίζονται οι επιχειρηματικές δραστηριότητες με τα λογιστικά αποτελέσματα έτσι ώστε τα κέρδη που αποτυπώνονται στις λογιστικές καταστάσεις μιας περιόδου να αποτελούν ένα φερέγγυο μέτρο απόδοσης της επιχείρησης κατά την ίδια χρονική περίοδο. Στο άρθρο 46, αναφέρεται ότι ,μακροπρόθεσμα, τα συνολικά κέρδη όπως έχουν κατά καιρούς αποτυπωθεί, ισούνται με τις συνολικές καθαρές εισροές μη συμπεριλαμβανομένων εκείνων που προέρχονται από τις μεταβολές του κεφαλαίου. Η σχέση όμως αυτή, δεν έχει σχεδόν ποτέ επαληθευτεί για χρονικές περιόδους μικρότερες του έτους. Η βασική διαφορά, τονίζει το άρθρο, της λογιστικής σε ταμιακή και της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση, ως μέτρα των κερδών μιας επιχείρησης σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, είναι ο χρόνος της αναγνώρισης των συνιστωσών των κερδών.

2.2. ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση (accrual basis accounting), είναι ουσιαστικά η λογιστική μέθοδος που αποτιμά την απόδοση και την θέση της εταιρείας, αναγνωρίζοντας τα οικονομικά γεγονότα την στιγμή που συμβαίνουν, ανεξάρτητα από την ταμειακή ροή που προκαλούν.

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση επιβάλλει την αναγνώριση των εσόδων και των εξόδων την ίδια στιγμή που δημιουργείται η απαίτηση ή η υποχρέωση αντίστοιχα³. Με την λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, δίδεται η δυνατότητα, οι τρέχουσες ταμειακές εισροές και εκροές να συνδυαστούν με τις αντίστοιχες μελλοντικά αναμενόμενες ταμειακές εισροές και εκροές και να αποτυπωθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια η οικονομική εικόνα της κατάστασης της εταιρείας μία δεδομένη χρονική στιγμή.

Στην δεδουλευμένη λογιστική βάση επομένως, ο χρόνος πραγματοποίησης των εξόδων και εσόδων, σπάνια συνάδει με την εξόφληση ή είσπραξή τους αντίστοιχα. Σε ορισμένες περιπτώσεις, πρώτα πραγματοποιούνται τα έσοδα και κατόπιν εισπράττονται (έσοδα από ενοίκια, πιστωτικοί τόκοι, μερίσματα, πωλήσεις με πίστωση κ.λ.π.), ενώ στην αντίστροφη περίπτωση, τα προεισπραχθέντα έσοδα αποτελούν υποχρεώσεις έναντι τρίτων. Ομοίως, τα έξοδα είναι δυνατόν πρώτα να δημιουργούνται και μετά να εξοφλούνται (λογαριασμοί ηλεκτρικού ρεύματος, ενοίκια κτηρίων κ.λ.π.) ενώ στην αντίστροφη περίπτωση τα προπληρωθέντα έξοδα αποτελούν ουσιαστικά απαιτήσεις έναντι τρίτων.

Με την λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, αποτυπώνονται πλήρως και αναλυτικά όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού μιας επιχείρησης, με απόλυτα εμφανή τρόπο στις οικονομικές καταστάσεις, παρέχοντας με αυτόν τον τρόπο πληρέστερη και ποιοτικότερη πληροφόρηση σε όλους τους ενδιαφερόμενους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων. Με την αναλυτική αυτή πληροφόρηση που παρέχεται, η διοίκηση είναι σε θέση να πάρει βέλτιστες αποφάσεις και να ασκήσει καλύτερη διαχείριση, οι μέτοχοι μπορούν να ενημερώνεται επαρκώς για τις υποχρεώσεις, τις απαιτήσεις και την πορεία της εταιρείας, οι εκάστοτε έλεγχοι γίνονται πιο αποτελεσματικοί και τα λάθη στις

³ Η απαίτηση και η υποχρέωση δημιουργείται με το πρώτο έγγραφο και από τις εποπτεύουσες αρχές επίσημο αναγνωρισμένο παραστατικό που αποτυπώνει την εκάστοτε διμερή συμφωνία (Ιδιωτικό συμφωνητικό, Τιμολόγιο κ.λ.π.).

συναλλαγές μπορούν να ελαχιστοποιηθούν. Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, θεωρείται πρότυπη πρακτική για τις περισσότερες εταιρείες. Μπορούμε όμως να επισημάνουμε, ότι παρέχει μεν πληρέστερη και πιο ακριβή εικόνα της επιχείρησης σε μία δεδομένη χρονική στιγμή, όμως η πολυπλοκότητά της την κάνει πιο δαπανηρή.

2.3. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ

2.3.1. Η ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΞΕΝΗΣ ΟΡΟΛΟΓΙΑΣ

Στο σημείο αυτό και πριν από οποιαδήποτε περαιτέρω ανάλυση, θα πρέπει ίσως να τονίσουμε την αναντιστοιχία που υπάρχει στην διεθνή οικονομική ορολογία που συναντήσαμε κατά την διάρκεια της έρευνάς μας, με την αντίστοιχη ελληνική και να διευκρινίσουμε την φύση αυτής της διαφοροποίησης.

Στην διεθνή βιβλιογραφία συναντήσαμε την ακριβή έννοια των «accruals» να ορίζεται ως τα έσοδα ή τα έξοδα εκείνα που έχουν πραγματοποιηθεί και αφορούν την κλειόμενη χρήση αλλά δεν έχουν αποτυπωθεί στις λογιστικές καταστάσεις. Αντίθετα, τα έσοδα ή τα έξοδα που εν μέρει πραγματοποιήθηκαν και αποτυπώθηκαν στις οικονομικές καταστάσεις αλλά αφορούν και επόμενες χρήσεις, ορίζονται ως deferrals.

Το άρθρο 42^ε παρ.12 του Ν.2190/1920 όπως ισχύει σήμερα, αναφέρει ότι στους μεταβατικούς λογαριασμούς του ενεργητικού απεικονίζονται ξεχωριστά τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν στην κλειόμενη χρήση αλλά αφορούν και επόμενες, καθώς και τα έσοδα που αφορούν μεν την κλειόμενη χρήση αλλά δεν επιτρέπεται ακόμα η καταχώρησή τους γιατί δεν είναι ακόμα απαιτητά. Επίσης, στους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού, πρέπει να αποτυπώνονται τα έσοδα που εισπράχθηκαν μέσα στη χρήση αλλά αφορούν και επόμενες χρήσεις, καθώς και τα έξοδα που είναι μεν δεδουλευμένα αλλά δεν καταβλήθηκαν και δεν είναι απαιτητά την κλειόμενη χρήση.

Μπορούμε εύκολα να αντιληφθούμε ότι η πλέον ακριβής αντιστοιχία έχει ως εξής:

Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού = accrued income and deferred expenses

Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού = deferred income and accrued expenses.

και

Accruals = έσοδα χρήσεως εισπρακτέα και έξοδα χρήσεως δουλευμένα πληρωτέα

Deferrals = έσοδα επομένων χρήσεων (προεισπραχθέντα) και έξοδα επομένων χρήσεων (προπληρωθέντα)

Στην διεθνή βιβλιογραφία, παρατηρήσαμε τους όρους των accruals και deferrals να ταυτίζονται, χωρίς να γίνεται κάποια προσπάθεια διάκρισής τους σε ότι αφορά την επιλογή των εκάστοτε δειγμάτων ή μεταβλητών. Έτσι, καθώς, η παρούσα μελέτη αφορά την έρευνα του Sloan προσαρμοσμένη στην ελληνική πραγματικότητα οφείλουμε, ίσως δυστυχώς, να προσαρμόσουμε την ελληνική ορολογία στην αντίστοιχη διεθνή.

Έτσι, όταν μιλάμε για δεδουλευμένα (accruals), αναφερόμαστε στο αποτέλεσμα που προκαλεί ο ετεροχρονισμός ανάμεσα στην πραγματοποίηση ενός εσόδου ή εξόδου και στην είσπραξη ή πληρωμή του αντίστοιχα.

Όταν αντίστοιχα αναφερόμαστε στην λογιστική σε δεδουλευμένη βάση (accruals accounting), αναφερόμαστε στην βασική λογιστική αρχή των δεδουλευμένων και της αυτοτέλειας των χρήσεων, όπως ήδη την έχουμε αναλύσει παραπάνω.

Αντίστοιχα, όταν αναφερόμαστε στις ταμειακές ροές, αναφερόμαστε στις ταμειακές εισροές και εκροές ως αποτέλεσμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

2.3.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ «ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ»

Κατά τη διάρκεια της παρούσας έρευνας, καθοριστικής σημασίας και αντικείμενο μελέτης σε μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας που συναντήσαμε, ήταν η έννοια της «persistence» (διατήρηση, επιμονή, σταθερότητα, ανθεκτικότητα) των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών.

Το μεγαλύτερο μέρος της χρήσης των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών ως δεδομένες σε εμπειρικές μελέτες στην πρακτική εφαρμογή τους, περιστρέφεται γύρω από την έννοια του χρηματοοικονομικού δείκτη ROA (Return on Assets).

Ο αριθμοδείκτης ROA (Return on Assets), υποδεικνύει γενικά το ποσοστό των κερδών που έχουν διαμορφωθεί από το επενδυμένο κεφαλαίο και μας υποδεικνύει το κατά πόσο η διοίκηση παίρνει αποτελεσματικές αποφάσεις για την χρήση των περιουσιακών της στοιχείων προκειμένου να σχηματιστούν κέρδη. Αποτυπώνεται ως ποσοστό και μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$\text{Return on Assets}_t = \text{Earnings}_t / \text{Total Assets}_t$$

Η «persistence» (διατήρηση, επιμονή, σταθερότητα, ανθεκτικότητα) των κερδών που υπολογίζονται βάση των δεδουλευμένων ή των ταμειακών ροών κάθε φορά, σημαίνει ότι εάν ο ROA είναι υψηλός για έναν οργανισμό για έναν χρόνο, τότε θα παραμείνει υψηλός και για τον επόμενο χρόνο. Στην παρούσα λοιπόν μελέτη, όταν αναφερόμαστε στη διατήρηση των κερδών που προέρχονται από τα δεδουλευμένα ή τις ταμειακές ροές, αναφερόμαστε στο κατά πόσο τα δεδουλευμένα ή οι ταμειακές ροές αντίστοιχα επηρεάζουν την αναφερομένη χρονική στιγμή, αλλά και θα συνεχίζουν να επηρεάζουν τα μελλοντικά κέρδη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

3.1. ΒΑΣΙΚΗ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Σύμφωνα με την IATE (Interactive Terminology for Europe), ρευστότητα είναι η ικανότητα ταχείας αγοράς και πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίς να μεταβληθεί η ικανότητα της ταχείας ρευστοποίησής τους, δηλαδή η αγοραία αξία του.

Η έννοια της ρευστότητας ουσιαστικά αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης, να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις της κατά την λήξη τους. Για να επιτευχθεί αυτό, πρωταρχικής σημασίας είναι η σωστή πρόβλεψη όλων των αναμενόμενων εισπράξεων (ταμειακών εισροών) και πληρωμών (ταμειακών εκροών) της. Και η σπουδαιότητα των ταμειακών ροών, εισροών και εκροών, είναι ακριβώς αυτή. Να παρέχει, μεταξύ άλλων, όλες τις απαραίτητες πληροφορίες, προκειμένου στην σωστή πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών, απεικονίζει τις ταμειακές ροές (εισροές και εκροές) κατά την διάρκεια μιας χρήσης, ταξινομημένες σε τρεις μεγάλες βασικές ενότητες που αντιστοιχούν στα τρία είδη των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Οι δραστηριότητες αυτές είναι οι επιχειρηματικές, οι λειτουργικές και οι χρηματοοικονομικές. Αναλυτικότερα, ως επιχειρηματικές δραστηριότητες, νοούνται οι δραστηριότητες εκείνες που προέρχονται από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης, από την οποία προκύπτει και το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων της και των ταμειακών εισροών της. Στην κατηγορία αυτή, εντάσσονται και οι λοιπές δραστηριότητες, που δεν είναι

επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές. Επενδυτικές δραστηριότητες, είναι οι μακροπρόθεσμες επενδυτικές δραστηριότητες, με τις οποίες πραγματοποιούνται δαπάνες για πηγές από τις οποίες αναμένεται να δημιουργηθούν μελλοντικές ταμειακές εισροές και έσοδα, όπως για παράδειγμα, η απόκτηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, οι εισπράξεις από προκαταβολές και δάνεια που έχουν χορηγηθεί σε τρίτους, οι αγοραπωλησίες συμμετοχών και χρεογράφων, κ.λ.π. Τέλος, ως χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, νοούνται εκείνες που μακροπρόθεσμα, καταλήγουν να επιφέρουν αλλαγές στα ίδια κεφάλαια και στον δανεισμό της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα τα βραχυχρόνια ή μακροχρόνια δάνεια, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λ.π.

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών, μπορεί να απεικονιστεί με δύο διαφορετικούς τρόπους, με την έμμεση και την άμεση μέθοδο. Με την άμεση μέθοδο, γνωστοποιούνται πρωτογενώς όλες οι κύριες κατηγορίες ακαθάριστων εσόδων, όπως για παράδειγμα, οι αγορές, οι πωλήσεις κ.λ.π. Με την έμμεση μέθοδο, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών συντάσσεται καταρχήν λαμβάνοντας υπόψη το καθαρό κέρδος ή ζημιά που προκύπτει και στην συνέχεια αναμορφώνεται από συναλλαγές μη ταμειακής φύσης ή από μεγέθη εσόδων και εξόδων που δεν συνδέονται με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, αλλά αποτελούν μέρος της επενδυτικής και χρηματοοικονομικής δραστηριότητας.

3.2 ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Με την λογιστική παρακολούθηση σε ταμειακή βάση (cash flow basis accounting), αναγνωρίζονται και καταγράφονται τα έσοδα και τις δαπάνες μιας επιχείρησης, μόνο όταν αυτά εισπράττονται ή εξοφλούνται αντίστοιχα.

Ήδη από το 1977, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, με το Πρότυπο Νο 7, τονίζουν την σημασία της πληροφόρησης που παρέχεται από τις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών και την εισάγουν ως μία από τις πέντε οικονομικές καταστάσεις, που υποχρεωτικά θα πρέπει να δημοσιεύονται, μαζί με τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, τον Πίνακα Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων και το Προσάρτημα.

Το ΔΛΠ 7 θέτει το ευρύτερο πλαίσιο των κανόνων που θα πρέπει να ακολουθούνται από τους χρήστες, κατά την σύνταξη των ταμειακών ροών, με τρόπο ώστε να απεικονίζονται ορθά οι ιστορικές μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα και τα ταμειακά ισοδύναμα της επιχείρησης.

Τονίζει καταρχήν, ότι :

«Οι πληροφορίες ως προς τις ταμιακές ροές μιας επιχείρησης είναι χρήσιμες, για την παροχή στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων μιας βάσης, να εκτιμούν τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα, αλλά και τις ανάγκες της επιχείρησης να χρησιμοποιεί αυτές τις ταμιακές ροές. Οι οικονομικές αποφάσεις που λαμβάνονται από τους χρήστες απαιτούν μια εκτίμηση της δυνατότητας μιας επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα, καθώς και του χρόνου και της βεβαιότητας της δημιουργίας των διαθεσίμων αυτών. »

Τονίζει έπειτα τα οφέλη από τις πληροφορίες που προέρχονται από τις Καταστάσεις Ταμειακών ροών, αναφέροντας ότι, δίνουν στον χρήστη τους την δυνατότητα να εκτιμήσει την καθαρή θέση της επιχείρησης, την ρευστότητα και την φερεγγυότητά της και την δυνατότητα να προσαρμόζεται στις εκάστοτε αλλαγές του οικονομικού της περιβάλλοντος και να εκμεταλλεύεται τις ευκαιρίες που τις παρουσιάζονται.

Στο άρθρο 5, αναφέρεται επίσης, ότι «Πληροφορίες για τις προηγούμενες ταμιακές ροές χρησιμοποιούνται συχνά ως ένδειξη του ποσού, του χρόνου και της βεβαιότητας των μελλοντικών ταμιακών ροών. Αυτές είναι επίσης χρήσιμες για τον έλεγχο της ακρίβειας προηγούμενων εκτιμήσεων, για τις μελλοντικές ταμιακές ροές και για την εξέταση της σχέσης μεταξύ της κερδοφορίας και των καθαρών ταμιακών ροών και της επίδρασης των μεταβολών των τιμών».

Στην ίδια βάση, κινούνται και τα Αμερικάνικα Λογιστικά πρότυπα, τα οποία με το Statement of Financial Accounting Standards No 95, τονίζουν την ανάγκη δημοσίευσης της Κατάστασης Ταμειακών Ροών και την σημασία της πληροφορίας που παρέχουν, όταν χρησιμοποιηθούν σε αντιστοιχία με τις υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις.

Η Ελλάδα ενσωμάτωσε στο εθνικό της δίκαιο την Ευρωπαϊκή νομοθεσία, με τον Ν.3487/2006, με τον οποίο τροποποιήθηκε το άρθρο 42^α του Κ.Ν.2190/1920, προσθέτοντας «Οι ανώνυμες εταιρείες, των οποίων μετοχές ή άλλες κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και οι ενοποιούμενες σε αυτές επιχειρήσεις, σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 134, καταρτίζουν, επιπροσθέτως, κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, καθώς και κατάσταση ταμιακών ροών. Τις καταστάσεις του προηγούμενου εδαφίου καταρτίζουν και όσες ανώνυμες εταιρείες συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των οποίων

μετοχές ή άλλες κινητές αξίες δεν είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και οι ενοποιούμενες σε αυτές επιχειρήσεις».

Θα μπορούσαμε λοιπόν να συνοψίσουμε, πως οι ταμειακές ροές μας δίνουν ακριβείς πληροφορίες για τις μεταβολές που επέρχονται στην καθαρή θέση της επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο εκμεταλλεύεται τα χρηματοοικονομικά της στοιχεία προκειμένου να παράγει διαθέσιμα, να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και να καταβάλλει μέρισμα, να αντιμετωπίζει απρόβλεπτες καταστάσεις και να αξιοποιεί επενδυτικές ευκαιρίες, μέσα σε δεδομένες οικονομικές συνθήκες και μέσα στον συγκεκριμένο κλάδο που δραστηριοποιείται. Έτσι, με τον τρόπο αυτό, οι χρήστες των πληροφοριών αυτών που παρέχονται από τις ταμειακές ροές, μπορούν εύκολα να εκτιμήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη και να αξιολογήσουν την ποιότητά τους, συγκρίνοντας και να εξετάζοντας τα δεδομένα της επιχείρησης τόσο κλαδικά, σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις, όσο και διαχρονικά για μία επιχείρηση μεμονωμένα.

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση, θεωρεί, ότι η λογιστική παρακολούθηση σε ταμειακή βάση είναι ανεπαρκής και όχι ιδιαίτερα ακριβής, διότι θεωρεί πως, από την στιγμή που έχει πραγματοποιηθεί η πώληση ή η αγορά, η επιχείρηση μελλοντικά θα προχωρήσει αντίστοιχα και στην είσπραξη ή στην πληρωμή. Υποστηρίζεται επίσης, ότι οι ταμειακές ροές αποτυπώνουν μεταβολές στα στοιχεία του ενεργητικού, όπως αγορές αποθεμάτων και παγίων στοιχείων ή αύξηση του δανεισμού της επιχείρησης, χωρίς όμως να μας παρέχουν ποιοτική πληροφόρηση για το κατά πόσο οι μεταβολές αυτές είναι ωφέλιμες και αναγκαίες ή όχι για την επιχείρηση. Δεν είναι λίγοι εκείνοι που υποστηρίζουν ότι τα λογιστικά αποτελέσματα που εξάγονται μέσω του λογιστικού αυτού χειρισμού, μπορούν εύκολως να παραποιηθούν καθώς η χειραγώγηση των ταμιακών ροών είναι αρκετά εύκολη μέσω κυρίως της απόκρυψης των υποχρεώσεων και των συναλλαγών με μετρητά⁴.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, τα λογιστικά συστήματα και η φορολογική νομοθεσία που εφαρμόζεται παγκοσμίως (Gaap, Sfaas, ελληνική φορολογική νομοθεσία κλπ), συμφωνούν ότι η λογιστική παρακολούθηση στην βάση των δεδουλευμένων αποτελεί καλύτερη πρακτική και εξασφαλίζει καλύτερη πληροφόρηση

⁴ Σε ότι αφορά την χειραγώγηση των κερδών, συναντήσαμε την ίδια άποψη και για την χρήση της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση

σε ότι αφορά την πρόβλεψη της μελλοντικής κερδοφορίας μιας επιχείρησης, ενώ ταυτόχρονα τονίζουν ότι η λογιστική παρακολούθηση σε ταμειακή βάση είναι ανεπαρκής κυρίως για τις μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα όμως, συμφωνούν πως η ταμειακή μέθοδος, μπορεί να προσθέσει αξία και λεπτομέρεια και να βελτιώσει την πληροφόρηση που η μέθοδος των δεδουλευμένων παρέχει.

Οι ταμειακές ροές μας παρέχουν ποσοτικές και σύντομες απαντήσεις και να ρίξουν φως σε αντίστοιχα ερωτήματα που η μέθοδος της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση δεν μπορεί να απαντήσει, όπως την προέλευση των κεφαλαίων και τον τρόπο με τον οποία αξιοποιήθηκαν ή τον τρόπο με τον οποίο αυξήθηκαν τα χρηματικά διαθέσιμα της επιχείρησης ενώ το αποτέλεσμα της χρήσης είναι ζημιολόγο κ.λ.π.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ: ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

4.1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Γενικότερα, τα δεδουλευμένα είναι ουσιαστικά το όχημα που μεταφέρει τις ταμειακές ροές στον χρόνο. Έτσι για παράδειγμα, οι πωλήσεις με πίστωση μεταφέρονται χρονικά στο παρόν, ανεξάρτητα από τον χρόνο είσπραξής τους. Αντίστοιχα, η προεξόφληση εξόδων μεταφέρεται στο μέλλον με την χρήση των δεδουλευμένων ανεξάρτητα από τον χρόνο πληρωμής τους. Με τον τρόπο αυτό, μπορούν εύκολα να συσχετιστούν τα έσοδα, με τα έξοδα εκείνα που δημιουργούνται για την πραγματοποίησή τους (Αρχή συσχετισμού εσόδων - εξόδων).

Θα μπορούσαμε, ίσως, συνοπτικά να «παντρέψουμε» τις έννοιες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, αναφορικά με τα έσοδα, τα έξοδα και τα κέρδη, για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο και να παρατηρήσουμε πως μεταβάλλονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές βάση των δεδουλευμένων, ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Συνολικά Έσοδα} &= \text{Έσοδα από πωλήσεις μετρητοίς} + \text{Έσοδα από πωλήσεις επί} \\ &\quad \text{πιστώσει} - \text{Εισπράξεις μετρητών για πωλήσεις προηγούμενων περιόδων} + \\ &\text{Προκαταβολές πελατών για πωλήσεις τρέχουσας περιόδου} + \text{Έσοδα προηγούμενης} \\ &\quad \text{περιόδου που αφορούν την τρέχουσα.} \end{aligned}$$

και

Συνολικά Έξοδα = Αγορές και δαπάνες μετρητοίς + Αγορές και δαπάνες επί πιστώσει – Πληρωμές μετρητών για αγορές και δαπάνες προηγούμενων περιόδων – Πληρωμές μετρητών για δαπάνες επόμενης περιόδου + Προκαταβολές σε προμηθευτές για αγορές τρέχουσας περιόδου + Έξοδα προηγούμενης περιόδου που αφορούν την τρέχουσα.

4.2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Ο Healy (1985), εξετάζει την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στα δεδουλευμένα και την μελλοντική κερδοφορία, αναφορικά με την χειραγώγηση των κερδών και αποτελεί μία από τις πρώτες ολοκληρωμένες έρευνες πάνω στη συγκεκριμένη θεματολογία.

Επιβεβαιώνει την ήδη υπάρχουσα θεωρία, σύμφωνα με την οποία, τα διοικητικά στελέχη, τροποποιούν και προσαρμόζουν τις λογιστικές τους αποφάσεις και μεθόδους, ανάλογα με το κατά πόσον αυτές, επηρεάζουν θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης σε κάθε περίοδο και εφόσον η αύξηση της κερδοφορίας συνδέεται αναλογικά με το ύψος των αποδοχών τους.

Στην μελέτη του, μεταξύ άλλων, ερευνά και την επίδραση της χρήσης της λογιστικής στην βάση των δεδουλευμένων στα κίνητρα της διοίκησης για υψηλότερες αμοιβές μέσω της αύξησης ή της μείωσης των κερδών.

Ο πρώτος έλεγχος που διενεργεί αναφορικά με τα δεδουλευμένα, είναι να τα συγκρίνει για κάθε εταιρεία και έτος, σε δείγμα 94 εταιρειών συνολικά, με την πρόβλεψη για τα κίνητρα της διοίκησης για αυξημένες αποδοχές, επιβεβαιώνοντας την θεωρία. Έπειτα, ελέγχει το κατά πόσο τα δεδουλευμένα διαφέρουν από εταιρεία σε εταιρεία ανάλογα με τις μεταξύ τους διαφορές στο ύψος των απολαβών της διοίκησης.

Ο Healy (1985) δίνει μερικούς από τους πληρέστερους ορισμούς στην διεθνή βιβλιογραφία για τα δεδουλευμένα, στο εύρος των οποίων βασίστηκε η πλειονότητα των μεταγενέστερων ερευνών. Ορίζει τα συνολικά δεδουλευμένα (total accruals) ως την διαφορά ανάμεσα στα δηλωθέντα κέρδη και τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Τα συνολικά δεδουλευμένα αποτελούνται από τα διαφοροποιημένα (discretionary accruals) και τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα (non-discretionary accruals).

$$ACC_t = NA_t + DA_t$$

Τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα, σύμφωνα με τον Healy, ορίζονται ως το μέτρο των προσαρμογών των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές της λογιστικής διαχείρισης, όπως αυτές ορίζονται από τον εκάστοτε φορέα και νομοθεσίας (FASB, IAS, κ.λ.π.). Η επιλογή της λογιστικής μεθόδου (μέθοδος αποσβέσεων, αποτίμησης αποθεμάτων κ.λ.π.) που θα ακολουθηθεί είναι στην διακριτική ευχέρεια των οργάνων της διοίκησης. Δεδομένου ότι τα δεδουλευμένα προσδιορίζουν τον χρονικό ορίζοντα των δημοσιευμένων κερδών, τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα δίνουν την δυνατότητα στην διοίκηση να μεταφέρει τα κέρδη μεταξύ των περιόδων.

Οι ταμειακές ροές ορίζονται ως το άθροισμα του κεφαλαίου κίνησης (working capital) μείον τις μεταβολές στα αποθέματα (inventories) και των εισπρακτέων λογαριασμών πλέον των μεταβολών των πληρωτέων λογαριασμών (payables) και των πληρωτέων φόρων (income taxes payable).

Ο Healy, εξετάζει το δείγμα του για της ύπαρξη χειραγώγησης κερδών, συγκρίνοντας τα μέσα συνολικά accruals με μία διαχωριστική μεταβλητή της χειραγώγησης των κερδών. Η μεταβλητή αυτή, διαιρεί το δείγμα σε τρεις ομάδες. Στην πρώτη ομάδα, κάνει την υπόθεση ότι τα κέρδη χειραγωγούνται ανοδικά και στις άλλες δύο καθοδικά. Έπειτα γίνονται ζευγαρωτές συγκρίσεις ανάμεσα στην ομάδα με την ανοδική τάση χειραγώγησης και στις ομάδες με την καθοδική, και εξάγει συμπεράσματα. Ο Healy αποδεικνύει ότι, όταν τα διοικητικά στελέχη δεν λαμβάνουν κίνητρα απόδοσης λόγω της μειωμένης κερδοφορίας του οργανισμού, έχουν την τάση να χειραγωγούν τα κέρδη με σκοπό να εμφανίζονται ακόμα πιο μειωμένα, ώστε να εξασφαλίσουν τα ανάλογα οφέλη από τη μελλοντική τους αύξηση. Έτσι η εκάστοτε νέα διοίκηση, τείνει να προσπαθεί να επωφεληθεί από την εικονική αυτή μείωση των τρεχόντων κερδών, κατηγορώντας για αυτήν την προηγούμενη διοίκηση δημιουργώντας παράλληλα τις συνθήκες για ευνοϊκές για αυτούς μελλοντικές συγκρίσεις⁵. Τα αποτελέσματα του Healy αποτέλεσαν ορόσημο για πολλές έρευνες και οι ορισμοί που απέδωσε στα δεδουλευμένα έγιναν καθόρισαν την μελλοντική βιβλιογραφία.

⁵ Το φαινόμενο αυτό, αναφέρεται στη σύγχρονη βιβλιογραφία ως Big Bath.

Οι S.H. Teoh, I. Welch και T. J. Wong (1998), ακολουθώντας τα βήματα του Healy (1985), εξετάζουν την σχέση των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών με την χειραγώγηση των μελλοντικών κερδών. Ορίζουν και εκείνοι τα δεδουλευμένα ως την διαφορά ανάμεσα στα καθαρά κέρδη και τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Αποδεικνύουν ότι τα δεδουλευμένα είναι εκείνα που ουσιαστικά επηρεάζουν τις μεταβολές στο καθαρό εισόδημα όπως δημοσιεύεται στις οικονομικές καταστάσεις, ενώ οι ταμειακές ροές διαδραματίζουν αντίθετο ρόλο.

Διακρίνουν τα δεδουλευμένα σε τέσσερις κατηγορίες : ανάλογα με την χρονική περίοδο στην οποία αναφέρονται, σε τρέχοντα δεδουλευμένα (current accruals) και μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα (long term accruals) και ανάλογα με το κατά πόσο μπορεί η διοίκηση να τα διαμορφώσει ή όχι, σε διακριτά (discretionary) και μη διακριτά (non - discretionary).

Τα μη διακριτά δεδουλευμένα, είναι εκείνα που ουσιαστικά «επιβάλλονται» από το εκάστοτε επιχειρηματικό περιβάλλον και οι συνθήκες μέσα στις οποίες αναπτύσσεται κάθε οργανισμός και δεν είναι στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης να τα επηρεάσει με σκοπό την οποιαδήποτε επίδραση τους στα κέρδη. Έτσι για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις εντάσεως κεφαλαίου, είναι φυσιολογικό να εμφανίζουν αυξημένες αποσβέσεις και απομειώσεις και αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης, είναι φυσιολογικό να έχουν κέρδη που υπερβαίνουν τις πωλήσεις μετρητοίς. Υποστηρίζουν, ότι ενώ οι επενδυτές μπορούν να διακρίνουν τις επιδράσεις των δεδουλευμένων στα δημοσιευμένα κέρδη, αδυνατούν να εντοπίσουν την μεταξύ τους διάκριση.

Στην μελέτη τους, εξετάζουν το κατά πόσο οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών των προηγούμενων ετών συνδέονται αρνητικά με τα δεδουλευμένα. Αποδεικνύουν ότι τα μη διακριτά τρέχοντα δεδουλευμένα (non discretionary current accruals) έχουν ισχυρότερη και περιεκτικότερη επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών. Στο υπόδειγμά τους, συγκρίνουν την κερδοφορία πριν την δημοσίευσή τους, ταξινομημένη με βάση τα μη διακριτά τρέχοντα δεδουλευμένα του προηγούμενου έτους, χρησιμοποιώντας τον συντελεστή συσχέτισης Spearman. Ακολουθούν την ίδια διαδικασία τόσο για κάθε μία από τις τέσσερις διακρίσεις που όρισαν για τα δεδουλευμένα, όσο και για τις ταμειακές ροές. Συγκεκριμένα, παρατηρούν ότι τα τρέχοντα διακριτά δεδουλευμένα είναι εκείνο που αυξάνονται πριν την προσφορά, φτάνουν στο αποκορύφωμα κατά το έτος της

προσφοράς και το επόμενο έτος μειώνονται. Το βασικό τους συμπέρασμα είναι, ότι τα διακριτά δεδουλευμένα είναι εκείνα που είναι σε θέση να επηρεάζουν την κερδοφορία και τις εταιρικές αποδόσεις και επομένως υποδεικνύουν την χειραγώγησή τους.

Ήδη, από τις πρώτες έρευνες που έκαναν την εμφάνισή τους στην διεθνή βιβλιογραφία αναφορικά με την σχέση των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών με την απόδοση, ήταν είναι εκείνη της Rayburn Judy το 1986. Στην μελέτη της, εξετάζει την σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα και των δεδουλευμένων, με τις αποδόσεις των χρεογράφων. Διακρίνει τρεις σημαντικές συνιστώσες των δεδουλευμένων: τις αποσβέσεις (depreciation), τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης (working capital) και την αναβαλλόμενη φορολογία (deferred taxes). Χρησιμοποιεί δύο διαφορετικές μεθόδους για την εμπειρική της έρευνα. Προχωρά σε παλινδρόμηση των σφαλμάτων πρόβλεψης (forecast errors) και των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) και διαπιστώνει ότι μόνον οι ταμιακές ροές και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης μπορούν να δώσουν σημαντικές πληροφορίες σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών και την κερδοφορία, ενώ η αναβαλλόμενη φορολογία και οι αποσβέσεις, ως συνιστώσες των δεδουλευμένων, είναι ασήμαντες. Στην συνέχεια, χρησιμοποιεί ένα υπόδειγμα τυχαίου περιπάτου (random walk model), σύμφωνα με το οποίο, όλες οι μεταβλητές των δεδουλευμένων μπορούν να παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για τις αποδόσεις των μετοχών. Το αποτέλεσμα αυτό το αποδίδει από τις ακραίες τιμές που παρατηρούνται στο υπόδειγμα. Το τελικό της συμπέρασμα είναι ότι τόσο από τις ταμειακές ροές όσο και από τα συνολικά και τρέχοντα δεδουλευμένα, μπορούμε να αντλήσουμε σημαντικές πληροφορίες για τις αποδόσεις των χρεογράφων.

Η Patricia Dechow, το 1994 σε μία καινοτόμα έρευνα, απέδειξε ότι η λογιστική κερδοφορία (operating income), αποτελεί καλύτερο μέτρο πρόβλεψης για την μελλοντική κερδοφορία σε σχέση με τις ταμειακές ροές, λόγω των λογιστικών δεδουλευμένων (accounting accruals). Τονίζει ότι τα κέρδη διαφέρουν από τις πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές, καθώς οι μεν ταμειακές ροές αφενός δεν περιλαμβάνουν τις πωλήσεις που έχουν πραγματοποιηθεί με πίστωση (credit sales) και περιλαμβάνουν αντίθετα τις εισπράξεις από πωλήσεις προηγούμενων περιόδων. Στη βάση αυτή, όρισε τα λογιστικά δεδουλευμένα ως τη διαφορά ανάμεσα στην λογιστική κερδοφορία και τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, που ισοδυναμεί

με το άθροισμα της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης και των δεδουλευμένων από λειτουργική δραστηριότητα:

$$\text{Operating accruals} = \text{Earning} - \text{Cash from operations} = \text{change in working capital} + \text{Long term operating accruals}$$

Στην έρευνά της, υποθέτει και επιβεβαιώνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών, από ό,τι μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των πραγματοποιηθέντων ταμειακών ροών, βραχυπρόθεσμα. Καθώς όμως το χρονικό διάστημα των μετρήσεων μεγαλώνει, οι πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές, αρχίζουν να αποτελούν καλύτερο μέτρο των μελλοντικών αποδόσεων.

Η Patricia Dechow στο άρθρο της, τονίζει επίσης την σημασία των δεδουλευμένων κατά την διάρκεια της κατασκευαστικής περιόδου ή γενικά των περιόδων επενδύσεων: όταν τα συνολικά δεδουλευμένα (aggregate accruals)⁶ είναι μεγάλα σε απόλυτη τιμή – θετικά ή αρνητικά – αποτυπώνουν με μεγαλύτερη σαφήνεια μία εικόνα για την απόδοση, σε σχέση με τις πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές. Κατά την διάρκεια τέτοιων περιόδων, αποδεικνύει ότι οι πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές είναι πιο αναξιόπιστο μέτρο της απόδοσης σε σχέση με τα λογιστικά κέρδη που προέρχονται από την λογιστική βάση των δεδουλευμένων. Η Patricia Dechow στο άρθρο της γενικά τονίζει όλα τα πλεονεκτήματα της χρήσης της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση ως μέτρο της απόδοσης και της κερδοφορίας.

Οι J.A.Loftus και S.Sin (1997), αναπαράγουν σε ένα βαθμό την μελέτη της Dechow (1994) και επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματά της. Εξετάζουν τον ρόλο που διαδραματίζουν τα δεδουλευμένα στην σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και κερδοφορίας. Ακολουθώντας την μεθοδολογία της Dechow (1994), προσπαθούν να προσδιορίσουν τον ρόλο των συνολικών δεδουλευμένων (total accruals), συγκρίνοντας την σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και κερδοφορίας, με εκείνη μεταξύ αποδοτικότητας και ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα. Επιβεβαιώνουν το αποτέλεσμα της Dechow (1994), ότι τα συνολικά δεδουλευμένα ενισχύουν την σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και κερδοφορίας.

⁶ Τα συνολικά δεδουλευμένα τα ορίζει γενικά ως την μεταβολή στους μη ταμειακούς λογαριασμούς (the net change in non-cash accounts)

Επεκτείνουν ακόμη περισσότερο την μελέτη της Dechow (1994), η οποία απέδειξε ότι τα τρέχοντα δεδουλευμένα διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο στην επίδραση στις σχέσεις μεταξύ απόδοσης και κερδοφορίας και απόδοσης και ταμειακών ροών. Οι J.A.Loftus και S.Sin (1997), αμφισβήτησαν το αποτέλεσμα της ως προς την διαφορετική επίδραση των τρεχόντων και των μη τρεχόντων δεδουλευμένων στην σχέση αποδοτικότητας και κερδοφορίας, καθώς, όπως υποστηρίζουν, το αποτέλεσμα της μελέτης της βασίστηκε στην σύγκριση των συσχετίσεων των αποδόσεων και των κερδών, με τις συσχετίσεις των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και των αποδόσεων, σε ένα δείγμα επιχειρήσεων με ποικίλα και διαφορετικά μεγέθη τρεχόντων και των μη τρεχόντων δεδουλευμένων, εξάγοντας έτσι ουσιαστικά το αποτέλεσμα με βάση τα συνολικά δεδουλευμένα. Στην ίδια βάση, οι J.A.Loftus και S.Sin (1997), διαχωρίζουν εννοιολογικά τα τρέχοντα (current) και τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα (non-current accruals), προσδιορίζοντας την επίδρασή τους στην σχέση αποδοτικότητας και κερδοφορίας.

Στο υπόδειγμά τους, επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι υπάρχει ισχυρή σχέση ανάμεσα στην απόδοση και στις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα, όταν σε αυτές ενσωματώνονται και τα τρέχοντα δεδουλευμένα, πράγμα που υποδεικνύει την μικρή επίδραση που έχουν τα τρέχοντα δεδουλευμένα στην σχέση μεταξύ απόδοσης και κερδών. Το ακριβώς αντίθετο, αποδεικνύεται με την ίδια υπόθεση, όταν όμως οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες έχουν αφομοιώσει τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα.

Έτσι, το σημαντικότερό τους εύρημα είναι ότι οι δύο αυτές συνιστώσες των συνολικών δεδουλευμένων, ασκούν εντελώς διαφορετική επίδραση στην σχέση αυτή: ενώ τα τρέχοντα δεδουλευμένα διαδραματίζουν σχεδόν μηδαμινό ρόλο στην διαμόρφωση της σχέσης αυτής, τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα έχουν ιδιαίτερα μεγάλη συμμετοχή.

Στην μελέτη τους, λαμβάνουν υπόψη τα κέρδη ως τα λειτουργικά έσοδα μετά φόρων, μειωμένα κατά το ποσό των έκτακτων κονδυλίων (εξαιρεί τα έκτακτα κέρδη, καθώς όπως αναφέρουν, βασιζόμενοι στο Australian Accounting Standard n.1, δεν είναι συνήθως αποτέλεσμα λειτουργικής δραστηριότητας).

Επίσης, λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, όπως προκύπτουν από το άθροισμα των τρεχόντων και μη τρεχόντων δεδουλευμένων με τα

κέρδη. Τέλος, τις αποδόσεις των μετοχών τις μετρούν ως το πηλίκο της μεταβολής της τιμής πλέον των μερισμάτων, διά την τιμή τους στην αρχή της περιόδου.

Ορίζουν τα τρέχοντα δεδουλευμένα (current accruals), ως το μέρος εκείνο των συνολικών δεδουλευμένων που αντιπροσωπεύει τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές σε στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού που εμφανίζονται μέσα σε ένα συγκεκριμένο οικονομικό έτος και αντιστρέφονται μέσα στο επόμενο οικονομικό έτος, όπως για παράδειγμα τις διαφορές ανάμεσα στο κόστος των πωληθέντων αποθεμάτων και στις πληρωμές των προμηθευτών.

Αντίθετα, τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα (non-current accruals), διαχωρίζονται σε δύο περεταίρω κατηγορίες: εκείνα που αντιπροσωπεύουν τις αποκλίσεις ανάμεσα στα κέρδη και τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα και που εντοπίζονται σε χρονική περίοδο μεγαλύτερη του οικονομικού έτους και επεκτείνονται και στην επόμενη, όπως για παράδειγμα η παροχή μακροπρόθεσμων εγγυήσεων, και σε εκείνα που προκαλούν μεταβολές μονιμότερου χαρακτήρα, όπως για παράδειγμα οι αποσβέσεις και οι απομειώσεις της αξίας των περιουσιακών στοιχείων.

Σε μία σε βάθος ανάλυση των ιδιοτήτων των τρεχόντων και μη τρεχόντων δεδουλευμένων, τα διακρίνει ως εξής:

Τα τρέχοντα δεδουλευμένα περιλαμβάνουν:

- Μεταβολές στους πελάτες και στους εισπρακτέους λογαριασμούς
- Μεταβολές στους χρεώστες και στις εισπραχθείσες προκαταβολές
- Μεταβολές στα αποθέματα
- Μεταβολές στους προμηθευτές και τους πληρωτέους λογαριασμούς
- Μεταβολές στους πιστωτές και στις δοθείσες προκαταβολές
- Μεταβολές στις προβλέψεις, εκτός εκείνων που αφορούν τα μερίσματα.

Τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα, περιλαμβάνουν:

- Αποσβέσεις και απομειώσεις της αξίας των περιουσιακών στοιχείων
- Ζημιές και κέρδη από πώληση παγίων
- Μεταβολές στον οφειλόμενο φόρο εισοδήματος
- Μεταβολές σε μελλοντικά οφέλη από την φορολογία

- Ζημιές και κέρδη από επενδύσεις, υπολογιζόμενα βάση της μεταβολής της καθαρής θέσης
- Δικαιώματα μειοψηφίας στα καθαρά κέρδη των θυγατρικών
- Μεταβολές στις προβλέψεις που αφορούν τα μερίσματα.

Καθοριστικής όμως σημασίας στην διεθνή βιβλιογραφία, που άλλαξαν ριζικά τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές προχωρούσαν στις προβλέψεις τους για την μελλοντική κερδοφορία, αποτελούν τα ευρήματα της μελέτης του Sloan (1996), αναφορικά με την διαφοροποίηση της σταθερότητας (persistence) των συνιστωσών της κερδοφορίας και την λανθασμένη προσέγγισή τους από τους επενδυτές. Η βασική υπόθεση του Sloan στηρίζεται στην εξισορρόπηση μεταξύ αξιοπιστίας και καταλληλότητας των πληροφοριών που προέρχονται από την λογιστική της βάσης των δεδουλευμένων (accrual basis accounting). Αναγνωρίζει ότι τα κέρδη αποτελούνται από δύο βασικές μεταβλητές (συνιστώσες): εκείνη των δεδουλευμένων (accruals) και εκείνη των ταμειακών ροών (cash flows). Ερεύνησε, το κατά πόσο οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη, όπως αυτά τα καθορίζει κάθε φορά ξεχωριστά η κάθε μια από τις συνιστώσες τους. Υποστηρίζει ότι οι πληροφορίες και τα δεδομένα που εξάγονται με τη χρήση των ταμειακών ροών είναι περισσότερο αξιόπιστα και επαρκή για την εξαγωγή ασφαλούς λογιστικού αποτελέσματος. Αντίθετα, οι πληροφορίες εκείνες που προέρχονται από την λογιστική παρακολούθηση των δεδουλευμένων, μπορεί μεν να παρέχουν ορθά αποτελέσματα, τα οποία όμως μπορούν εύκολα να αμφισβητηθούν και επομένως να θεωρηθούν λιγότερο αξιόπιστα. Σε αυτήν την βάση, ο Sloan θεωρεί την συνιστώσα των ταμειακών ροών περισσότερο «ανθεκτική» για τον προσδιορισμό των κερδών και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Η μελέτη του Sloan το 1996, ήταν πρωτοποριακή για την εποχή και άλλαξε ολοκληρωτικά τον τρόπο σκέψης των επενδυτών παγκοσμίως. Απέδειξε καταρχήν, όπως αναφέραμε, ότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν με τη χρήση των δεδουλευμένων έχει χαμηλότερη σταθερότητα (persistence) από εκείνο που προκύπτει με την μέθοδο των ταμειακών ροών, ανατρέποντας την πεπατημένη πρακτική των επενδυτών παγκοσμίως.

Προχωρώντας στις υποθέσεις του, έδειξε επίσης, ότι οι επενδυτές αποτιμούν μεν ορθά την σταθερότητα της λογιστικής κερδοφορίας, αλλά αγνοούν τις διαφορετικές ιδιότητες

και επιδράσεις των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Οι επενδυτές, διευκρινίζει, έχουν την τάση να υπερτιμούν την χαμηλή σταθερότητα των δεδουλευμένων και αντίστροφα, να υποτιμούν την υψηλή σταθερότητα των ταμειακών ροών, με αποτέλεσμα να μην αντιλαμβάνονται την υποκειμενικότητα των πληροφοριών που παρέχονται από την χρήση των δεδουλευμένων για την εξαγωγή του λογιστικού αποτελέσματος και να οδηγούνται συχνά σε λανθασμένη λήψη αποφάσεων. Αυτό, τονίζει, έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), την οποία και κατονόμασε ως «ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων» (accruals anomaly) όπου παρατηρείται ότι οι μεν επιχειρήσεις με υψηλές τιμές δεδουλευμένων επιτυγχάνουν χαμηλές αποδόσεις και οι δε επιχειρήσεις με χαμηλές τιμές δεδουλευμένων επιτυγχάνουν αντίθετα υπερκανονικές αποδόσεις. Από την έρευνά μας διαπιστώσαμε ότι ο Sloan (1996), είναι ο πρώτος που εντοπίζει και διατυπώνει με σαφήνεια την έννοια της ιδιαιτερότητας αυτής των δεδουλευμένων (accruals anomaly). Υποστηρίζει ότι οι επενδυτές, δυσκολεύονται να εστιάσουν και να ερμηνεύσουν τις πληροφορίες που περιέχονται στα δεδουλευμένα ενώ αντίθετα εστιάζουν την προσοχή τους στα τρέχοντα κέρδη.

Ο Richard G. Sloan στην μελέτη του το 1996, προκειμένου να εκτιμήσει την επίδραση της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση, αποσυνθέτει τα κέρδη σε δύο επιμέρους συνιστώσες. Εκείνη των δεδουλευμένων και εκείνη των ταμειακών ροών.

Ο ορισμός που προσδίδει ο Richard G. Sloan (1996) στα δεδουλευμένα, βασίζεται στον διαχωρισμό των ταμειακών ροών όπως προσδιορίζεται από το SFAS (Statement of Financial Accounting Standards) 95. Στο πρότυπο 95, διαχωρίζονται οι ταμειακές ροές σε ταμειακές ροές από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Στο πρότυπο αυτό (παρ.21) ορίζεται ότι :

«Οι λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν γενικά την παραγωγή και διάθεση αγαθών και την παροχή υπηρεσιών. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν γενικά το αποτέλεσμα των παραπάνω δραστηριοτήτων εκφρασμένο σε χρηματικά διαθέσιμα που προσδιορίζουν το καθαρό αποτέλεσμα».

Σε αυτή την βάση, ο Sloan ορίζει τα δεδουλευμένα (accruals) ως τη διαφορά μεταξύ καθαρού εισοδήματος και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

$$\text{Total Net Accruals} = \text{Net Income} - \text{Cash from Operating Activities}$$

Ακολουθεί την Dechow et all (1995) για να υπολογίσει τα δεδουλευμένα, χρησιμοποιώντας πληροφορίες τόσο από την Κατάσταση ταμειακών ροών (Balance Sheet Statement) όσο και από τον Ισολογισμό (Income Statement) και τα ορίζει ως εξής:

$$\text{Accruals} = (\Delta\text{CA} - \Delta\text{Cash}) - (\Delta\text{CL} - \Delta\text{STD} - \Delta\text{TTP}) - \text{Dep}$$

Όπου:

ΔCA : η μεταβολή στα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία (change in current assets)

ΔCash : η μεταβολή στα χρηματικά διαθέσιμα και χρηματικά ισοδύναμα (change in cash and cash equivalent)

ΔCL : η μεταβολή στις τρέχουσες υποχρεώσεις (change in current liabilities)

ΔSTD : η μεταβολή στις οφειλές που περιλαμβάνονται στις τρέχουσες υποχρεώσεις (change in dept included in current liabilities)

ΔTTP : η μεταβολή στους φόρους εισοδήματος πληρωτέους (current liabilities income taxes payable)

Dep : οι αποσβέσεις και οι απομειώσεις (depreciation and amortization)

Προχώρησε στον υπολογισμό της συνιστώσας των ταμειακών ροών, ορίζοντάς την ως την διαφορά ανάμεσα στο εισόδημα από λειτουργικές δραστηριότητες αφαιρουμένων των δεδουλευμένων. Δηλαδή:

$$\text{Cash Flow} = \text{Income from Continuing Operations} - \text{Accruals}$$

Στην συνέχεια, εξομαλύνει τις μεταβλητές του, διαιρώντας τις με τα μέσα συνολικά ετήσια στοιχεία ενεργητικού (average total assets).

Η βασική του υπόθεση, στην οποία και θα δώσουμε ιδιαίτερη βάση και θα ακολουθήσουμε στην παρούσα διπλωματική εργασία, διατυπώνεται ως εξής :

«Η διατήρηση της απόδοσης των τρεχόντων κερδών μειώνεται σε ότι αφορά την συνιστώσα των δεδουλευμένων και αυξάνεται σε ότι αφορά την συνιστώσα των ταμειακών ροών »

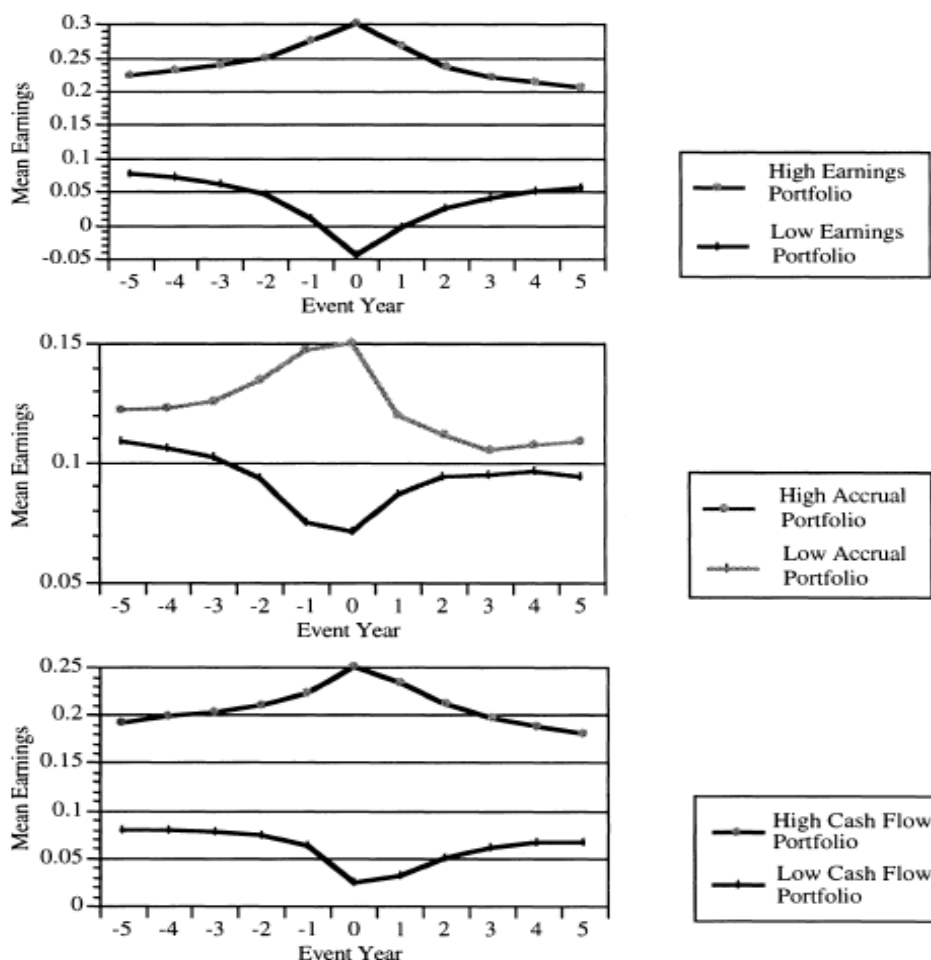
Για τον έλεγχο της υπόθεσής του, ο Sloan προσπάθησε να βρει κατά πόσο τα υψηλά (χαμηλά) κέρδη, θα συνεχίσουν να είναι υψηλά (χαμηλά), όταν αυτά έχουν υπολογιστεί βάσει είτε της συνιστώσας των δεδουλευμένων είτε της συνιστώσας των ταμειακών ροών. Στην μεθοδολογία του, ταξινομεί το δείγμα του σε αύξοντα αριθμό κερδών. Έπειτα το χωρίζει σε δέκα χαρτοφυλάκια, όπου στο πρώτο περιλαμβάνονται οι μικρότερες τιμές κερδών και στο τελευταίο οι μεγαλύτερες. Υπολογίζει στην συνέχεια τον αριθμητικό μέσο όρο για κάθε χαρτοφυλάκιο και εντοπίζει το μέσο επίπεδο των κερδών για τα δεδομένα του. Τέλος, από το μέσο επίπεδο κερδών λαμβάνει υπόψη του τα δέκα χρόνια που το περιβάλλουν και σχηματίζει ένα event time plot, το οποίο θα μας υποδείξει τις ακραίες αποδόσεις των κερδών.

Ακολουθεί ακριβώς την ίδια διαδικασία δύο ακόμη φορές, με την διαφορά ότι ταξινομεί κάθε φορά τα κέρδη σύμφωνα με την αύξουσα ταξινόμηση των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Κατασκευάζει έτσι συνολικά τρία event time plots και είναι σε θέση να συγκρίνει την διατήρηση των αποδόσεων κερδών όταν αυτά επηρεάζονται από τις συνιστώσες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών με τις ακραίες αποδόσεις τους.

Από το αποτέλεσμα που προκύπτει, όπως μπορούμε εύκολα να αντιληφθούμε, διαπιστώνει ότι τα δεδουλευμένα τείνουν να συγκλίνουν πολύ πιο γρήγορα σε σχέση με τις ταμειακές ροές, γεγονός που σύμφωνα με τον Sloan, υποδεικνύει την χαμηλή διατήρηση των αποδόσεων κερδών που προέρχονται από την συνιστώσα των δεδουλευμένων σε σχέση με εκείνη που προέρχεται από την συνιστώσα των ταμειακών ροών .

Στην μεθοδολογία αυτή θα αναφερθούμε αναλυτικότερα παρακάτω στο εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας, καθώς είναι εκείνη που θα χρησιμοποιήσουμε και στην δική μας μεθοδολογία.

Διάγραμμα 4.1. Τα event-time plots με ταξινόμηση των δεδομένων βάση κερδών, δεδουλευμένων και ταμειακών ροών.



Πηγή: Richard G. Sloan, “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows?», The accounting Review, July 1996. p.301

Ο Sloan (1996) μας παρέχει λοιπόν, σημαντικά στοιχεία σε ότι αφορά την απόδοση των κερδών. Συμπεραίνει ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων, τείνουν να διατηρούν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα τα κέρδη τους σε σχέση με εκείνες με υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων. Οι επενδυτές, έχουν την τάση, όταν σχηματίζουν τις προβλέψεις τους για την μελλοντική κερδοφορία, να υπερεκτιμούν την επίδραση των δεδουλευμένων ως συνιστώσα των κερδών, πράγμα που οδηγεί σε μη κανονικές θετικές αποδόσεις για τις επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων και μη κανονικές χαμηλές αποδόσεις για εκείνες με υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων, αντίστοιχα. Η αγορά,

αποτυγχάνει να αποτιμήσει σωστά την επίδραση των δεδουλευμένων ως συνιστώσα των κερδών καθώς υπερεκτιμά την επίδρασή της στην μελλοντική κερδοφορία, ενώ αντίθετα υποτιμά την επίδραση της συνιστώσας των ταμειακών ροών. Η αγορά φαίνεται να εκπλήσσεται όταν οι προβλέψεις της για την μελλοντική κερδοφορία δεν επιβεβαιώνονται το επόμενο έτος. Για να μπορέσει να εξηγήσει αυτή την αντίδραση της αγοράς αναφορικά με τα δεδουλευμένα, ο Sloan σχηματίζει στην συνέχεια, χαρτοφυλάκια υψηλού κινδύνου στα οποία παίρνει θέση αγοράς (long position) στις επιχειρήσεις με τα μικρότερα ποσά δεδουλευμένων και θέση πώλησης (short position) σε εκείνες με τα μικρότερα ποσά δεδουλευμένων. Με την στρατηγική αυτή, καταφέρνει να εμφανίζει αποδόσεις της τάξης του 10,4 % συνολικά, ενώ παρουσιάζει απώλειες μόνο στα δύο από τα τριάντα χρόνια που εξετάζει.

Αναφέραμε συνοπτικά τη βασική μεθοδολογία του Sloan (1996) και τα βασικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξε και που άλλαξαν ριζικά τον τρόπο που οι επενδυτές προχωρούν στις προβλέψεις τους για την μελλοντική κερδοφορία.

Οι Dechow, M.P., S.P.Kothari, and R.L.Watts το 1997, εξετάζουν την χρήση των λογιστικών κερδών και τις επιπτώσεις από την ενσωμάτωση των προβλέψεων των ταμειακών ροών ως συνιστώσα των κερδών και την προβλεπτική τους ικανότητα αναφορικά με την μελλοντική κερδοφορία. Αναπτύσσουν ένα απλό μοντέλο, με το οποίο οι προβλέψεις των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ενσωματώνονται στα λογιστικά κέρδη. Αποδεικνύουν ότι οι μεταβολές στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες έχουν αρνητική αυτοσυσχέτιση και εξηγούν με ποιόν τρόπο τα κέρδη αφομοιώνουν αυτήν την αρνητική αυτοσυσχέτιση ώστε να γίνουν καλύτερο μέτρο πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα. Επίσης, με το συγκεκριμένο μοντέλο εξηγεί και άλλες ιδιότητες των χρονολογικών σειρών των κερδών, των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και των δεδουλευμένων. Τέλος, εξηγούν την διαφοροποίηση της προβλεπτικής ικανότητας των κερδών και των ταμειακών σε κάθε εταιρεία.

Στο συγκεκριμένο μοντέλο ορίζουν τα δεδουλευμένα ως το άθροισμα μεταξύ των μεταβολών των εισπρακτέων λογαριασμών (accounts receivable) και τις μεταβολές των αποθεμάτων (changes in inventory) σε μία συγκεκριμένη περίοδο, αφαιρουμένων των μεταβολών των πληρωτέων λογαριασμών (accounts payable):

$$\begin{aligned} \text{Accruals} &= \Delta \text{AR}_t + \Delta \text{INV}_t - \Delta \text{AP}_t \\ &= \text{Earnings} - \text{Cash flows from operating activities} \end{aligned}$$

Τελικά, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη αποτελούν καλύτερο μέτρο για την απόδοση σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Οι M. Barth, W.H. Beaver, J.R. Hand και W.R. Landsman (1999), προσπαθούν να δώσουν φως στα γενικότερα χαρακτηριστικά των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών ως παράμετροι των κερδών, αναφορικά με την ικανότητά τους να προβλέπουν τις μελλοντικές αποδόσεις. Βασίστηκαν στην υπόθεση του Ohlson (1999), σύμφωνα με τον οποίο, όπως μας αναφέρουν οι M. Barth, W.H. Beaver, J.R. Hand και W.R. Landsman, η ικανότητα των συνιστωσών των κερδών να προβλέπουν μελλοντικές αποδόσεις, εξαρτάται από την ικανότητά τους να προβλέπουν τα μελλοντικά υπερ-κανονικά κέρδη (abnormal returns) καθώς και από την σταθερότητά τους (persistence) ως συνιστώσα των κερδών. Αποδεικνύουν καταρχήν, ότι τόσο τα δεδουλευμένα όσο και οι ταμειακές ροές ως συνιστώσες των κερδών, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόβλεψη των μελλοντικών υπερ-κανονικών αποδόσεων, σε διαφορετικό όμως βαθμό η κάθε μία. Τα δεδουλευμένα, έχουν αρνητική προβλεπτική ικανότητα και οι ταμειακές ροές θετική, πράγμα που σημαίνει ότι τα υπερ- κανονικά κέρδη είναι λιγότερο ανθεκτικά όταν τα δεδουλευμένα διαμορφώνουν ένα μεγάλο ποσοστό των τρεχόντων κερδών. Η ίδια αντίθετη σχέση συνδέει τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές με την αγοραία και την ονομαστική αξία των μετοχών.

Το βασικό τους συμπέρασμα είναι ότι η μεταξύ τους αλληλεπίδραση, η σταθερότητά τους και η ικανότητά τους να μπορούν να προβλέπουν την μελλοντική υπερ- κανονική κερδοφορία, έχει ως αποτέλεσμα, τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές, συμβάλλουν σε εντελώς διαφορετικές αξιολογήσεις.

Οι Bradshaw, M.T., S.A. Richardson, and R.G. Sloan, το 2001 ενισχύουν ακόμα περισσότερο το συμπέρασμα του Sloan (1996) αναφορικά με το γεγονός ότι οι επενδυτές αδυνατούν να ερμηνεύσουν σωστά τις ιδιότητες των δεδουλευμένων ως μέτρο της απόδοσης. Χρησιμοποιούν την αρχική μέθοδο του Sloan (1996) για να υπολογίσουν την ποιότητα των δεδουλευμένων και επεκτείνουν ακόμη περισσότερο την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία, αποδεικνύοντας ότι οι εκάστοτε ελεγκτές και αναλυτές

δεν προειδοποιούν κατάλληλα τους επενδυτές για τα προβλήματα που προκαλεί η χρήση της λογιστικής στη βάση των δεδουλευμένων στην μελλοντική κερδοφορία και την δυνατότητα που δίνει για τις παραβιάσεις επιβεβαιώνοντας το συμπέρασμα του Sloan ότι οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να προβλέψουν τις αρνητικές επιδράσεις των δεδουλευμένων στην αναμενόμενη κερδοφορία. Στην εμπειρική τους έρευνα ορίζουν τα δεδουλευμένα με δύο διαφορετικούς τρόπους. Ο πρώτος, τρόπος, ακολουθεί την πεπατημένη του Sloan (1996) όπου τα δεδουλευμένα είναι η διαφορά μεταξύ κερδών και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Περαιτέρω, ορίζουν τα δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης (working capital accruals) ως το άθροισμα της αύξησης των εισπρακτέων λογαριασμών, πλέον της αύξησης των αποθεμάτων, της μείωσης των πληρωτέων λογαριασμών, της μείωσης των φόρων εισοδήματος και πλέον (ή μείον) της αύξησης (ή της μείωσης) των περιουσιακών στοιχείων (ή των υποχρεώσεων).

$$\text{Working capital accruals} = \text{Increase in account receivables} + \text{increase in inventory} + \text{decrease in accrued income taxes} + \text{increase (decrease) in assets (liabilities)}.$$

Τονίζουν δύο σημαντικές διαφορές μεταξύ των συνολικών δεδουλευμένων και των δεδουλευμένων κεφαλαίου κίνησης (working capital accruals). Τα δεδουλευμένα που προέρχονται από τις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης, δεν συμπεριλαμβάνουν πλήθος μακροπρόθεσμων δεδουλευμένων, όπως για παράδειγμα τις αποσβέσεις, τα οποία τείνουν να παραμένουν σταθερά μακροπρόθεσμα και επηρεάζουν λίγο την μεταβλητότητα των συνολικών δεδουλευμένων. Επίσης, τονίζουν ότι τα συνολικά δεδουλευμένα περιλαμβάνουν και ποσά όπως οι ζημιές ή τα κέρδη από την πώληση περιουσιακών στοιχείων, ποσά τα οποία έχουν την τάση να αναστρέφονται πάρα πολύ γρήγορα στην επόμενη διαχειριστική περίοδο, αλλά έχουν όμως ήδη ληφθεί υπόψη από τους επενδυτές στην εκτίμησή τους για τις μελλοντικές αποδόσεις. Στην λογική αυτή, προχωρούν στην έρευνά τους με δύο διαφορετικούς υπολογισμούς του μεγέθους των δεδουλευμένων, αποδεικνύοντας τελικά ότι τα δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης, είναι καλύτερο μέτρο προσδιορισμού των μελλοντικών κερδών.

Επίσης, οι Scott A. Richardson, Richard G. Sloan, Mark T. Soliman και Irem Tuna το 2001, επιδιώκουν στην έρευνά τους, να εντοπίσουν τις πληροφορίες που μας

παρέχουν τα δεδουλευμένα για την ποιότητα των κερδών. Στην προσπάθειά τους αυτή, μας παρέχουν ίσως την πληρέστερη ανάλυση στην βιβλιογραφία, σε ότι αφορά την εννοιολογική προσέγγιση στον ορισμό των δεδουλευμένων.

Καταρχήν, επαναπροσδιορίζουν και τροποποιούν την έννοια των δεδουλευμένων, όπως αρχικά την προσδιόρισε ο Sloan . Την προσδιορίζουν ως την διαφορά:

$$\text{Total Net Accruals} = \text{Net Income} - \text{Cash From Operating Activities} - \\ \text{Cash From Investing Activities}$$

Καταλήγουν στον ορισμό αυτό, θεωρώντας καταρχήν, πως υπό το πρίσμα της λογιστικής στην βάση των ταμειακών ροών, ένας πληρέστερος ορισμός των δεδουλευμένων είναι η διαφορά μεταξύ καθαρού εισοδήματος και καθαρών ταμειακών ροών, συμπεριλαμβανομένων και των επενδυτικών και χρηματοδοτικών ταμειακών ροών. Και αυτό γιατί, ιδανικά, στην «ταμειακή λογιστική», τα καθαρά κέρδη και οι καθαρές ταμιακές ροές, εξ ορισμού θα ήταν ίσα. Καθώς όμως, οι ταμιακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν αναβαλλόμενο παρελθοντικό κόστος και μεταφερόμενα παρελθοντικά έσοδα , οι πληροφορίες που θα μας εξήγαγαν θα ήταν ιδιαίτερα αναξιόπιστες. Σε αντίθεση δηλαδή με τον Sloan, περιλαμβάνουν στην έρευνά τους, όλο το εύρος των δεδουλευμένων που προέρχονται από λειτουργικές δραστηριότητες. Επίσης, διακρίνουν τα δεδουλευμένα σε εκείνα που προέρχονται από τις μεταβολές στα περιουσιακά στοιχεία και εκείνα που προέρχονται από τις μεταβολές στις υποχρεώσεις και μετρούν τις διαφορετικές επιδράσεις τους στην ποιότητα των κερδών. Τέλος, την ίδια μεθοδολογία εφαρμόζουν και για τα δεδουλευμένα εκείνα που σχετίζονται με την ανάπτυξη των λειτουργικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης, σε σχέση με εκείνα που μειώνουν την αποδοτικότητά τους.

Με τον τρόπο αυτόν, μας παρέχουν σημαντική γνώση σε ότι αφορά την διάκριση και τον εννοιολογικό προσδιορισμό των δεδουλευμένων, πράγμα που είναι ίσως η μεγαλύτερη συνεισφορά της μελέτης τους.

Χρησιμοποιούν ουσιαστικά διαφοροποιημένους όρους των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών σε σχέση με τον Sloan (1996). Αφενός, διευρύνουν αφενός την έννοια των δεδουλευμένων, περιλαμβάνοντας τόσο τα τρέχοντα (current accruals) όσο και τα μη τρέχοντα (non - current accruals) δεδουλευμένα, αφετέρου την έννοια των

ταμειακών ροών περιλαμβάνοντας τις ταμειακές ροές τόσο από λειτουργικές όσο και από επενδυτικές δραστηριότητες (ελεύθερες ταμειακές ροές). Επεκτείνουν το αρχικό συμπέρασμα του Sloan (1996), διευκρινίζοντας ότι τα μη τρέχοντα δεδουλευμένα (non – current accruals) παρέχουν πληρέστερες πληροφορίες σχετικά με την μελλοντική απόδοση. Επίσης, δείχνουν ότι τα δεδουλευμένα που προέρχονται από τις υποχρεώσεις, καθώς και η αποδοτικότητα και η ανάπτυξη των πωλήσεων ως συνιστώσες των συνολικών δεδουλευμένων, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πληροφόρηση για την ποιότητα των κερδών. Τελικά, καταλήγουν πως δεν υπάρχει μεμονωμένος παράγοντας ή συνιστώσα των δεδουλευμένων που να μας δίνει από μόνος του επαρκή πληροφόρηση για την ποιότητα των κερδών.

Περεταίρω, ακολουθούν το αρχικό υπόδειγμα του Sloan και το εξειδικεύουν, αφαιρώντας επιπλέον τις ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες.

Μία άλλη προσέγγισή τους στην έννοια των δεδουλευμένων, είναι ότι ισούνται με την μεταβολή στα καθαρά περιουσιακά στοιχεία από λειτουργικές δραστηριότητες (Net Operating Assets).

$$\text{Total Net Accruals} = \text{Change in Net Operating Assets}$$

Τα περιουσιακά στοιχεία από λειτουργικές δραστηριότητες, τα ορίζουν ως την διαφορά ανάμεσα στα μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (non-financial assets) αφαιρουμένων των μη χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (non-financial liabilities). Με τον τρόπο αυτό, αποκλείουν οποιαδήποτε επίδραση των ταμειακών ροών, από τον προσδιορισμό των κερδών.

Προχωρούν τέλος, στον ορισμό των δεδουλευμένων, ως την διαφορά ανάμεσα στα συνολικά καθαρά έσοδα και τις ελεύθερες ταμειακές ροές.

$$\text{Total Net Accruals} = \text{Net Income} - \text{Free Cash Flows}$$

, όπου οι ελεύθερες ταμειακές ροές ορίζονται ως το σύνολο των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες.

Διακρίνουν περεταίρω τα δεδουλευμένα σε τρέχοντα (current accruals) και μη τρέχοντα (non – current accruals) δεδουλευμένα, και το καθένα από αυτά, σε εκείνα που

προέρχονται από τα περιουσιακά στοιχεία και εκείνα που προέρχονται από τις υποχρεώσεις. Την διάκριση αυτή, την πραγματοποιούν με την λογική ότι τα δεδουλευμένα που προέρχονται από τα περιουσιακά στοιχεία, περιλαμβάνουν αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη και προβλέψεις, που πιθανότατα είναι υποκειμενικά. Από την άλλη πλευρά, τα δεδουλευμένα που προέρχονται από την εκτίμηση μελλοντικών υποχρεώσεων, είναι σχετικά αντικειμενικά και καταλήγουν στον ορισμό:

$$\begin{aligned} & \text{Total Net Accrualst} \\ & = \text{Current Accrualst} + \text{Non-Current Accruals} \\ & = (\text{Change in Current Operating Assets} - \text{Change in Current Operating Liabilities}) + \\ & \quad (\text{Change in Non-Current Operating Assets} - \text{Change in Non-Current Operating} \\ & \quad \text{Liabilities}) \end{aligned}$$

Οι ίδιοι, οι Scott A. Richardson, Richard G. Sloan, Mark T. Soliman και Irem Tuna το 2004, μας παρέχουν νέες πληροφορίες και επεκτείνουν την μελέτη του Sloan (1996) σε άλλη βάση. Επανατροποποιούν την έννοια των δεδουλευμένων, όπως αρχικά την προσδιόρισε ο Sloan και προτείνουν ένα πιο περιεκτικό μέτρο των δεδουλευμένων, που είναι ίσο με την ετήσια μεταβολή του ύψους της καθαρής θέσης από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες. Αποδεικνύουν επίσης, πως παρόλο που οι μεταβατικοί λογαριασμοί του παθητικού δεν μπορούν από μόνοι τους να εξάγουν σημαντικές πληροφορίες για την ποιότητα των κερδών ενός οργανισμού, παίζουν σημαντικό ρόλο σε συνδυασμό με την ερμηνεία των μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού. Προχωρούν σε μία περαιτέρω διάκριση των δεδουλευμένων σε δύο ακόμη συνιστώσες, της ανάπτυξης και της αποτελεσματικότητας και αποδεικνύουν ότι, συμπεριλαμβάνοντας τις στην έρευνά τους, μπορούν να παρέχουν καλύτερη πληροφόρηση για την τις μελλοντικές αποδόσεις από εκείνες που παρέχει το αρχικό υπόδειγμα του Sloan. Το αποτέλεσμα της εμπειρικής τους έρευνας είναι σημαντικό καθώς προκύπτει ότι τα «δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες» (current accruals) και οι μεταβολές στα περιουσιακά στοιχεία (asset efficiency⁷) καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την ποιότητα των κερδών, ενώ μέσω των «δεδουλευμένων από

⁷ Asset efficiency: Όταν ένας οργανισμός, με λίγα περιουσιακά στοιχεία δημιουργεί περισσότερα κέρδη.

επενδυτικές δραστηριότητες» (non-current accruals) και της αύξησης των πωλήσεων, μπορούμε εύκολα να προβλέψουμε την μελλοντική απόδοση. Τέλος αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές δίνουν περισσότερη έμφαση στο μέτρο αυτό ως μέτρο σταθερότητας της τρέχουσας κερδοφορίας, σε σχέση με τα δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε πως σύμφωνα με τους οι Scott A. Richardson, Richard G. Sloan, Mark T. Soliman και Irem Tuna, τα «δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες» (current accruals) αντιπροσωπεύουν τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές, όπως για παράδειγμα την διαφορά ανάμεσα στο κόστος πωληθέντων αποθεμάτων και τις πληρωμές των προμηθευτών σε ετήσια βάση. Αντίθετα τα «δεδουλευμένα από επενδυτικές δραστηριότητες» (non-current accruals) αντιπροσωπεύουν περισσότερο μακροπρόθεσμες διαφορές που επεκτείνονται σε χρονικά διαστήματα πέραν της μίας οικονομικής χρήσης, όπως για παράδειγμα, διαφορές που προκύπτουν από τις αποσβέσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Ο Xie το 2001, επέκτεινε περαιτέρω την έρευνα του Sloan (1996), αφού ο Sloan δεν διευκρίνισε το αν και σε τι βαθμό η λανθασμένη τιμολόγηση της αγοράς οφείλεται σε διαφοροποιημένα ή μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα. Ο Xie, ανέλυσε τα δεδουλευμένα στο διαφοροποιημένο και το μη διαφοροποιημένο τμήμα τους και έδειξε ότι οι υπερκανονικές αποδόσεις προέρχονται από τα χαρτοφυλάκια εκείνα που χρησιμοποιούν τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα (abnormal accruals) που σχετίζονται με τα κέρδη του επόμενου έτους (one-year-ahead earnings). Χρησιμοποίησε το υπόδειγμα του Jones (1991) και τις μεθόδους του Sloan (1996) και απέδειξε ότι τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα είναι εκείνα που τελικά υπερτιμούνται. Επίσης, αποδεικνύει ότι η αδυναμία της αγοράς να αποτιμήσει τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα, οφείλεται στην αδυναμία της να αξιολογήσει την ανθεκτικότητά τους. Τέλος, διενεργεί ελέγχους για πληθώρα ασυνήθιστων δεδουλευμένων και γεγονότων κατά την περίοδο που παρατηρούνται τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα, καταλήγοντας ότι η υπερτιμολόγηση αυτή είναι στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης για χειραγώγηση των κερδών.

Οι Dechow και Dichev το 2002, υποθέτουν ότι η ποιότητα των πληροφοριών που προέρχονται από τα κέρδη υπολογισμένα στην βάση των δεδουλευμένων μειώνεται, σε συνάρτηση με τις υποθέσεις και τις γενικές εκτιμήσεις που πρέπει να γίνουν για τον υπολογισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών. Προτείνουν λοιπόν, ένα

εναλλακτικό μέτρο της ποιότητας των δεδουλευμένων: Εξήγαγαν τα κατάλοιπα από τις παλινδρομήσεις των δεδουλευμένων στις παρελθοντικές, τρέχουσες και μελλοντικές ταμειακές ροές και χρησιμοποίησαν την τυπική απόκλιση των καταλοίπων ως μέτρο της ποιότητας των δεδουλευμένων. Ένα σημαντικό αποτέλεσμα της έρευνάς τους είναι το γεγονός ότι απέδειξαν ότι τα κατάλοιπα στην έρευνά τους περιλαμβάνουν τόσο τα σκόπιμα όσο και μη-σκόπιμα λάθη, απαντώντας στις μελέτες που επιμένουν ότι είναι αποτέλεσμα μόνο της χειραγώγησης των κερδών από τη διοίκηση. Τελικά συμπεραίνουν, ότι η χαμηλή ποιότητα των δεδουλευμένων οφείλεται στην αδυναμία των επενδυτών να τα εκτιμήσουν αντικειμενικά.

Οι Hirshleifer, D.A., K. Hou, και S.H. Teoh το 2004, απέδειξαν ότι η καθαρή θέση όπως διαμορφώνεται από τις λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες (net operating assets), είναι καλύτερο μέτρο για να προσδιοριστεί το κατά πόσο οι επενδυτές έχουν υπερεκτιμήσει την σταθερότητα της τρέχουσας κερδοφορίας, σε σχέση με το ύψος των δεδουλευμένων από λειτουργικές δραστηριότητες. Υποστήριξαν ότι η αρνητική σχέση του ύψους της καθαρής θέσης από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες δεν υπονοεί και την ύπαρξη χειραγώγησης των κερδών, καθώς η υψηλή καθαρή θέση από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες μπορεί να οφείλεται τόσο στην χειραγώγηση των κερδών όσο και σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ορίζουν τα δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες ως την διαφορά ανάμεσα στα λειτουργικά έσοδα και τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Οι ίδιοι, οι Hirshleifer, Hou και Teoh (2009), εξετάζουν ξανά τις επιδράσεις των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών στην χρηματιστηριακή αγορά. Σε αντίθεση με προγενέστερες μελέτες, συμπεραίνουν ότι τα συνολικά δεδουλευμένα, είναι μία ισχυρή παράμετρος πρόβλεψης των αποδόσεων των μετοχών σε σχέση με τις ταμειακές ροές. Από τις πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις που ελέγχουν, διαπιστώνουν ότι τα δεδουλευμένα συσχετίζονται θετικά με τις συνολικές αποδόσεις, ενώ οι ταμειακές ροές αρνητικά. Τα αποτελέσματά τους αυτά, τα αποδίδουν στο γεγονός ότι τόσο τα δεδουλευμένα όσο και οι ταμειακές ροές, εμπεριέχουν πληροφορίες για τις μεταβολές στα προεξοφλητικά επιτόκια ή για χειραγώγηση των κερδών. Λαμβάνοντας υπόψη το συνολικό μέγεθος των δεδουλευμένων, αποδεικνύουν ότι τα συνολικά δεδουλευμένα επιδρούν λιγότερο από τις ταμειακές ροές ως μέτρα πρόβλεψης της μελλοντικής

κερδοφορίας. Η μεταξύ τους διαφορά είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με εκείνη που αποδεικνύει ο Sloan (1996) ενεργώντας παλινδρομήσεις σε επίπεδο επιχείρησης, επεκτείνοντας με αυτόν τον τρόπο σε σημαντικό βαθμό την έρευνά του. Εξετάζουν έπειτα μονοπαραγοντικές και πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα συνολικά δεδουλευμένα είναι ένας ισχυρός παράγοντας πρόβλεψης της συνολικής μελλοντικής απόδοσης των μετοχών. Εξειδικεύουν τέλος το υπόδειγμά τους, μελετώντας τις επιδράσεις των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών σε επίπεδο βιομηχανίας και κλάδου παραγωγής και καταλήγουν στο συμπέρασμα, ότι η επίδραση κάθε μιας συνιστώσας των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, επιδρά διαφορετικά ανάλογα με τον κλάδο και την βιομηχανία. Όμως δεν επιβεβαιώνουν την υπόθεση του Sloan (1996) για την προσήλωση των επενδυτών στα κέρδη (earnings fixation hypothesis) σε επίπεδο συνολικών δεδουλευμένων και συνολικών ταμειακών ροών ούτε και σε επίπεδο βιομηχανίας και κλάδου.

Οι D. A. Hirshleifer, K. Hou και S. H. Teoh (2011), ακολουθούν τον ορισμό του Sloan (1996) για να ερευνήσουν το κατά πόσο η ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων οφείλεται στην αδυναμία των επενδυτών να εντοπίσουν τις επιδράσεις των δεδουλευμένων στις αποδόσεις, ή στο γεγονός ότι ενώ είναι σε θέση να τις εντοπίζουν, επιλέγουν να ακολουθήσουν μία περισσότερο ριψοκίνδυνη τακτική. Λαμβάνουν υπόψη τα δεδουλευμένα, ως εκείνα που προέρχονται από τη λειτουργική δραστηριότητα (operating accruals). Τα υπολογίζουν χρησιμοποιώντας την έμμεση μέθοδο ταμειακών ροών (indirect balance sheet method) και τα ορίζουν ως την διαφορά ανάμεσα στα μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία (non-cash current assets) μείον των τρεχόντων υποχρεώσεων, αφού αφαιρεθούν από το σύνολο των υποχρεώσεων οι μεταβολές στο βραχυπρόθεσμο χρέος, οι μεταβολές στους πληρωτέους φόρους, οι αποσβέσεις και οι απομειώσεις:

$$\text{Accrual}_t = \Delta \text{Current Assets}_t - \Delta \text{cash}_t - (\Delta \text{Current liabilities}_t - \Delta \text{Short-term Debt}_t - \Delta \text{Taxes Payable}_t - \text{Depreciation and amortization expenses}_t)$$

Οι Leippold και Lohre (2012), επιβεβαιώνοντας την μελέτη του Sloan (1996), επισημαίνουν την αρνητική σχέση μεταξύ δεδουλευμένων και ταμειακών ροών και την θετική σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τα κέρδη, σε όλες τις χώρες.

Επιβεβαιώνουν επίσης, ότι όσο μεγαλύτερα ποσοστά δεδουλευμένων παρουσιάζουν τα χαρτοφυλάκια τόσο και υψηλότερα κέρδη εμφανίζουν. Μία από τις σημαντικότερες προσεγγίσεις τους, ήταν με την χρήση του beta σε κάθε χαρτοφυλάκιο. Υπολόγισαν τον beta σε κάθε πεμπτημόριο χαρτοφυλακίου για κάθε χώρα, χρησιμοποιώντας την κλασική συνάρτηση

$$R_{it} - RF_t = \alpha + \beta (RM_t - RF_t) + \epsilon_{it} \quad ,$$

Όπου R_{it} η καθαρή απόδοση του πεμπτημορίου του χαρτοφυλακίου, RF_t είναι η το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και RM_t η απόδοση της αγοράς. Τα ακραία χαρτοφυλάκια των πεμπτημορίων για τις μισές περίπου χώρες, εμφανίζουν υψηλούς beta, ενώ στις υπόλοιπες χώρες, οι τιμές των beta εμφανίζουν ομοιογένεια σε όλα τα χαρτοφυλάκια.

Εξετάζοντας τέλος τα ίδια χαρτοφυλάκια σε σχέση με την αξία των συνολικών περιουσιακών στοιχείων κάθε επιχείρησης του δείγματος, τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια, με τις μεγαλύτερες και μικρότερες τιμές δεδουλευμένων, αποτελούνται από μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, στις 22 από τις 26 χώρες του δείγματός τους. Οι Linna Shi and Huai Zhang το 2012 βασίζονται στην μελέτη του Sloan το 1996 και προσπαθούν να ερμηνεύσουν την ιδιαιτερότητα της χρήσης των δεδουλευμένων (accruals anomaly) που περιγράφει ο Sloan. Η βασική του υπόθεση είναι ότι εάν οι επενδυτές εστιάζονται στα κέρδη ως μέτρο της απόδοσης, τότε η αποτελεσματικότητα της χρήσης της λογιστικής των δεδουλευμένων θα αυξηθεί τόσο ως προς την ανταπόκριση των τιμών των μετοχών στα τρέχοντα κέρδη, όσο και ως προς την ανθεκτικότητα των ταμειακών ροών σε σχέση με τα δεδουλευμένα. Επιβεβαιώνουν την μελέτη του Sloan και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων βασίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές εστιάζουν σε μεγάλο βαθμό στο μέγεθος των κερδών και την προβλεπτική τους ικανότητα για μελλοντικές αποδόσεις. Επίσης, αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις που στηρίζονται στην μέθοδο των δεδουλευμένων, συσχετίζονται θετικά με την ανταπόκριση των τιμών των μετοχών στα κέρδη. Καταλήγουν, ότι η λογιστική στη βάση των δεδουλευμένων είναι πιο αποτελεσματική όταν εφαρμόζονται σε επιχειρήσεις που οι τιμές των μετοχών αντιδρούν πιο άμεσα στις μεταβολές των κερδών και οι ταμειακές ροές είναι πιο ανθεκτικές (persistent) από τα δεδουλευμένα.

4.3 ACCRUALS ANOMALY

Κατά την διάρκεια της έρευνάς μας, εντοπίσαμε γενικά τέσσερις διαφορετικές προσεγγίσεις σε ότι αφορά την εξήγηση της ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (accruals anomaly) που παρατήρησε και κατέγραψε ο Sloan το 1996.

Η πρώτη εξήγηση αποδίδεται από τον ίδιο, οποίος υποθέτει ότι η ιδιαιτερότητα αυτή προκαλείται από τους ίδιους τους επενδυτές, οι οποίοι αδυνατούν να εκτιμήσουν την μικρή ανθεκτικότητα των δεδουλευμένων, ως μέτρο της μελλοντικής απόδοσης και υποστηρίζει ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων είναι ουσιαστικά μία προέκταση της αναποτελεσματικότητας της αγοράς.

Οι Bradshaw, M.T., S.A. Richardson, και R.G. Sloan το 2001, εξηγούν ότι οι προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών είναι αισιόδοξες για τις επιχειρήσεις με υψηλά ποσά δεδουλευμένων και απαισιόδοξες για εκείνες με χαμηλά.

Οι Leirpold και Lohre (2012), επεκτείνουν την έρευνα του Sloan (1996), μελετώντας την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων (accruals anomaly) σε διεθνές επίπεδο. Εξετάζουν τα επίπεδα της ανωμαλίας των δεδουλευμένων σε μία χώρα κάθε φορά, σε σύνολο 26 ανεπτυγμένων αγορών. Για να ποσοτικοποιήσουν την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων, βασιζόμενοι στην έρευνα του Sloan (1996), κατασκευάζουν χαρτοφυλάκια βάση του μεγέθους των δεδουλευμένων κάθε επιχείρησης, τα χωρίζουν σε πεμπτημόρια και ακολουθούν μία στρατηγική αντιστάθμισης (hedge strategy), με θέση αγοράς στις επιχειρήσεις με χαμηλά ποσά δεδουλευμένων και θέση πώλησης σε επιχειρήσεις με υψηλά ποσά δεδουλευμένων. Καταλήγουν, ότι για τις περισσότερες από τις μισές χώρες, τα χαρτοφυλάκια των εταιρειών του τελευταίου πεμπτημρίου, παρουσιάζουν κέρδη με μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με εκείνα των υπολοίπων πεμπτημορίων. Στο υπόλοιπο μισό των χωρών που εξέτασαν, η μεταβλητότητα των κερδών είναι σχεδόν ίδια σε κάθε πεμπτημόριο. Για να εκτιμήσουν την αποδοτικότητα της στρατηγικής αντιστάθμισης κάθε φορά, εξετάζουν την απόκλιση της απόδοσης σε με την t-statistic της. Με τον τρόπο αυτόν, κατέληξαν ότι 10 στις 26 χώρες, εμφανίζουν την ιδιαιτερότητα αυτή των δεδουλευμένων σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ή και περισσότερο. Οι δέκα αυτές χώρες είναι η Αυστραλία, το Χονγκ Κονγκ, το Ηνωμένο Βασίλειο, οι Ηνωμένες Πολιτείες, η Δανία, η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ιαπωνία και η Σουηδία.

Ο Xie (2001), επιβεβαιώνει αυτήν την εξήγηση και της δίνει μία ακόμα πιο συγκεκριμένη υπόσταση. Διευκρινίζει ότι η ιδιαιτερότητα αυτή των χρηματιστηριακών αγορών είναι ακόμη πιο έντονη όταν οφείλεται σε μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα (discretionary ή abnormal accruals).

Οι Dechow και Dichev (2002) δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με μικρή ποιότητα δεδουλευμένων έχουν μικρότητα σταθερότητα των κερδών, ενώ οι Richardson, S.A., R.G.Sloan, M.T.Soliman, and I.Tuna (2005), εξηγούν ότι η μέτρηση των σφαλμάτων των δεδουλευμένων μπορεί να δώσει σαφή εξήγηση στην διαφορά της διατήρησης των μελλοντικών κερδών (persistence) ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές.

Το 2006, οι Γ. Παπαναστασόπουλος, Δ. Θωμάκος και T. Wang, με την έρευνά τους, επέκτειναν ακόμα περισσότερο την έρευνα του Sloan και γενικότερα τα συμπεράσματα της ήδη υπάρχουσας βιβλιογραφίας πάνω στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες των κερδών. Διέκριναν τις συνιστώσες των κερδών σε ακόμη περισσότερες κατηγορίες και μελέτησαν την επίδρασή τους στην αποδοτικότητα και την μελλοντική κερδοφορία. Τις διέκριναν καταρχήν σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Εκείνες που αφορούν τα αδιανέμητα κέρδη (retained earnings) και εκείνες που αφορούν τα διανεμόμενα κέρδη (distributed earnings). Οι συνιστώσες της πρώτης κατηγορίας είναι τα τρέχοντα δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες (current operating accruals), τα μη κυκλοφορούντα δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες (non-current operating accruals), οι μένοντες ταμειακές ροές (retained cash flows), τα κέρδη και οι ταμειακές ροές που διανέμονται στους πιστωτές και τα κέρδη και οι ταμειακές ροές που διανέμονται στους μετόχους. Βασίστηκαν στην διάκριση αυτή, παρατηρώντας ότι οι επενδυτές τείνουν να υπερεκτιμούν τα αδιανέμητα κέρδη (retained earnings) και να υποεκτιμούν τα διανεμόμενα όταν σχηματίζουν τις προβλέψεις τους για την μελλοντική κερδοφορία. Έπειτα, εξετάζουν την σχέση των συνιστωσών αυτών μεταξύ τους και δίνουν έμφαση στην μικρή διατήρηση των αδιανέμητων κερδών που προέρχονται από τα δεδουλευμένα και στην μεγάλη, αντίστροφα, διατήρηση των διανεμόμενων κερδών στους μετόχους. Στην συνέχεια, διακρίνουν τα αδιανέμητα κέρδη σε διαφοροποιημένα (discretionary) και μη διαφοροποιημένα (non discretionary), ακολουθώντας το μοντέλο των Chan, Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2006). Με την διάκριση αυτή, εντοπίζουν αφενός την επίδραση της χειραγώγησης των κερδών από την διοίκηση, εκτιμώντας τα

διαφοροποιημένα δεδουλευμένα και αφετέρου, την επίδραση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, εκτιμώντας τα μη διαφοροποιημένα δεδουλευμένα, προσδιορίζοντας έτσι την ποιότητα των κερδών. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, επιβεβαιώνουν την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία. Τα κέρδη που προέρχονται από τα δεδουλευμένα παρουσιάζουν μικρότερη διατήρηση (persistence) και οι επενδυτές τείνουν να τα υπερεκτιμούν. Αποδεικνύουν επίσης, ότι ενώ τα κέρδη που προέρχονται από τις μένουσες ταμειακές ροές (retained cash flows) παρουσιάζουν μεγαλύτερη διατήρηση σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από τα δεδουλευμένα, οι επενδυτές παρουσιάζονται επίσης να τα υπερεκτιμούν. Αποδεικνύουν τέλος, ότι οι επενδυτές, αδυνατούν επίσης να εστιάσουν στις επιμέρους συνιστώσες των διανεμόμενων κερδών. Οι Γ. Παπαναστασόπουλος, Δ. Θωμάκος και T. Wang, με την σημαντική αυτή διάκριση των συνιστωσών των κερδών, επιβεβαιώνουν την ήδη υπάρχουσα θεωρία αναφορικά με την «ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων» (accruals anomaly), σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές υπερεκτιμούν την συνολικά χαμηλή διατήρηση των αδιανεμήτων κερδών και υποεκτιμούν την υψηλή διατήρηση των διανεμόμενων κερδών.

Ο Γεώργιος Α. Παπαναστασόπουλος (2008) στην διδακτορική του διατριβή, επεκτείνει τα συμπεράσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας και τις προηγούμενης μελέτης των Γ. Παπαναστασόπουλος, Δ. Θωμάκος και T. Wang (2006), αναφορικά καταρχήν με την σχέση που συνδέει τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις με την καθαρή θέση από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες και έπειτα με την σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Εξετάζει τόσο την ικανότητα θεμελιωδών λογιστικών μεγεθών να προβλέπουν τις μεταβολές των μεγεθών των εταιρικών αποδόσεων, όσο και την χρησιμότητά τους για την διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων.

Σε ότι αφορά την προβλεπτική ικανότητα της καθαρής θέσης από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες για τις μελλοντικές αποδόσεις, επέκτεινε την θεωρία των Hirshleifer, Hou, Teoh και Zhang (2004), οι οποίοι συμπέραναν την αρνητική μεταξύ τους σχέση και τόνισαν ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις επιχειρήσεις εκείνες που παρουσιάζουν υψηλή καθαρή θέση από επενδυτικές και λειτουργικές δραστηριότητες, καθώς δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στο ύψος της λογιστικής κερδοφορίας για να προχωρήσουν στις προβλέψεις τους για τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Στην διδακτορική του διατριβή, ο Γ. Α. Παπαναστασόπουλος, επιβεβαιώνει την αρνητική

σχέση ανάμεσα στο ύψος των της καθαρής θέσης από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες και τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις και εξετάζει το κατά πόσον η προβλεπτική ικανότητα της καθαρής θέσης οφείλεται στις ιδιότητές της ως συνιστώσα των κερδών. Περαιτέρω, εξετάζει τις υπερ-κανονικές αποδόσεις που προκύπτουν από αντισταθμιστικές επενδυτικές στρατηγικές (hedge trading strategies), οι οποίες σχηματίστηκαν τόσο βάση των μεγεθών των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων όσο και της κάθε μιας από τις συνιστώσες της, τις επενδυτικές και τις λειτουργικές δραστηριότητες, ξεχωριστά. Περαιτέρω, την κάθε μία συνιστώσα την αναλύει σε περιουσιακά στοιχεία (operating assets) και υποχρεώσεις (operating liabilities). Προχωρά σε ελέγχους στατιστικής κερδοσκοπίας (statistical arbitrage test), επάνω σε όλες τις παραπάνω αντισταθμιστικές στρατηγικές, για κάθε μία συνιστώσα ξεχωριστά ώστε να είναι σε θέση να ερμηνεύσει την αρνητική αυτή σχέση ανάμεσα στην καθαρή θέση και τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα της μελέτης του ήταν εντυπωσιακά, καθώς απέδειξε πως, η αρνητική αυτή σχέση ανάμεσα στην καθαρή θέση από λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες και τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις, οφείλεται καθαρά στο μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων και όχι από τις υποχρεώσεις. Έπειτα, εξετάζει την σχέση της προβλεπτικής αυτής ικανότητας της καθαρής θέσης με τον χρηματοοικονομικό δείκτη λογιστικής αξίας προς χρηματιστηριακής αξίας μετοχής (book to market ratio), για να εντοπίσει τις πιθανές επιδράσεις των μελών της διοίκησης για την χειραγώγηση των κερδών και τα αποτελέσματά του την επιβεβαιώνουν.

Σε ότι αφορά την σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων, ο Γ. Α. Παπαναστασόπουλος, επέκτεινε την έως τότε υπάρχουσα βιβλιογραφία, καθώς διαχώρισε την λογιστική κερδοφορία σε επιπλέον συνιστώσες και εξέτασε την προβλεπτική ικανότητα στις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις, της κάθε μιας ξεχωριστά. Ειδικότερα, ανέλυσε την λογιστική κερδοφορία στις συνιστώσες των:

- Δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες (current operating accruals)
- Δεδουλευμένα από επενδυτικές δραστηριότητες (non current operating accruals)
- Παρακρατηθείσες ταμειακές ροές (retained cash flows)
- Κέρδη / ταμειακές ροές που διανέμονται σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (earnings / cash flows that are distributed to debt holders)

- Κέρδη / ταμειακές ροές που διανέμονται στους μετόχους (earnings / cash flows that are distributed to equity holders)

Τα συμπεράσματά του, δείχνουν ότι τα δεδουλευμένα από επενδυτικές δραστηριότητες έχουν υψηλότερη σταθερότητα σε σχέση με τα δεδουλευμένα από λειτουργικές δραστηριότητες αλλά χαμηλότερη σταθερότητα σε σχέση με τις με τις παρακρατηθείσες ταμειακές ροές. Ταυτόχρονα, ότι τα κέρδη προς τις ταμειακές ροές σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν χαμηλότερη σταθερότητα σε σχέση με τα κέρδη προς τις ταμειακές ροές στους μετόχους. Στο συμπέρασμά του, καταλήγει όμως ότι οι επενδυτές αδυνατούν να αναγνωρίσουν τις διαφορετικές αυτές επιδράσεις των συνιστωσών των κερδών και συμπεριφέρονται σαν να έχουν όλες παρόμοιες επιπτώσεις στην μελλοντική κερδοφορία.

Η συνολική συνεισφορά της μελέτης του Γ. Α. Παναστασόπουλου, είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς είναι η πρώτη φορά που γίνει εκτενής αναφορά και μελέτη στις ιδιότητες και τις επιδράσεις των παρακρατηθέντων κερδών ως συνιστώσα της μελλοντικής κερδοφορίας, καθώς η μέχρι τότε βιβλιογραφία, εστίαζε κυρίως στον ρόλο των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Από τα αποτελέσματα της έρευνας του, υποδεικνύεται κυρίως ότι το μέγεθος των παρακρατηθέντων κερδών είναι καλύτερο μέτρο εκτίμησης των επενδυτών για την μελλοντική κερδοφορία, σε σχέση με τα δεδουλευμένα. Τεκμηριώνει ότι, ο λόγος για τον οποίο οι επενδυτές υποτιμούν την υψηλή σταθερότητα των ταμειακών ροών είναι η αδυναμία τους να εντοπίσουν τις επιδράσεις των διανεμόμενων ταμειακών ροών στους μετόχους. Το πιο σημαντικό εύρημα και συμπέρασμα της μελέτης του, είναι ότι οι επενδυτές έχουν περιορισμένη αντίληψη σε ότι αφορά την ύπαρξη ή όχι χειραγώγησης κερδών από την διοίκηση, γεγονός το οποίο δικαιολογεί την αρνητική σχέση των δεδουλευμένων με τις μελλοντικές εταιρικές αποδόσεις.

Οι P.M. Dechow, S.A.Richardson και R.S.Sloan, το 2007, σε μία σημαντική τους έρευνα εξέτασαν την διατήρηση των κερδών, δίνοντας έμφαση στην συνιστώσα των ταμειακών ροών. Σε αντίθεση με τις περισσότερες μελέτες που είχαν προηγηθεί, οι οποίες έδιναν κυρίως έμφαση στην συνιστώσα των δεδουλευμένων και την διάκρισή τους σε υποκατηγορίες, οι P.M. Dechow, S.A.Richardson και R.S.Sloan προχωρούν στην έρευνά τους, διακρίνοντας και τις ταμειακές ροές σε επιμέρους συνιστώσες: τις μεταβολές των ταμειακών διαθεσίμων (change in the cash balance), εξόφληση χρεών ή

απόκτηση δανείων (issuances and distributions to debt) και διανομή μερισμάτων στους μετόχους ή αγορά νέων μετοχών (issuances and distributions to equity). Περεταίρω, ερευνούν κάθε μία από τις τρεις αυτές υπο – συνιστώσες ξεχωριστά για να διακρίνουν σε ποια από αυτές οφείλεται η διατήρηση των κερδών που προέρχονται από την γενικευμένη συνιστώσα των ταμειακών ροών. Καταλήγουν στο συμπέρασμα, ότι οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες που προέρχονται από τις νέες εκδόσεις ή αγορές μετοχών (equity financing activities) είναι εκείνες που επηρεάζουν ουσιαστικά την διατήρηση των κερδών, ενώ οι υπόλοιπες δύο, έχουν σχεδόν την ίδια χαμηλή επίδραση με τα δεδουλευμένα. Με τον τρόπο αυτό, διευρύνουν την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία και φωτίζουν τον λόγο για τον οποίο τα κέρδη που προέρχονται από την συνιστώσα τις ταμειακές ροές είναι περισσότερο διαρκή, σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από τη συνιστώσα των δεδουλευμένων.

Ορίζουν τις ταμειακές ροές ως τις ελεύθερες ταμειακές ροές (Free Cash Flows), δηλαδή τις ταμειακές ροές (εισροές και εκροές) αφαιρουμένων των ταμειακών ροών που προκύπτουν από την λειτουργική δραστηριότητα, καθώς και των ταμειακών ροών που προκύπτουν από την επενδυτική δραστηριότητα.

$$FCO = INCOME - ACCRUALS = \Delta CASH + DIST_EQ + DIST_D$$

Όπου FCO = Ελεύθερες ταμειακές ροές (Free Cash Flows)

INCOME = Καθαρά Κέρδη (Net Income)

DIST_EQ = Καθαρές ταμειακές ροές από διανομή μερισμάτων στους μετόχους ή αγορά νέων μετοχών

DIST_D = Καθαρές ταμειακές ροές από εξόφληση χρεών ή απόκτηση δανείων

Προχωρούν στην έρευνά τους, εξετάζοντας το κατά πόσο οι επενδυτές είναι σε θέση να διακρίνουν και να προβλέψουν τις διαφορετικές επιδράσεις των υπο - συνιστωσών των ταμειακών ροών στην διατήρηση των κερδών. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές εκτιμούν μεν σωστά την υψηλή επίδραση των μεταβολών που επέρχονται στις ταμειακές ροές από τις αγοραπωλησίες μετοχών και την αντίστοιχη χαμηλή επίδραση που προέρχεται από δραστηριότητες που προέρχονται από τον δανεισμό, αλλά αδυνατούν να εκτιμήσουν σωστά τις μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα.

Καταρρίπτουν έτσι, την αρχική υπόθεση του Sloan (1996), ότι οι επενδυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα κέρδη, αδυνατώντας να προσδιορίζουν και να αποτιμήσουν τις επιμέρους συνιστώσες τους, εκείνες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών και, κατ' επέκταση, υποστηρίζουν ότι η αρχική εκτίμηση του Sloan (1996) δεν μπορεί να εξηγήει πλήρως την «ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων» (accruals anomaly). Αποδεικνύουν επίσης ότι, η εκάστοτε διοίκηση, όταν υπερεκτιμά τις επενδυτικές ευκαιρίες, είναι πιο πιθανό να διατηρήσουν και να επανεπενδύσουν τα κέρδη τους παρά να προχωρήσουν στην διανομή τους στους μετόχους και στους πιστωτές τους. Στην βάση αυτή και δεδομένου ότι οι επενδυτές είναι σε θέση να διακρίνουν τις συνιστώσες των κερδών και να τις αξιολογήσουν, έστω και εν μέρει σωστά, αιτιολογούν το φαινόμενο της «ιδιαιτερότητας των δεδουλευμένων» ως μία παρανόηση και υπεραισιοδοξία αναφορικά με τις αναμενόμενες αποδόσεις από τις επενδυτικές ευκαιρίες. Αποδεικνύουν επίσης, ότι τα δεδουλευμένα και οι μένουσες ταμειακές ροές οδηγούν σε περισσότερες επενδύσεις, μικρότερα μελλοντικά κέρδη και μικρότερες μελλοντικές αποδόσεις.

Καταλήγουν τελικά στο συμπέρασμα, ότι η ιδιαιτερότητα αυτή των χρηματιστηριακών αγορών, της «ανωμαλίας των δεδουλευμένων» εντάσσεται μέσα στο γενικότερο πλαίσιο της ιδιαιτερότητας της εξωτερικής χρηματοδότησης (external financing anomaly).

Μία εναλλακτική προσέγγιση για την εξήγηση της ιδιαιτερότητας των δεδουλευμένων (accruals anomaly) που συναντήσαμε στην μελέτη του Zhang (2007), είναι ότι η ιδιαιτερότητα αυτή των δεδουλευμένων, αποτελεί ουσιαστικά μία ιδιαίτερη περίπτωση της ιδιαιτερότητας της ανάπτυξης (growth anomaly⁸). Ο Zhang (2007) θεωρεί ότι, αν το παράδοξο του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης είναι πράγματι η αιτία, τότε η ιδιαιτερότητα αυτή των χρηματιστηριακών αγορών θα πρέπει να εμφανίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό όταν τα δεδουλευμένα λειτουργούν ως μέτρο της ανάπτυξης.

Μία ακόμη εξήγηση για την εξήγηση της ιδιαιτερότητας των δεδουλευμένων (accruals anomaly) είναι εκείνη που συνδέει την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων με την ανάληψη του κινδύνου. Οι Wu et al. (2010), ερμηνεύουν τα δεδουλευμένα ως επενδύσεις στο κεφάλαιο κίνησης και αποδίδουν την ιδιαιτερότητα των

⁸ Οι επιχειρήσεις με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης έχουν μικρότερες αποδόσεις

δεδουλευμένων, στις επιχειρήσεις εκείνες που ευκαιριακά προσαρμόζουν τις επενδύσεις αυτές αυξομειώνοντάς της, με σκοπό να κερδίσουν από τις μεταβολές στα προεξοφλητικά επιτόκια. Την πιο εκτενή ανάλυση για την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων ως αποτέλεσμα την ανάληψης κινδύνου, μας δίνουν οι D. A. Hirshleifer, K. Hou και S. H. Teoh (2011), οι οποίοι, σε αντίθεση με προγενέστερες μελέτες που θέλουν την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων (accruals anomaly) να αντιπροσωπεύει την αναποτελεσματικότητα της αγοράς, προσπαθούν να μελετήσουν άλλους παράγοντες, που οι προγενέστερες έρευνες αγνοούν και ίσως φέρουν κάποιο μέρος της ευθύνης για την ανωμαλία αυτή. Με την μελέτη τους, προσπαθούν να διακρίνουν, εάν η ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων βασίζεται πράγματι στην ανικανότητα των επενδυτών να εντοπίσουν τις επιδράσεις των δεδουλευμένων στις αποδόσεις των εταιρειών, ή οφείλεται απλά στο γεγονός ότι, ενώ αναγνωρίζουν τις επιδράσεις αυτές, αποφασίζουν να αναλάβουν τον κίνδυνο και να ακολουθήσουν μία περισσότερο επιθετική τακτική.

Σχηματίζουν έναν συντελεστή, ο οποίος βασίζεται στα χαρακτηριστικά των δεδουλευμένων και με βάση αυτόν, κατασκευάζουν ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο μιμείται τα αποτελέσματα της ανωμαλίας των δεδουλευμένων. Τον συντελεστή αυτόν, ο CMA (Conservative Minus Aggressive), τον σχηματίζουν λαμβάνοντας θέση αγοράς (long position) στις επιχειρήσεις με χαμηλά ποσά δεδουλευμένων (συντηρητικές επιχειρήσεις) και θέση πώλησης (short position) στις επιχειρήσεις με αντίστοιχα υψηλά ποσά δεδουλευμένων (επιθετικές επιχειρήσεις). Χρησιμοποιούν τον CMA (Conservative Minus Aggressive) για να εξετάσουν το κατά πόσο οι αποδόσεις των επιχειρήσεων με τα χαμηλότερα επίπεδα δεδουλευμένων μεταβάλλονται ταυτόχρονα (commove), ώστε να αποδείξουν ότι η ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων βασίζεται στην ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές. Αποδεικνύουν ότι ο CMA (Conservative Minus Aggressive), εξηγεί μέρος την κοινής διακύμανσης των αποδόσεων, που μένει ανεξήγητη από τους παράγοντες της αγοράς (market factor), του μεγέθους της αγοράς (size) και του δείκτη book-to-market που, όπως αναφέρουν στην έρευνά τους, χρησιμοποίησαν οι Fama και French (1993). Αποδεικνύουν την αδυναμία του μοντέλου τριών παραγόντων των Fama και French (1993) να εξηγήσει την ικανότητα των δεδουλευμένων να προβλέψουν τις αποδόσεις και δημιουργούν το τροποποιημένο υπόδειγμα των Fama και French (1993), προσθέτοντας τον παράγοντα CMA. Ορίζουν

τον ο CMA (Conservative Minus Aggressive) ως την διαφορά των σταθμισμένων μέσων των συντηρητικών χαρτοφυλακίων μείον των σταθμισμένων μέσων των αποδόσεων των επιθετικών χαρτοφυλακίων. Χρησιμοποιούν παλινδρομήσεις χρονολογικών σειρών και αποδεικνύουν ότι ο CMA μπορεί να εντοπίσει την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων σε επίπεδο μέσων αποδόσεων. Αποδεικνύουν επίσης, ότι το τροποποιημένο μοντέλο των τεσσάρων παραγόντων, μπορεί να εντοπίσει την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων, αφού από τα αποτελέσματά τους, προκύπτει ότι οι μέσες τιμές των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) δεν έχουν αρνητική συσχέτιση με τα δεδουλευμένα. Για να μπορέσουν να διακρίνουν το κατά πόσο η θετική αυτή συσχέτιση οφείλεται είτε στην ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές, είτε στην αδυναμία τους να εντοπίσουν τις επιδράσεις των δεδουλευμένων, διενεργούν ελέγχους τόσο στα χαρακτηριστικά των δεδουλευμένων όσο και στις διακυμάνσεις. Βρίσκουν ότι ο παράγοντας CMA έχει υψηλή συσχέτιση με τα δεδουλευμένα, πράγμα που σημαίνει ότι η υπόθεσή τους, αποτελεί αναγκαία αλλά όχι επαρκή συνθήκη, ώστε να επιβεβαιώνεται η υπόθεση της ανάληψης κινδύνου ως απόδειξη για την ιδιαιτερότητα των δεδουλευμένων.

Η τέταρτη εξήγηση της ιδιαιτερότητας των δεδουλευμένων (accruals anomaly) και ίσως εκείνη που έχει ερευνηθεί λιγότερο από τις υπόλοιπες, είναι ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων συνδέεται με τα όρια του αρμπιτράζ. Οι Lev και Nissin (2006), σε μία σχετικά πρόσφατη έρευνά τους, απέδειξαν ότι υπάρχουν θεσμικοί επενδυτές που αναγνωρίζουν την ιδιαιτερότητα αυτή των δεδουλευμένων (accruals anomaly) και την εκμεταλλεύονται επενδυτικά. Όμως, γενικά ο αριθμός των επενδυτών αυτών είναι σχετικά περιορισμένος, καθώς τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που εμφανίζουν ακραίες τιμές δεδουλευμένων, όπως μικρό μέγεθος, χαμηλή κερδοφορία και υψηλό επενδυτικό κίνδυνο, αποτρέπουν τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές να επενδύσουν σε αυτές. Στην έρευνά τους, εξετάζουν κατά την διάρκεια του τελευταίου τριμήνου κάθε έτος και τα τρία πρώτα τρίμηνα του επόμενου έτους την σχέση ανάμεσα στις τιμές των δεδουλευμένων και στο καθεστώς της ιδιοκτησίας των μετοχών που αφορούν τα χαρτοφυλάκια με ακραίες τιμές δεδουλευμένων, αποδεικνύοντας την αρνητική σχέση που τα συνδέει. Αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές, παρακολουθώντας τις τιμές των δεδουλευμένων, αποφεύγουν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις που εμφανίζουν ακραίες

τιμές το τελευταίο τρίμηνο κάθε έτους και συνεχίζουν να το αποφεύγουν, μέχρι να διαπιστώσουν την επανεξισορρόπηση τους στην διάρκεια των επόμενων τριμήνων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

5.1. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΗΣ

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, ο Sloan (1996) στην καθοριστικής σημασίας μελέτη του, καταρχήν διακρίνει τις δύο βασικές συνιστώσες των κερδών, τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές. Αποδεικνύει ότι τα κέρδη που προέρχονται από τα δεδουλευμένα παρουσιάζουν μικρότερη διατήρηση (persistence) σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από τις ταμειακές ροές. Επίσης, αποδεικνύει ότι οι επενδυτές αδυνατούν να αντιληφθούν την διάκριση αυτή των συνιστωσών και την διαφορετική επίδραση που η καθεμιά τους έχει στο μέγεθος των κερδών. Εισάγει την έννοια της ανωμαλίας των δεδουλευμένων, τονίζοντας ότι λόγω αυτής ακριβώς της αδυναμίας τους, οι επενδυτές, όταν προσπαθούν να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη, τείνουν να υπερεκτιμούν την επίδραση των δεδουλευμένων στο μέγεθος των κερδών και να υποεκτιμούν την επίδραση των ταμειακών ροών αντίστοιχα. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με χαμηλά ποσά δεδουλευμένων, τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερες υπεραποδόσεις σε σχέση με εκείνες με υψηλά ποσά δεδουλευμένων.

Στην παρούσα μελέτη, προσπαθούμε καταρχήν να εντοπίσουμε το ποια από τις συνιστώσες των κερδών, όπως τις όρισε ο Sloan (1996) επηρεάζει περισσότερο το μέγεθος των μελλοντικών κερδών των επιχειρήσεων και κατ'επέκταση να εντοπίσουμε την ύπαρξη της ανωμαλίας των δεδουλευμένων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Στην βάση αυτή, ακολουθώντας την μελέτη του Sloan (1996), σχηματίζουμε και εξετάζουμε τις υποθέσεις μας ως εξής:

H₀: Η διατήρηση των μελλοντικών κερδών που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων είναι αυξημένη σε σχέση με την διατήρηση εκείνων που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών.

έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης:

H₁: Η διατήρηση των μελλοντικών κερδών που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων είναι μειωμένη σε σχέση με την διατήρηση εκείνων που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών.

Για να ελέγξουμε την παραπάνω υπόθεση και να διαπιστώσουμε το κατά πόσο τα μελλοντικά κέρδη έχουν ή όχι στατιστικά σημαντική σχέση με τις δύο βασικές τους συνιστώσες, τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές, η εξίσωση παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιήσουμε είναι η εξής:

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Accruals}_t + \gamma_2 \text{CashFlows}_t + \varepsilon_t$$

Όπου,

Earnings_{t+1} : Τα μελλοντικά κέρδη

Accruals_t : Τα δεδουλευμένα της επιχείρησης

Cash Flows_t : Οι ταμειακές ροές της επιχείρησης

ε_t : τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης

5.2. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Τα δεδομένα της παρούσας έρευνας τα αντλήσαμε από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial και αναφέρονται σε όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1990 – 2008. Η επεξεργασία των δεδομένων μας και οι υπολογισμοί και η εκτέλεση των μεθοδολογιών που θα αναφέρουμε παρακάτω, έγιναν με την χρήση του στατιστικού προγράμματος E-views και των υπολογιστικών φύλλων Excel.

Από το παραπάνω δείγμα, αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Ακολουθώντας τις υποδείξεις του Sloan (1996), εξάγαμε τις επιχειρήσεις εκείνες, οι οποίες κατά την διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου εξήχθησαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή μπήκαν σε καθεστώς επιτήρησης, προκειμένου να εξασφαλίσουμε το υγιέστερο δυνατό δείγμα. Επίσης, από το δείγμα μας αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις εκείνες των οποίων το πλήθος των παρατηρήσεών τους δεν επαρκούσε για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων (κάτω από τριάντα παρατηρήσεις). Επίσης, δεν συμπεριλήφθησαν οι επιχειρήσεις εκείνες, των οποίων τα δημοσιευμένα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε για τον υπολογισμό των μεταβλητών που θα αναφέρουμε αμέσως παρακάτω, ήταν μηδενικά. Επιπλέον, για να

εξαλείφουμε τις ακραίες τιμές, προχωρήσαμε σε winsorization με 5% και 95% όλων των μεταβλητών που λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, αντικαθιστώντας τις (ακραίες τιμές) με την μεγαλύτερη του πέμπτου εκατοστημρίου και την μικρότερη του ενενηκοστού πέμπτου τεταρτημρίου. Επίσης για τον ίδιο λόγο, από το δείγμα που προέκυψε, προχωρήσαμε σε διαγραφή των επιπλέον ακραίων τιμών με την μέθοδο trimming σε επίπεδο 5% του πάνω και του κάτω μέρους τις διανομής τους.

Μετά και την παραπάνω επεξεργασία, προέκυψε ένα δείγμα 1534 παρατηρήσεων σε χρονικό διάστημα 19 ετών, από το 1990 έως και το 2008.

5.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Στην συνέχεια, προχωρήσαμε στον υπολογισμό των μεταβλητών μας ως εξής:

Οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα (cash flows from operating activities) ισούνται με την διαφορά του εισοδήματος από λειτουργικές δραστηριότητες (income from continuing operations) μείον τα συνολικά δεδουλευμένα (total accruals). Ακολουθώντας τον Sloan (1996), προχωράμε στην «ποσοτικοποίηση» των μεταβλητών μας, διαιρώντας της με τα μέσα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού (average total assets).

$$CFO_t = \frac{IncomeFromContinuingOperations_t - TotalAccruals_t}{AverageTotalAssets_t}$$

Τα δεδουλευμένα (accruals) ορίζονται ως το πηλίκο της ετήσιας μεταβολής της καθαρής λειτουργικής θέσης (net operating assets - NOA) με το μέσο σύνολο του ενεργητικού του έτους (average total assets).

$$Accruals_t = \frac{\Delta NOA_t}{AverageTotalAssets_t}$$

Η καθαρή λειτουργική θέση (net operating assets - NOA) ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών παγίων (operating assets) και των λειτουργικών υποχρεώσεων (operating liabilities).

$\Delta NOAt = OAt - OLt$ με:

$OAt = TAt - CASHt$ και

$OLt = TAt - MINTt - TDt - OPS_t$

Όπου:

$CASH_t$ = Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα (cash and cash equivalent)

$MINT_t$ = Δικαιώματα μειοψηφίας (minorities)

TD_t = Συνολικό χρέος (Total Debt)

OPS_t = Κοινό και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο (Ordinary and Preference Shared capital)

Όλα τα παραπάνω στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των μεταβλητών μας, επεξεργάστηκαν με τους τρόπους που αναφέραμε παραπάνω με σκοπό να εξαλείψουμε κατά το δυνατόν τις ακραίες τιμές.

5.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την διερεύνηση της υπόθεσης μας, αναφορικά με το αν η ανεξάρτητη μεταβλητή μας, τα μελλοντικά κέρδη, επηρεάζονται από τις εξαρτημένες μας, τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες των μελλοντικών κερδών, χρησιμοποιήσαμε τρεις μεθόδους.

Οι μεθοδολογίες, που παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω, συνοπτικά είναι οι εξής:

i. Η μεθοδολογία της ανάλυσης χαρτοφυλακίων, σύμφωνα με τις οποίες, διακρίναμε τα δεδομένα μας σε πέντε χαρτοφυλάκια, αρχικά ταξινομημένα σύμφωνα με το μέγεθος των κερδών και έπειτα ταξινομημένα κατά αύξουσα σειρά δεδουλευμένων και ταμειακών ροών. Ακολουθώντας τον Sloan (1996), με τον τρόπο αυτό, προσπαθούμε να εντοπίσουμε και να ερμηνεύσουμε την διατήρηση των κερδών (earnings persistence) σε σχέση με τις συνιστώσες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Έπειτα, προσπαθούμε να διασταυρώσουμε το αποτέλεσμα μας σχηματίζοντας event – time plot για τα δεδομένα μας, ανάλογα με την ταξινόμησή τους, όπως θα αναφερθούμε αναλυτικότερα παρακάτω.

- ii. Η προσέγγιση της υπόθεσής μας με την μορφοποίηση των δεδομένων σε panel, για όλα τα έτη μαζί, και την παλινδρόμησή τους με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (pooled regression).
- iii. Η προσέγγιση της υπόθεσής μας με την χρήση διαστρωματικών παλινδρομήσεων για κάθε έτος ξεχωριστά.

5.4.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ακολουθώντας την μεθοδολογία του Sloan (1996), προσπαθούμε να διαπιστώσουμε καταρχήν την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στα κέρδη και τις δύο συνιστώσες τους, τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές. Έπειτα, θα προσπαθήσουμε, με την δημιουργία event – time plots, να ερμηνεύσουμε το κατά πόσον τα κέρδη που προέρχονται από τα δεδουλευμένα είναι περισσότερο ή λιγότερο ποιοτικά και ανθεκτικά σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από τις ταμειακές ροές.

Αφού έχουμε υπολογίσει τις μεταβλητές μας και θέσαμε τους περιορισμούς μας σύμφωνα με τα όσα αναφέραμε παραπάνω, για να προχωρήσουμε στην έρευνά μας με την μέθοδο της ανάλυσης χαρτοφυλακίου, ταξινομούμε καταρχήν σε κάθε έτος t ξεχωριστά, όλες τις παρατηρήσεις μας με αύξουσα σειρά κερδών. Έπειτα διακρίνουμε σε κάθε έτος πέντε χαρτοφυλάκια, όπου το πρώτο θα περιλαμβάνει τις παρατηρήσεις με τις μικρότερες τιμές κερδών και το τελευταίο εκείνες με τις μεγαλύτερες τιμές κερδών. Έπειτα, για κάθε ένα από τα πέντε χαρτοφυλάκια κάθε έτους, υπολογίζουμε την μέση τιμή για κάθε μία από τις μεταβλητές. Στην συνέχεια, από τις χρονολογικές σειρές που προκύπτουν, υπολογίζουμε τον μέσο όρο τους για κάθε χαρτοφυλάκιο συνολικά.

Η διαδικασία αυτή, επαναλαμβάνεται άλλες δύο φορές, με την διαφορά ότι κατά την διάρκεια της ταξινόμησης, την μεν πρώτη φορά λαμβάνουμε υπόψη τα μεγέθη των δεδουλευμένων και την δε δεύτερη, λαμβάνουμε υπόψη τα μεγέθη των ταμειακών ροών, όπως τα έχουμε υπολογίσει παραπάνω.

Τα αποτελέσματα, όπως προκύπτουν από την ανάλυση με την μέθοδο των χαρτοφυλακίων, παρουσιάζονται ως εξής:

Πίνακας 5.1. Χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων ταξινομημένων βάση του μεγέθους των κερδών.

		X1	X2	X3	X4	X5
EARNINGS_{t-1}	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ	-0,0004	0,0146	0,0295	0,0461	0,0672
	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,0004	0,0146	0,0298	0,0463	0,0660
	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0,0068	0,0041	0,0062	0,0062	0,0082
ACCRUALS_t	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ	0,6537	0,6430	0,6347	0,6034	0,6043
	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,6761	0,6592	0,6464	0,6141	0,5997
	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0,1047	0,1170	0,1113	0,1299	0,1111
CASH FLOWS_t	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ	-0,6507	-0,6276	-0,6057	-0,5585	-0,5391
	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	-0,6741	-0,6435	-0,6165	-0,5681	-0,5364
	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0,1027	0,1156	0,1088	0,1278	0,1117

Στον παραπάνω πίνακα 5.1 παρουσιάζονται οι μέσες τιμές των χρονολογικών τιμών των μεταβλητών, όπως προέκυψαν αφού ταξινομήθηκαν με αύξουσα σειρά κερδών. Παρατηρούμε ότι στο χαρτοφυλάκιο X1 με τις μικρότερες μέσες τιμές κερδών -0,0004, παρατηρούνται αντίστροφα και οι μεγαλύτερες μέσες τιμές δεδουλευμένων 0,653682 και οι μικρότερες επίσης μέσες τιμές ταμειακών ροών -0,650672 σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια. Είναι πολύ εύκολο να παρατηρήσουμε, ότι τα μέσα μεγέθη των δεδουλευμένων ακολουθούν ακριβώς την αντίθετη πορεία από εκείνη των κερδών, σε αντίθεση με τα μέσα μεγέθη των ταμειακών ροών, που ακολουθούν ακριβώς την ίδια πορεία. Παρατηρούμε δηλαδή, ότι όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη, τόσο μικρότερα είναι και τα μέσα μεγέθη των δεδουλευμένων και τόσο μεγαλύτερα τα μέσα μεγέθη των ταμειακών ροών. Παρατηρούμε επίσης, ότι στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο (X2), όπου εμφανίζεται η μικρότερη μεταβλητότητα κερδών (η τυπική απόκλιση 0,004111 είναι η μικρότερη σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια), οι ταμειακές ροές παρουσιάζουν την δεύτερη υψηλότερη μεταβλητότητα (η τυπική απόκλιση στο χαρτοφυλάκιο 2 είναι -0,627612). Την ίδια πορεία ακολουθεί και η τυπική απόκλιση για τα δεδουλευμένα, καθώς στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο (X2), παρουσιάζουν επίσης την δεύτερη μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια. Τέλος, παρατηρούμε την μεγάλη μείωση που υπάρχει στις τιμές των δεδουλευμένων όσο προχωράμε από το χαρτοφυλάκιο 1 (X1) στο χαρτοφυλάκιο 5 (X5). Οι επιχειρήσεις με τα μεγαλύτερα κέρδη, εμφανίζουν και χαμηλά ποσά δεδουλευμένων, πράγμα που μπορεί να σημαίνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις ίσως αγνοούν τα δεδουλευμένα ως συνιστώσα των κερδών. Αντίθετα, όσο αυξάνονται τα κέρδη και προχωράμε από το χαρτοφυλάκιο 1

(X1) στο χαρτοφυλάκιο 5 (X5), διαπιστώνουμε, ότι στο χαρτοφυλάκιο 1 με τα μικρότερα ποσά κερδών, οι ταμειακές ροές τείνουν να είναι μικρότερες και αντίθετα μεγαλύτερες στο χαρτοφυλάκιο 5 με τα μεγαλύτερα ποσά κερδών, πράγμα που μπορεί να σημαίνει ότι τα κέρδη τους, ή ίσως στο μεγαλύτερο μέρος τους, να προέρχονται από την συνιστώσα των ταμειακών ροών.

Στην συνέχεια, παραθέτουμε τον πίνακα συσχετίσεων Pearson των μεταβλητών μας.

Πίνακας 5.2. Πίνακας Συσχετίσεων κατά Pearson

	<i>ΚΕΡΔΗ_{t+1}</i>	<i>ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ_t</i>	<i>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ_t</i>
<i>ΚΕΡΔΗ_{t+1}</i>	1		
<i>ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ_t</i>	-0,159527	1	
<i>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ_t</i>	0,327391	-0,983926	1

Από τον παραπάνω πίνακα 5.2, παρατηρούμε ότι τα μελλοντικά κέρδη συσχετίζονται αρνητικά (αντιστρόφως ανάλογη συσχέτιση) με τα δεδουλευμένα και θετικά (ανάλογη συσχέτιση) με τις ταμειακές ροές, γεγονός που καταρχήν επιβεβαιώνει τα ευρήματα του Sloan (1996) και επίσης σε πρώτη φάση, απορρίπτει την μηδενική μας υπόθεση. Η συσχέτιση ανάμεσα στα μελλοντικά κέρδη και τα δεδουλευμένα μπορεί να χαρακτηριστεί ασθενής ($r = |0,159527|$), ενώ η συσχέτιση ανάμεσα στα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές, εμφανίζεται μέτρια ($r = |0,327391|$). Επίσης, παρατηρούμε την πολύ ισχυρή αρνητική συσχέτιση των μεταβλητών των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών ($r = -0,983926$) μεταξύ τους, γεγονός που ήταν αναμενόμενο.

Στην συνέχεια, ακολουθώντας τα βήματα της μελέτης του Sloan (1996), για κάθε ταξινόμηση βάση κάθε μεταβλητής ξεχωριστά, επιλέγουμε τις μέσες τιμές των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών των δύο ακραίων χαρτοφυλακίων, του χαρτοφυλακίου 1 και 5.

Έτσι, με τα δεδομένα μας ταξινομημένα κατά αύξουσα σειρά των μέσων τιμών των κερδών όπως έχουν προκύψει από την ανάλυση με την μέθοδο του χαρτοφυλακίου, επιλέγω τις τιμές εκείνες που αφορούν μόνο τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια για όλα τα έτη του δείγματός μας, από το 1990 έως και το 2008, δηλαδή το χαρτοφυλάκιο 1 και το χαρτοφυλάκιο 5. Ταξινομώ στην συνέχεια τις τιμές των κερδών με αύξουσα σειρά για

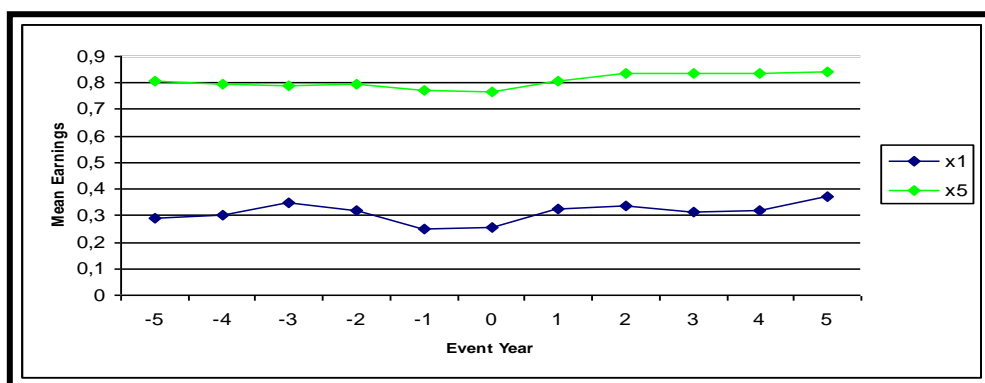
να διαπιστώσουμε ότι το έτος κατά το οποίο παρατηρείται ο διαχωρισμός των χαρτοφυλακίων ως ακραία είναι το έτος 2000. Επιλέγω έπειτα τα δεδομένα των κερδών των πέντε ετών που περικλείουν το έτος μηδέν (2000), δηλαδή από το 1995 έως και το 2005 και κατασκευάζω το event – time plot των μέσων τιμών των κερδών για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια, εκείνα με τα υψηλότερα κέρδη (X5) και εκείνο με τα χαμηλότερα (X1).

Η ίδια διαδικασία ακολουθείται για την κατασκευή και των δύο επιπλέον διαγραμμάτων, όταν οι μέσες τιμές των κερδών είναι ταξινομημένες κατά αύξουσα σειρά δεδουλευμένων και κατά αύξουσα σειρά ταμειακών ροών.

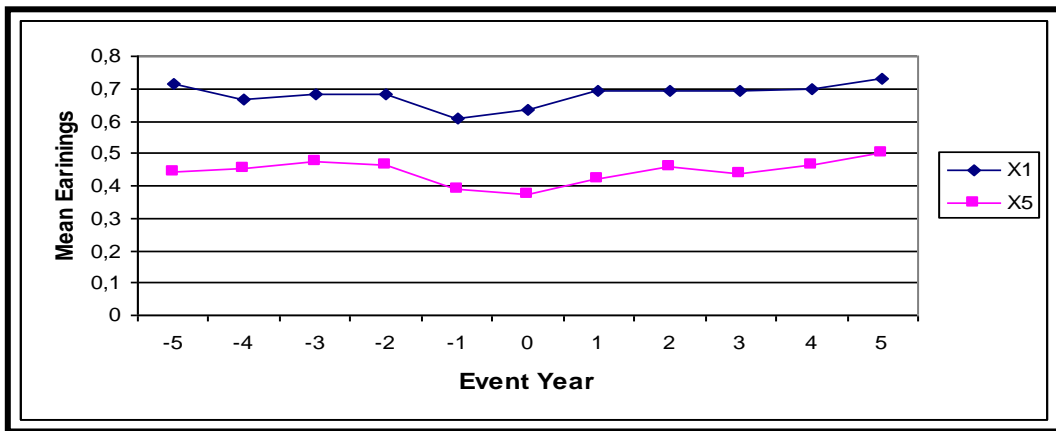
Ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία, προκύπτουν τα διαγράμματα που παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Τα παρακάτω διαγράμματα 5.1, 5.2 και 5.3, παρουσιάζουν την απόδοση των κερδών για τις επιχειρήσεις των δύο ακραίων χαρτοφυλακίων, όπως αυτά σχηματίστηκαν από την ταξινόμηση των μέσων τιμών των κερδών, βάση των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών αντίστοιχα. Το έτος μηδέν, αντιπροσωπεύει το έτος στο οποίο παρατηρήθηκε η μεγάλη μεταβολή των τιμών των μεταβλητών, για τον διαχωρισμό των χαρτοφυλακίων σε ακραία.

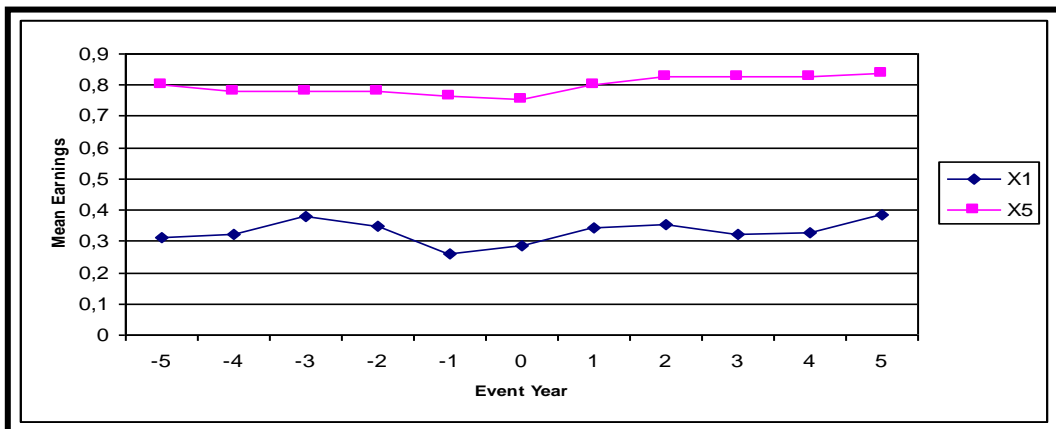
Διάγραμμα 5.1. Event – time plot μέσων τιμών κερδών, για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια των κερδών.



Διάγραμμα 5.2. Event – time plot μέσω των τιμών κερδών, για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια των δεδουλευμένων.



Διάγραμμα 5.3. Event – time plot μέσω των τιμών κερδών, για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια των ταμειακών ροών.



Το διάγραμμα 5.1 παρουσιάζει την κερδοφορία των επιχειρήσεων για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια, τα χαρτοφυλάκια X5 που περιλαμβάνει της επιχειρήσεις με τα υψηλότερα κέρδη και X1 που περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις με τα χαμηλότερα κέρδη. Αποτελεί ουσιαστικά, σύμφωνα με τον Sloan, το σημείο αναφοράς για την σύγκριση των δύο επόμενων διαγραμμάτων. Στο διάγραμμα 5.1 παρατηρούμε λοιπόν, ότι οι δύο γραμμές των ακραίων χαρτοφυλακίων, δεν φαίνεται να τείνουν να συγκλίνουν ούτε μετά και το πέμπτο έτος. Αυτό, σύμφωνα με τον Sloan είναι δείγμα της υψηλής διατήρησης των κερδών διαχρονικά. Δηλαδή, οι επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη, αναμένεται να συνεχίζουν να παρουσιάζουν το ίδιο υψηλά κέρδη και τα επόμενα χρόνια.

Το διάγραμμα 5.2 παρουσιάζει την κερδοφορία των επιχειρήσεων για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια, ταξινομημένα σύμφωνα με το μέγεθος των δεδουλευμένων. Μπορούμε εύκολα να παρατηρήσουμε τις διαφορές μεταξύ του διαγράμματος 5.2 και 5.3, καθώς στο πρώτο, φαίνεται να υπάρχει μία μεγαλύτερη και πιο γρήγορη τάση για σύγκλιση των δύο χαρτοφυλακίων.

Το διάγραμμα 5.3 παρουσιάζει την κερδοφορία των επιχειρήσεων για τα έτη 1995 έως και 2005, για τα δύο ακραία χαρτοφυλάκια, όπως αυτά έχουν ταξινομηθεί σύμφωνα με το μέγεθος των ταμειακών ροών. Στο σημείο αυτό, επιβεβαιώνεται η μελέτη του Sloan (1996), καθώς διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχει η ένδειξη για σύγκλιση των δύο χαρτοφυλακίων ούτε μετά το πέμπτο έτος. Το διάγραμμα 5.3 ουσιαστικά ακολουθεί το διάγραμμα 5.1, πράγμα που επιβεβαιώνει και τα συμπεράσματά μας με την μέθοδο της ανάλυσης των χαρτοφυλακίων που παρουσιάσαμε παραπάνω.

Ακολουθώντας την ερμηνεία που δίνει ο Sloan στην μελέτη του, το γεγονός ότι τα δύο χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί βάση του μεγέθους των ταμειακών ροών δεν φαίνεται να συγκλίνουν ούτε μετά το πέμπτο έτος, ενώ τα χαρτοφυλάκια που έχουν σχηματιστεί βάση του μεγέθους των δεδουλευμένων τείνουν να πλησιάζουν περισσότερο μεταξύ τους, σημαίνει ουσιαστικά ότι τα κέρδη που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων διατηρούνται λιγότερο σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών. Σε συμφωνία λοιπόν με τον Sloan, αποδεικνύεται πως οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να παρουσιάζουν μεγαλύτερη κερδοφορία διαχρονικά όταν τα κέρδη τους προέρχονται από την συνιστώσα των ταμειακών ροών σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την συνιστώσα των δεδουλευμένων.

5.4.2 PANEL DATA ANALYSIS ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην συνέχεια της έρευνάς μας, για την διερεύνηση της υπόθεσής μας, εξετάζουμε τα δεδομένα όλων των μεταβλητών μας σε μορφή panel, για όλα τα διαφορετικά έτη μαζί. Από τα δεδομένα μας, προκύπτει ένα δείγμα 1534 παρατηρήσεων για το χρονικό διάστημα 1990 έως και το 2008. Για να ελέγξουμε το κατά πόσον είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές σε σχέση με την εξαρτημένη μας μεταβλητή, θα χρησιμοποιήσουμε την t – student. Δεδομένου ότι ορίσαμε το επίπεδο σημαντικότητάς μας 5% και καθώς οι παρατηρήσεις μας ξεπερνούν τις 1000, εάν η t -

statistics είναι μεγαλύτερη από 1,962 τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ότι ο συντελεστής της εξεταζόμενης μεταβλητής είναι ίσος με το μηδέν. Εξετάσουμε επίσης και την υπόθεση της ισότητας των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών, με την χρήση F-test. Ακολουθώντας τον Sloan (1996), προχωράμε στην ανάλυση του δείγματός μας με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 5.3. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων

	<i>Συντελεστές Pooled</i>
γ_0	0,01217532733 (14,9238)
γ_1	0,97220590430 (143,0106)
γ_2	0,99127704701 (150,5763)

Στον παραπάνω πίνακα 5.3, παρατηρούμε τις τιμές των συντελεστών παλινδρόμησης. Στην δεύτερη γραμμή κάθε συντελεστή παρουσιάζεται το t – statistics. Βλέπουμε ότι ο σταθερός συντελεστής γ_0 είναι 0,01218 που σημαίνει ότι στην περίπτωση που τα δεδουλευμένα ή οι ταμειακές ροές είναι μηδέν, τα μελλοντικά κέρδη θα πάρουν αυτήν την τιμή. Παρατηρούμε επίσης ότι η μεταβλητή των δεδουλευμένων έχει θετικό συντελεστή (0,97221) σε αντίθεση με τα παραπάνω αποτελέσματα της μεθόδου ανάλυσης χαρτοφυλακίων, ότι δηλαδή τα μελλοντικά κέρδη και τα δεδουλευμένα συσχετίζονται αρνητικά. Από την τιμή της μεταβλητής, βλέπουμε ότι, όταν τα δεδουλευμένα μεταβληθούν κατά μία μονάδα, τότε τα μελλοντικά κέρδη θα μεταβληθούν κατά 97,22%. Επίσης, η t-statistics του συντελεστή των δεδουλευμένων είναι 143,01 , σαφώς μεγαλύτερη του 1,962 επομένως είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αντίστοιχα, ο συντελεστής της μεταβλητής των ταμειακών ροών (0,9913), σε συμφωνία με την ανάλυση με την μέθοδο των χαρτοφυλακίων, επιβεβαιώνει την θετική συσχέτιση μεταξύ των μελλοντικών κερδών και των ταμειακών ροών. Σε μία μεταβολή της μεταβλητής των ταμειακών ροών κατά

μία μονάδα, τα μελλοντικά κέρδη θα μεταβληθούν κατά την ίδια φορά κατά 99,13%! Η t – statistics του συντελεστή των ταμειακών ροών εμφανίζεται να είναι 150,58, μεγαλύτερος από εκείνον των δεδουλευμένων, πράγμα που δηλώνει ότι επίσης είναι εξαιρετικά στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Από τα t – statistics των δύο συντελεστών και εφόσον προκύπτει ότι οι συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί και μπορούμε εύκολα να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ότι οι δύο συντελεστές ισούνται με μηδέν, μπορούμε να συμπεράνουμε ήδη, ότι τα μελλοντικά κέρδη δεν είναι παροδικά, αλλά η διατήρησή τους στον χρόνο είναι βέβαιη. Επίσης, παρατηρώντας ότι η μεταβλητή των ταμειακών ροών είναι περισσότερο στατιστικά σημαντική σε σχέση με εκείνη των δεδουλευμένων, μπορούμε επίσης να απορρίψουμε την μηδενική μας υπόθεση ότι η διατήρηση των κερδών που προέρχεται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων είναι μεγαλύτερη σε σχέση με εκείνη που προέρχεται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών και να δεχτούμε την εναλλακτική υπόθεση, επιβεβαιώνοντας και με την μέθοδο αυτή, την μελέτη του Sloan (1996). Επίσης, από την ανάλυση διακύμανσης που παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω στον Πίνακα 5.4, το F -statistics είναι αρκετά μεγάλο (11.723,76) και επομένως απορρίπτουμε και την υπόθεση ότι οι διακυμάνσεις των δύο δειγμάτων των μεταβλητών είναι μηδενικές.

Πίνακας 5.4. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ					
Πολλαπλό R		0,96886910			
R Τετράγωνο		0,93870734			
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο		0,93862727			
Τυπικό σφάλμα		0,00618325			
Μέγεθος δείγματος		1534			
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ					
	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Σημαντικότητα F</i>
Παλινδρόμηση	2	0,89645977	0,44822989	11723,7599	0
Υπόλοιπο	1531	0,058534119	3,8233E-05		
Σύνολο	1533	0,954993889			

Επίσης από το R τετράγωνο μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή μας ερμηνεύεται από το μοντέλο μας σε ποσοστό 93,87 %, που μπορεί να θεωρηθεί εξαιρετικά ικανοποιητικό ποσοστό αν λάβουμε υπόψη μας το πλήθος των μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει (μόνον δύο) ενώ το υπόλοιπο ερμηνεύεται από άλλους παράγοντες. Το προσαρμοσμένο R τετράγωνο δεν διαφέρει σημαντικά και επομένως είμαστε σε θέση να γενικεύσουμε το μοντέλο μας στον πληθυσμό. Το άθροισμα των τετραγώνων του μοντέλου (Model Sum of Squares - SSM) παρουσιάζεται σχετικά ικανοποιητικό (89,65), υποδεικνύοντας ότι η συνεισφορά του μοντέλου μας στην πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών είναι σχετικά σημαντική.

5.4.3 ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ο Sloan (1996), τονίζει όπως αναφέρει σύμφωνα με τον Lev (1983), ότι η λειτουργία των χαρακτηριστικών των χρονολογικών σειρών των κερδών στα δεδομένα στο σύνολό τους, διαφέρουν από εκείνα του κλάδου με αποτέλεσμα να υπάρχει αφενός ο κίνδυνος απώλειας πληροφόρησης και αποτελεσματικότητας και αφετέρου ο κίνδυνος να χαρακτηριστεί το δείγμα μας μη τυχαίο και μεροληπτικό. Προκειμένου να διασφαλίσουμε την αποτελεσματικότητα της έρευνας μας, προχωρούμε στην εξέταση της υπόθεσής μας και με την χρήση διαστρωματικών παλινδρομήσεων για κάθε έτος του δείγματός μας ξεχωριστά, από το 1990 έως και το 2008. Για την αξιολόγηση της στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών, δεδουλευμένων και ταμειακών ροών, με την εξαρτημένη, τα μελλοντικά κέρδη, χρησιμοποιούμε την τεχνική ελέγχου t- statistics.

Η μελέτη με την μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, όπως και στην περίπτωση της Panel Data Analysis, ξεκινάει με την υπόθεση ότι οι συντελεστές μας είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους και κατανέμονται ομοιόμορφα.

Σε κάθε έτος t της υπό έρευνας περιόδου, διενεργούνται διαστρωματικές παλινδρομήσεις με εξαρτημένη την μεταβλητή των μελλοντικών κερδών και ανεξάρτητες τις μεταβλητές των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Από το αποτέλεσμα της κάθε παλινδρόμησης κάθε έτους, σημειώνουμε τον σταθερό όρο και τους συντελεστές των μεταβλητών για όλα τα έτη. Προκύπτει έτσι ένα δείγμα 19 παρατηρήσεων, όσων δηλαδή και τα έτη της εξεταζόμενης περιόδου, για κάθε μία από

τις μεταβλητές και τον σταθερό όρο. Από αυτήν την χρονολογική σειρά που προκύπτει υπολογίζουμε τον μέσο όρο τόσο του σταθερού όρου όσο και των μεταβλητών και ελέγχουμε την στατιστική σημαντικότητα της εκτίμησης που προέκυψε με την t-statistic.

Ο υπολογισμός της t – statistic για κάθε μεταβλητή καθώς και για τον σταθερό συντελεστή, υπολογίζεται από την διαίρεση του συντελεστή της μεταβλητής με το τυπικό της σφάλμα. Το τυπικό σφάλμα ισούται με το πηλίκο της διαίρεσης της τυπικής απόκλισης της χρονοσειράς των 19 ετών κάθε μεταβλητής με την τετραγωνική ρίζα του πλήθους των παρατηρήσεων (19). Καθώς το ελάχιστο μέγεθος του δείγματος για κάθε παλινδρόμηση περιλαμβάνει τριάντα παρατηρήσεις, θεωρούμε ότι κάθε μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% εφόσον η τιμή της t – statistics είναι μεγαλύτερη από 2,042. Σε αυτήν την περίπτωση απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ότι ο συντελεστής της κάθε μεταβλητής είναι μηδενικός και θεωρούμε ότι η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική στην ερμηνεία της εξαρτημένης μεταβλητής.

Στην πρώτη στήλη του αμέσως παρακάτω πίνακα 5.7, υπενθυμίζουμε τις τιμές των μεταβλητών, όπως προέκυψαν στην προηγούμενη ενότητα με την μέθοδο της ανάλυσης pool data. Στην τρίτη στήλη, παρουσιάζονται οι μέσες τιμές των χρονολογικών σειρών των μεταβλητών, όπως προέκυψαν μετά και την διαστρωματική ανάλυση των δεδομένων μας.

Πίνακας 5.5. Μέσοι συντελεστές διαστρωματικών παλινδρομήσεων

	Pooled Συντελεστές	ΜΕΣΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	Q1	Median	Q3
γ_0	0,012175 (14,9238)	0,010192 (3,0960952)	0,004366	0,011019	0,013243
γ_1	0,972206 (143,0106)	0,969757 (32,895741)	0,949207	0,974937	0,974937
γ_2	0,991277 (150,5763)	0,984959 (34,656438)	0,972563	0,995138	0,998027

Με μία πρώτη ματιά, μπορούμε εύκολα τα παρατηρήσουμε, πως από την μέθοδο των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, επιβεβαιώνεται η ευθεία σχέση που συνδέει την

μεταβλητή των δεδουλευμένων με εκείνη των μελλοντικών κερδών. Επιβεβαιώνεται αντίστοιχα και η ευθεία σχέση που συνδέει τα μελλοντικά κέρδη με της ταμειακές ροές. Η μέση τιμή του σταθερού όρου γ_0 είναι 0,011, που σημαίνει ότι στην περίπτωση που τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές είναι μηδενικά, τότε τα μελλοντικά κέρδη θα πάρουν την τιμή αυτή. Η μηδενική υπόθεση όμως του να είναι οι τιμές γ_1 και γ_2 μηδενικές μπορεί να απορριφθεί, λόγω τις στατιστικής σημαντικότητας που μας αποδεικνύουν τα αντίστοιχα t-statistics των δύο μεταβλητών. Από την τιμή της μεταβλητής των δεδουλευμένων γ_1 , (0,9697) βλέπουμε ότι όταν τα δεδουλευμένα μεταβληθούν κατά μία μονάδα, τα μελλοντικά κέρδη θα μεταβληθούν με την ίδια φορά, κατά 96,97 %, συντελεστής πολύ μεγαλύτερος σε σχέση με εκείνον που προέκυψε από την ανάλυση με την μέθοδο της Panel Data Analysis. Ταυτόχρονα, παρατηρούμε ότι είναι μεν στατιστικά σημαντικός ο συντελεστής της μεταβλητής των δεδουλευμένων, αλλά είναι στατιστικά λιγότερο σημαντικός σε σχέση με την προηγούμενη ανάλυση, όπως επίσης και σε σχέση με τον συντελεστή της μεταβλητής των ταμειακών ροών, ο οποίος αυτήν τη φορά, εμφανίζει την t – statistics μεγαλύτερη σε απόλυτη τιμή (34,65). Ο συντελεστής της μεταβλητής των ταμειακών ροών, παραμένει θετικός (0,9849) και λίγο μεγαλύτερος σε σχέση με εκείνο των δεδουλευμένων και σε μία μεταβολή των ταμειακών ροών κατά μία μονάδα, τα μελλοντικά κέρδη θα μεταβληθούν ανάλογα κατά 98,49%.

Συγκριτικά με την έρευνα του Sloan (1996), θα μπορούσαμε να πούμε ότι συνολικά, τα δεδομένα των ελληνικών επιχειρήσεων, επιβεβαιώνουν το αποτέλεσμα του, όταν καταρχήν αποδείξαμε με όλες τις μεθόδους ότι τα κέρδη φαίνονται να διατηρούνται μελλοντικά και δεν εμφανίζουν καμία περιοδικότητα. Είμαστε επίσης σε θέση να απορρίψουμε την μηδενική μας υπόθεση, ότι τα μελλοντικά κέρδη που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των δεδουλευμένων είναι περισσότερο ανθεκτικά σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών και να αποδεχτούμε την εναλλακτική υπόθεση, ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις που εφαρμόζουν την λογιστική στη βάση των ταμειακών ροών, θα τείνουν να παρουσιάζουν πιο ποιοτικά κέρδη και να τα διατηρούν σε μεγαλύτερο βάθος χρόνου.

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει ίσως να τονίσουμε τις υψηλές αποδόσεις που παρουσίασε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που προήλθαν από τις υψηλές υπεραποδόσεις των ελληνικών μετοχών κατά την χρονική περίοδο 1999-2000, η οποία συμπεριλαμβάνεται

στο υπό εξέταση δείγμα μας, και υπάρχει κίνδυνος να έχει επηρεαστεί σε κάποιο βαθμό το αποτέλεσμα μας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, έγινε μια προσπάθεια να διερευνηθεί η σχέση που προσδιορίζει τα κέρδη ενός οργανισμού με τα δεδουλευμένα και τις ταμιακές ροές ως συνιστώσες των κερδών. Βασιστήκαμε στην καθοριστικής σημασίας μελέτη του Richard G. Sloan (1996) και προσπαθήσαμε να ενσωματώσουμε κάποιες από τις μεθόδους του και να μεταφέρουμε ένα μέρος της μελέτης του στην ελληνική πραγματικότητα, χρησιμοποιώντας τα δεδομένα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς για την περίοδο 1990 – 2008.

Η διπλωματική μας εργασία, διακρίνεται γενικά σε τρεις ενότητες. Η πρώτη ενότητα αφορά το εισαγωγικό μέρος της εργασίας μας στο οποίο και αναφέραμε συνοπτικά τους λόγους για τους οποίους προχωρήσαμε στην επιλογή του συγκεκριμένου και αναφερθήκαμε συνοπτικά στην επιλογή του δείγματός μας και τους περιορισμούς που θέσαμε για την διασφάλιση της ποιότητάς του, καθώς και στην μεθοδολογία επεξεργασίας και ανάλυσης των στοιχείων μας. Στην δεύτερη ενότητα η οποία περιλαμβάνει τα Κεφάλαια 2 , 3 και 4, προχωρήσαμε σε μία ιδιαίτερα συνοπτική αναφορά σε ένα μέρος μόνο των βασικότερων θεωρητικών εννοιών που διέπουν το θέμα της εργασίας μας. Αναφερθήκαμε στις βασικές λογιστικές αρχές που διέπουν τις έννοιες των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, καθώς και την άποψη της διεθνούς νομολογίας και προτύπων και την στάση τους απέναντι στις έννοιες αυτές. Στην συνέχεια, προχωρήσαμε σε μια ιδιαίτερα εκτενή αναφορά στο πιο ενδιαφέρον μέρος της βιβλιογραφίας που συναντήσαμε κατά τη διάρκεια της έρευνάς μας και που μας καθόρισε τελικά τον τρόπο που χειριστήκαμε τα δεδομένα μας και εκπονήσαμε την μελέτη μας. Αναφερθήκαμε στην μελέτη του Richard G. Sloan (1996), ο οποίος και εισήγαγε πρώτος την έννοια της ιδιαιτερότητας των δεδουλευμένων (accruals anomaly), σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων, εμφανίζουν πιο βέβαια καθαρά κέρδη και μεγαλύτερες αποδόσεις και αντίθετα οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων επιτυγχάνουν αρνητικές μελλοντικές αποδόσεις. Στην συνέχεια αναφερθήκαμε σε πολλές αναφορές γύρω από την μελέτη του Sloan (1996), είτε σε όσες προσπάθησαν – και κάποιες κατάφεραν – να

επεκτείνουν τα ευρήματά του, τροποποιώντας ή προσθέτοντας στοιχεία στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες των κερδών, είτε σε εκείνες που προσπάθησαν – συνήθως ανεπιτυχώς – να καταρρίψουν την θεωρία του.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, γίνεται μία πρώτη προσπάθεια να επιβεβαιωθεί η μελέτη του Sloan (1996) στην ελληνική πραγματικότητα, καθώς τουλάχιστον μέχρι και την ημερομηνία της συγγραφής της, δεν φαίνεται να έχει δημοσιευθεί κάποια παρόμοια μελέτη που να αφορά αποκλειστικά τα δεδομένα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, το οποίο αποτελεί ουσιαστικά και το τρίτο μέρος της εργασίας μας, παρουσιάζουμε την εμπειρική μας έρευνα. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε για την παρούσα έρευνα, τα αντλήσαμε από την βάση δεδομένων Worldscope and DataStream International που παρέχονται από την Thomson Financial και περιλαμβάνουν τα δημοσιευμένα στοιχεία όλων των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1990 – 2008. Ακολουθήσαμε συγκεκριμένες μεθόδους προκειμένου να εξαλείψουμε κατά το δυνατόν τις ακραίες τιμές που θα επηρεάσουν το αποτέλεσμά μας. Από το παραπάνω δείγμα της προαναφερόμενης περιόδου, αποκλείσαμε καταρχήν τις επιχειρήσεις που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Έπειτα, ακολουθώντας τα βήματα του Sloan (1996), εξάγαμε τις επιχειρήσεις εκείνες, οι οποίες κατά την διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου εξήχθησαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή μπήκαν σε καθεστώς επιτήρησης. Επίσης, από το δείγμα μας αποκλείστηκαν οι επιχειρήσεις εκείνες των οποίων το πλήθος των παρατηρήσεών τους δεν επαρκούσε για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων (κάτω από τριάντα παρατηρήσεις). Επίσης, δεν συμπεριλήφθησαν οι επιχειρήσεις εκείνες, των οποίων τα δημοσιευμένα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε για τον υπολογισμό των μεταβλητών που θα αναφέρουμε αμέσως παρακάτω, ήταν μηδενικά. Τέλος, για να εξαλείψουμε τις ακραίες τιμές, προχωρήσαμε σε winsorization με 5% και 95% όλων των μεταβλητών που λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό των κερδών, των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, αντικαθιστώντας τις (ακραίες τιμές) με την μεγαλύτερη του πέμπτου εκατοστημόριου και την μικρότερη του ενενηκοστού πέμπτου τεταρτημόριου. Τέλος, από το δείγμα που προέκυψε, προχωρήσαμε σε διαγραφή των επιπλέον ακραίων τιμών με την μέθοδο trimming σε επίπεδο 5% του πάνω και του κάτω μέρους τις διανομής τους. Μετά και τους

περιορισμούς που θέσαμε, προέκυψε ένα δείγμα 1.534 παρατηρήσεων για τα δεκαεννέα προαναφερόμενα έτη.

Έπειτα, προχωρήσαμε στη διερεύνηση της υπόθεσής μας, χρησιμοποιήσαμε τρεις διαφορετικές μεθόδους. Η πρώτη μέθοδος, είναι εκείνη της ανάλυσης χαρτοφυλακίων, σύμφωνα με την οποία, ακλουθώντας τον Sloan (1996), χωρίσαμε το δείγμα μας σε πέντε χαρτοφυλάκια ταξινομημένα σύμφωνα καταρχήν με το μέγεθος των κερδών, υπολογίσαμε τα μέσα μεγέθη των κερδών για κάθε χαρτοφυλάκιο, και στην συνέχεια κατασκευάσαμε το event – time plot της μεταβλητής των κερδών. Ακολουθήσαμε ακριβώς την ίδια διαδικασία, δύο επιπλέον φορές, με τα κέρδη ταξινομημένα με αύξουσα σειρά δεδουλευμένων και με αύξουσα σειρά ταμειακών ροών. Με τον τρόπο αυτό, είμαστε σε θέση να συγκρίνουμε την διατήρηση των κερδών με βάση την εκάστοτε συνιστώσα και επομένως να συγκρίνουμε την ποιότητα των κερδών που προέρχονται από τα δεδουλευμένα με εκείνη που προέρχεται από τις ταμειακές ροές και να ελέγξουμε την μεταξύ τους σχέση. Το αποτέλεσμα αυτής της προσέγγισης, επιβεβαιώνει την θεωρία του Sloan (1996). Στο διαγράμματά μας, εμφανίζονται οι ταμειακές ροές να ακολουθούν την πορεία των κερδών, ενώ τα δεδουλευμένα τείνουν να συγκλίνουν μετά το πέμπτο έτος και επομένως, σύμφωνα με τον Sloan, οι ταμειακές ροές εμφανίζονται καλύτερο μέτρο για την μελλοντική κερδοφορία.

Με την δεύτερη προσέγγισή μας, διαμορφώσαμε τα δεδομένα μας σε panel μορφή και εκτελώντας παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, προσπαθήσαμε να προσδιορίσουμε την σχέση που συνδέει την μελλοντική κερδοφορία με τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές και να ελέγξουμε το κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντική ή όχι. Η τρίτη και τελευταία προσέγγιση, αφορά την πραγματοποίηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων για κάθε έτος ξεχωριστά, όπου υπολογίσαμε το μέσο συντελεστή για κάθε μεταβλητής μας και προχωρήσαμε στην συγκρίσή τους αφού υπολογίσαμε την t-statistic.

Με όλες τις παραπάνω μεθόδους, επιβεβαιώθηκε το αποτέλεσμα του Sloan, όταν καταρχήν αποδείξαμε ότι καταρχήν τα κέρδη των ελληνικών επιχειρήσεων στο διάστημα 1993 – 2008, φαίνονται να διατηρούνται μελλοντικά και δεν εμφανίζουν καμία περιοδικότητα. Είμαστε επίσης σε θέση να απορρίψουμε την μηδενική μας υπόθεση, ότι τα μελλοντικά κέρδη που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των

δεδουλευμένων είναι περισσότερο ανθεκτικά σε σχέση με εκείνα που προέρχονται από την λογιστική στην βάση των ταμειακών ροών και να αποδεχτούμε την εναλλακτική υπόθεση, ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις που εφαρμόζουν την λογιστική στη βάση των ταμειακών ροών, θα τείνουν να παρουσιάζουν πιο ποιοτικά κέρδη και να τα διατηρούν σε μεγαλύτερο βάθος χρόνου.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε καταρχήν την συνεισφορά της παρούσας εργασίας μας στην βιβλιογραφία, καθώς είναι η πρώτη μελέτη που πραγματοποιείται με σκοπό την επιβεβαίωση μίας θεωρίας που άλλαξε την παγκόσμια επενδυτική νοοτροπία από το 1996 και μετά, στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Τέλος, θα πρέπει να τονίσουμε, ότι στο δείγμα που εξετάσαμε, περιλαμβάνεται και η χρονική περίοδος 1999 – 2000, κατά την οποία το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, παρουσίασε ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις που προήλθαν από τις ακραίες υπεραποδόσεις των ελληνικών μετοχών την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, γεγονός που ίσως να έχει επηρεάσει σε κάποιο βαθμό το αποτέλεσμά μας.

Μία λοιπόν από τις ιδιαίτερα σημαντικές επεκτάσεις που θα μπορούσε να πάρει η παρούσα εργασία, θα ήταν να επαναληφθούν οι συγκεκριμένες μετρήσεις με τις ίδιες μεθοδολογίες και μεταβλητές, χωρίς να συμπεριληφθούν στο δείγμα οι τιμές για την χρονική περίοδο 1999 – 2000, διακρίνοντας ουσιαστικά το δείγμα μας σε δύο υποπεριόδους, από το 1990 – 1998 και από το 2001 – 2008. Επιπλέον επεκτάσεις που θα μπορούσε να πάρει η εργασία μας, είναι να εξετάσουν και τις υπόλοιπες υποθέσεις του Richard G. Sloan (1996), όπως μεταξύ άλλων, σε ότι αφορά την πληροφόρηση που μας παρέχουν οι τιμές των μετοχών, αναφορικά με τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως συνιστώσες των κερδών, ή ακόμη και την σχέση που έχουν οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών με τις ημερομηνίες στις οποίες ανακοινώνονται πληροφορίες σχετικά με αυτές.

Με βάση λοιπόν την μελέτη μας, θα ήταν ίσως σοφό, να αποδεχτούμε την πολύ γνωστή παροιμία «μην μετράς τα πτηνά μέχρι να εκκολαφτούν».

ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

- Barth, M.A., W.H.Beaver, J.R.M.Hand, and W.R.Landsman, 1999. Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting Studies*, 4, pp.205-229.
- Barth, M.A., D.P.Cram and K.K.Nelson, 2001. Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, 76, pp.27-68.
- Bernard, V., and T.Stober, 1989. The nature and amount of information reflected in cash flows and accruals. *The Accounting Review*, 64, No 4, pp.624-652.
- Bradshaw, M.T., S.A. Richardson, and R.G. Sloan. 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research*, 39, No.1, pp. 45-74.
- Chan, K., L.Chan, N.Jegadeesh, and J.Lakonishok, 2004. Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79, pp.1041-1082.
- Collins, D.W., 2000. Earnings – based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting Economics*, 29, pp.101-123.
- Dechow, M.P., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.3-42.
- Dechow, M.P., S.P.Kothari, and R.L.Watts, 1997. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, No 2, pp.133-168.
- Dechow, M.P., 1992. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.3-42.
- Dechow, M.P., and I.Dichev, 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, pp.35-59.
- Dechow, M.P., S.Richardson, and I.Tuna, 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8, pp.335-384.
- Dechow, M.P., S.Richardson, and R.Sloan, 2008. The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, 46, pp.537-566.
- Dechow, M.P., and W.Ge, 2006. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies*, 11, pp. 253-296.
- Dechow, M.P., W.Ge, and C.Schrand, 2010. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting Economics*, 50, pp.344-401.

Dechow, M.P., N.V.Khimich, and R.Sloan, 2011. The Accrual Anomaly. Haas School of Business University of California, Berkeley, Μη δημοσιευμένη μελέτη.

Dichev, I.D., 2003, Discussion of the differential persistence of accruals and cash flows for future operating income versus future profitability. *Review of Accounting Studies*, 8, pp.245-250.

Fama, F.E., and K.French, 2008. Dissecting anomalies. *Journal of Finance*, 63, pp.1653-1678.

Fama, F.E., and R.F.Kenneth, 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47, No.2 pp. 427-465.

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

Hirshleifer, D.A., K.Hou, S.H.Teoh, and Y.Zhang. 2004. Do investors overvalue firms with bloated balance sheets? *Journal of accounting economics*, 38, pp.297-331.

Hirshleifer, D.A., K.Hou, and S.H.Teoh, 2009. Accruals, cash flows and aggregate stock returns. *Journal of financial economics*, 91, pp.389-406.

Hirshleifer, D.A., K.Hou, and S.H.Teoh, 2011. The accrual anomaly: risk or mispricing? *Management Science*, 58, No 2, pp.320-335.

Jacob, K.T., and H.Zhang, 2001. Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7, No.1, pp. 63-187.

Leippold, M., and H.Lohre. 2012. Data snooping and the global accrual anomaly. *Applied Financial Economics*, 7, pp.509-535.

Lev, B., and D.Nissim, 2006. The persistence of the accruals anomaly. *Contemporary Accounting Research*, 23, No.1, pp. 193-226.

Papanastasopoulos, G., 2011. Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets. *European Accounting Review*, 43, p.p.214-229

Papanastasopoulos, G., D.Thomakow, and T.Wang, 2006. The implications of retained and distributed earnings for future profitability and market mispricing. University of Peloponnese and City University of New York working paper

Pincus, M., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. 2007. The Accrual anomaly: International evidence. *The Accounting Review*, 82, 169-203.

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

Rayburn, J., 1986. The association of operating cash flows and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*, 24, pp.112-133

Shi, L., and H. Zhang, 2012. Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly? *The Review of Accounting Studies*, 17, No 1, pp.1-21.

Sloan, R.G., S.P.Kothari, and J.Shanken, 1995. Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 50, No 1, pp.185-224

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

Subrahmanyam, A., 2010. The Cross-section of expected stock returns what have we learnt from the past twenty five years of Research? *European Financial Management*, 16, pp.27-42.

Teoh, S.H., I.Welch, and T.J.Wong, 1998. Earnings management and underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, pp.63-99.

Tzachi, Z.,2003. Inside the Accrual Anomaly, Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417781

Wu. J., L.Zhang, F.Zhang, 2007. Understanding the accrual anomaly. Available at <http://hdl.handle.net/2027.42/56244>. [Accessed January 2008].

Wu. J., L.Zhang, F.Zhang, 2010. The q-theory approach to understanding the accrual anomaly. *Journal of Accounting Research*, 48, pp.177-223.

Xie, H., 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76, pp.357- 373.

Zhang, X., 2007. Accruals, investment, and the accrual anomaly. *The Accounting Review*, 82 , pp.1333-1363.

Statement of Financial Accounting Concepts (FASB) No. 1, Available at <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=117582089258&blobheader=application/pdf> , [Accessed November 1978]

Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 95, Available at <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175820920892&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>, [Accessed November 1987]

Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) No. 1, Available at <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://www.ardf.org.tw/english/Full%2520Text%2520ac-2008/01.pdf>, [Accessed July 2006]

Παπαναστασόπουλος Γεώργιος, Διδακτορική διατριβή, «Θεμελιώδη λογιστικά μεγέθη ως παράγοντες πρόβλεψης εταιρικών αποδόσεων», Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Παπαναστασόπουλος Γεώργιος, Σημειώσεις παράδοσης στην ενότητα «Καταστάσεις ταμειακών ροών», του μαθήματος Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις του Γ εξαμήνου σπουδών του ΠΜΣ Λογιστικής και Ελεγκτικής, Α.Τ.Ε.Ι. Ηρακλείου.