

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY  
OF ECONOMICS  
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ  
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
SCHOOL OF  
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ**

**ΕΛΟΝΑ ΧΑΝΤΡΗ**

**Εργασία υποβληθείσα στο**

**Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής**

**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**

**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα

Δεκέμβριος 2017

**Εγκρίνουμε την εργασία της**

**ΕΛΘΝΑ ΧΑΝΤΡΙ**

**ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

**ΧΕΒΑΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ**

**ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

**ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

**ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

**ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ**

**ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2017**

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

**ΕΛΟΝΑ ΧΑΝΤΡΗ**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ

1. Εισαγωγή .....	5
1.1. Δομή Εργασίας .....	7
2. Βασικές Έννοιες .....	9
2.1. Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση των Επενδυτών .....	9
2.2. Η Έννοια της Εκκαθάριση.....	11
2.3. Ορισμός των Ζημιών .....	12
2.4. Ορισμός των Κερδών .....	15
3. Δεδομένα και Στατιστική Περιγραφή.....	17
3.1 Δεδομένα .....	17
3.2. Συχνότητα εμφάνισης ζημιών.....	17
4. Περιγραφική Στατιστική.....	21
4.1 Ανάλυση Κερδών ανά Μετοχή και Απόδοσης .....	22
4.2. Συσχέτιση Απόδοσης και Κερδών(Αποδοχών) .....	26
5. Παρουσίαση Υποδείγματος .....	29
6. Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	33
6.1. Η επίδραση των ζημιών στην παρεχόμενη πληροφόρηση των κερδών 2010.....	33
6.2. Η επίδραση των ζημιών στην παρεχόμενη πληροφόρηση των κερδών 2016.....	36
6.3. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων για το ERC.....	38
7. Συμπεράσματα.....	41
8. Βιβλιογραφία.....	45

## 1. Εισαγωγή

Από έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί πάνω στην πληροφοριακή ή μη ικανότητά των κερδών έχει παρατηρηθεί ότι μπορεί τα κέρδη να διαθέτουν ένα πληροφοριακό περιεχόμενο ωστόσο όμως διαφαίνεται ότι διαθέτουν τη δυνατότητα να εξηγούν μόνο ένα μικρό κλάσμα της συνολικής διακύμανσης των αποδόσεων. Πολλοί ερευνητές έχουν προσπαθήσει να δώσουν διαφορετικές ερμηνείες για την αδύναμη σχέση που υπάρχει μεταξύ των κερδών και των αποδόσεων.

Η αδύναμη αυτή σχέση οφείλεται και στη μη επαρκή ικανότητα των κέρδων να ενσωματώνουν τις αλλαγές που προκύπτουν από διάφορα οικονομικά γεγονότα και επομένως δεν μπορούν να προσαρμόζονται στις εναλλαγές που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών. Παράλληλα έχει αποδειχτεί ότι η ισχύουσα σχέση κερδών-απόδοσης υφίσταται λόγω της ύπαρξης μεταβατικών στοιχείων στα κέρδη με μηδαμινή αξία.

Οι προτεινόμενες βελτιώσεις στη μέτρηση των κερδών (π.χ. κατάργηση των μεταβατικών στοιχείων ή βελτίωση των προδιαγραφών του μέτρου κερδών) οδηγούν ωστόσο σε συντελεστή απόκρισης των αποδοχών που εξακολουθεί να είναι χαμηλότερος από την προβλεπόμενη αξία και στην επεξηγηματική ισχύ των ετήσιων αποδοχών όσον αφορά την ετήσια βάση. Οι αποδόσεις παραμένουν αρκετά αδύναμες.

Οι ζημίες συχνά θεωρούνται ως προσωρινές από τους επενδυτές, δεδομένου ότι οι μέτοχοι έχουν την δυνατότητα να ρευστοποιήσουν την επιχείρηση ανά πάσα στιγμή αντί να υποφέρουν από αόριστες ζημίες. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι οι ζημίες συνδέονται λιγότερο με τις αποδόσεις από τα κέρδη. Παράλληλα οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα αγοράς των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης με την πώληση των μετοχών σε τιμή που επικρατεί στην αγορά, τιμή ανάλογη με την αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Στην ανάλυση μας υποθέτουμε ότι οι ταμειακές ροές της επιχείρησης ταυτίζονται με τα κέρδη της και θεωρούμε ότι το κόστος άσκησης του δικαιώματος εκκαθάρισης που διαθέτουν οι μέτοχοι είναι μηδέν. Με την υπόθεση αυτή οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης είναι υψηλότερη από την παρούσα αξία των αναμενόμενων κερδών και της αξίας εκκαθάρισης. Ως αξία εκκαθάρισης ορίζουμε τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μειωμένη κατά τις υποχρεώσεις της επιχείρησης. Η υπόθεση της ταύτισης των ταμειακών ροών με τα κέρδη της επιχείρησης δεν επηρεάζει τη διαδικασία δημιουργίας κερδών από τη λειτουργία της επιχείρησης.

Η ενσωμάτωση στην ανάλυση μας καθώς και στον υπολογισμό του συντελεστή απόκρισης των αποδοχών και τη παράλληλη συσχέτισή τους με την απόδοση, περιπτώσεων που παρουσιάζουν ζημίες μπορεί να επηρεάσει επιβραδυντικά τα υφιστάμενα μέτρα. Παράλληλα, πιθανές διακυμάνσεις που μπορεί να υπάρχουν στις επιπτώσεις που παρουσιάζουν οι ζημίες στις διάφορες επιχειρήσεις και σε συνδυασμό με τη πάροδο του χρόνου, αυτές οι διακυμάνσεις συμβάλουν στο να επηρεάσουν τόσο τη δια τομεακή όσο και την διαχρονική μεταβολή του συντελεστή απόκρισης απόδοσης - αποδοχών.

Η ύπαρξη ζημιών αντιπροσωπεύουν μόνο μια από τις περιπτώσεις μιας γενικότερης κατάστασης στην οποία το σήμα που εκπέμπουν τα κέρδη παρουσιάζουν μελλοντικά κέρδη, αρκετά χαμηλά αλλά θετικά, τα οποία συμβάλλουν στο να θεωρηθεί ελκυστική η επιλογή της εκκαθάρισης μια επιχείρησης. Σε ανάλογες περιπτώσεις με αυτήν, η αξιολόγηση των επενδυτών δεν θεωρείται ιδιαίτερα αυστηρή. Η αξιολόγηση βασίζεται στα αναφερόμενα κέρδη της επιχείρησης και συμβάλλει σε μια αδύναμη συσχέτιση μεταξύ απόδοσης-αποδοχών. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η ανάλυση περιπτώσεων όπου τα κέρδη είναι ιδιαίτερα χαμηλά και αναμένεται η διατήρηση της κατάστασης αυτής. Καθώς επίσης και ανταπόκριση της αγοράς σε περίπτωση επιλογής εκκαθάρισης.

Βασικό σημείο αναφοράς της εργασίας αυτής αποτελεί η εκτίμηση της επίδρασης των περιπτώσεων ζημιών στη σχέση απόδοσης-αποδοχών παράλληλα με την επιρροή που παρουσιάζει στη δια τομεακή και στη διαχρονική διακύμανση. Η Hayn (1995) διερεύνησε τις πληροφορίες που περιλάμβαναν οι ζημίες. Η μελέτη της παρακινήθηκε από την ανησυχία ότι η χαμηλή ερμηνευτική δύναμη των μοντέλων αποδόσεων-κερδών μετοχών θα μπορούσε να οφείλεται εν μέρει στην συμπερίληψη ζημιών στην εκτίμηση της σχέσης. Τα στοιχεία της μελέτης της έδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών είχαν χαμηλότερη ανταπόκριση στις ζημίες σε σχέση με τα κέρδη και ότι η συμπερίληψη των ζημιών στο δείγμα είχε μειώσει τον συνολικό συντελεστή κλίσης για τα κέρδη. Κατέδειξε ότι ο χαμηλότερος συντελεστής ανταπόκρισης στις αποδοχές (ERC) για τις ζημίες οφειλόταν στην ύπαρξη σιωπηρής επιλογής που κατείχαν οι μέτοχοι για την εκκαθάριση της επιχείρησης. Στην ανάλυσή της η Hayn έδωσε έμφαση και στην ανάλυση περαιτέρω επιδράσεων των ζημιών και σε άλλα φαινόμενα όπως είναι η αύξηση της δύναμης της σχέσης απόδοσης- αποδοχών καθώς αυξάνεται η περίοδος σώρευσης.

Τα αποτελέσματα της έρευνας της παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Κατέδειξε ότι οι κινήσεις των τιμών των μετοχών συνδέονται άρρηκτα με τα τρέχοντα κέρδη της περιόδου στην περίπτωση που λαμβάνουμε υπόψη μόνο τα κερδοφόρα χρόνια σταθερότητας. Εναλλακτικά στη περίπτωση της εξαιρέσεως των περιπτώσεων ζημιών αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τον διπλασιασμό σχεδόν τόσο του συντελεστή απόκρισης των αποδοχών όσο και της επεξηγηματικής ικανότητας των ετήσιων αποδοχών σε σχέση με τις σύγχρονες αποδόσεις.

## 1.1. Δομή Εργασίας

Στην παρούσα εργασία επιδιώκουμε να μελετήσουμε την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην παρεχόμενη πληροφόρηση που αντλούμε από της ζημίες σε σχέση με την πληροφοριακή ενημέρωση που λαμβάνουμε από τα κέρδη σε σχέση με τον συντελεστή απόδοση-αποδοχών σε εισηγμένες επιχειρήσεις τριών χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ελλάδας, της Κύπρου και της Ιταλίας, που ανήκουν στο βιομηχανικό τομέα, και τα δεδομένα αφορούν τα έτη 2011 και 2016.

Πιο συγκεκριμένα, στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά τόσο για τους εννοιολογικούς ορισμούς της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τους επενδυτές, τον ορισμό της εκκαθάρισης καθώς επίσης και για τον ορισμό των κερδών και ζημιών αντίστοιχα.

Είναι γενικά αποδεκτό το γεγονός ότι όσο πιο ορθή είναι η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που διαχέεται στο ευρύτερο περιβάλλον μέσω των οικονομικών καταστάσεων που συντάσσονται από τις επιχειρήσεις τόσο πιο ξεκάθαρη είναι η εικόνα που έχουν οι άμεσα ενδιαφερόμενοι (stakeholders) για αυτές και τόσο πιο αποτελεσματικές θα είναι οι αποφάσεις που θα μπορούν να λάβουν.

Κατά τη διάρκεια του τρίτου κεφαλαίου γίνεται λεπτομερής παρουσίαση του υποδείγματος και των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη καθώς επίσης ο τρόπος συλλογής τους και η ανάλυση των δεδομένων με βάση τη κάθε χώρα και το κάθε έτος ξεχωριστά.

Στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης παρουσιάζουμε την στατιστική ανάλυση του υποδείγματος, με την βοήθεια του οποίου επιδιώκουμε να αξιολογήσουμε και να εκτιμήσουμε την πληροφοριακή ικανότητα των ζημιών στη σχέση που υπάρχει μεταξύ αποδοχών και απόδοσης. Παρουσιάζουμε το μοντέλο του υποδείγματος που χρησιμοποιήσαμε και παρουσιάζεται και ο ορισμός για κάθε μεταβλητή του υποδείγματος. Παράλληλα, παραθέτουμε τα αποτελέσματα συγκριτικά με τις τρεις χώρες που χρησιμοποιούμε στην ανάλυσή μας.

Η ανάλυση της μελέτης αυτής ολοκληρώνεται παραθέτοντας κάποια συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε σχετικά με τα αποτελέσματα που προέκυψαν σε συνάρτηση με την οικονομική, πολιτική και κοινωνική κατάσταση που επικρατεί σε κάθε μια από της χώρες που χρησιμοποιήσαμε στην ανάλυσή μας. Καθώς επίσης και η σχετική βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε στη προσπάθεια κατανόησης και υποβοήθησης της ανάλυσης.

## ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ



## 2. Βασικές Έννοιες

Στην ενότητα αυτή παραθέτουμε κάποιους σχετικούς με την έρευνα ορισμούς που συμβάλουν στην ευκολότερη και καλύτερη κατανόηση του περιεχομένου της έρευνας. Στην ενότητα αυτή θα αναλυθούν και θα δοθούν οι ορισμοί σχετικά με τις έννοιες της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τους επενδυτές, της εκκαθάρισης, των ζημιών και των κερδών. ,

### 2.1. Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση των Επενδυτών

Η Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση είναι η ακρίβεια με την οποία διαχέονται οι σωστές χρηματοοικονομικές πληροφορίες σχετικά με τις λειτουργικές δραστηριότητες της εκάστοτε εταιρείας καθώς και με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές, με σκοπό την ορθότερη πληροφόρηση των επενδυτών αλλά και του άμεσα ενδιαφερόμενου οικονομικού περιβάλλοντος (Verdi 2006). Η ακριβής και ποιοτική χρηματοοικονομική πληροφόρηση αποσκοπεί στο να ληφθούν ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις από τους άμεσα ενδιαφερόμενους είτε από τους υπάρχοντες επενδυτές είτε από τους δυνητικούς, αλλά και γενικότερα από αυτούς που βρίσκονται εκτός περιβάλλοντος των διαφόρων εταιρειών, και να εκτιμήσουν όσον το δυνατό καλύτερα τις μελλοντικές ταμειακές ροές των επιχειρήσεων

Η επίδραση της πληροφόρησης σχετικά με τις τιμές και τη ρευστότητα ήταν το επίκεντρο της εκτεταμένης έρευνας στον τομέα των οικονομικών. Μια τάξη μοντέλων μικροδομών στην αγορά περιγράφει οικονομίες στις οποίες οι έμποροι έχουν διαφορετικές πληροφορίες και η εξέλιξη των τιμών είναι συνάρτηση των πληροφοριών που περιέχονται στις συναλλαγές [βλέπε για παράδειγμα Grossman and Stiglitz (1980), Glosten and Milgrom (1985), Kyle (1985), και Easley and O'Hara (1987)]. Ορισμένα θεωρητικά μοντέλα προβλέπουν ότι οι μεγάλες συναλλαγές περιέχουν περισσότερες πληροφορίες από τις μικρότερες συναλλαγές [Easley and O'Hara (1987), Glosten (1989) και Serpi (1990)]. Πράγματι, η προηγούμενη εμπειρική έρευνα δημιουργεί μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του εμπορίου και του αντίκτυπου στις τιμές. Αυτό το εύρημα συμφωνεί με την υπόθεση ότι οι μεγάλες συναλλαγές περιέχουν περισσότερες πληροφορίες.

Παράλληλα, έρευνες έχουν παρουσιάσει ότι οι ασύμμετρες πληροφορίες αποτελούν συνάρτηση του βαθμού ασυμμετρίας της πληροφορίας της περιόδου. Η Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Information Asymmetry) σχετίζεται με την μελέτη σημαντικών αποφάσεων που αφορούν τις συναλλαγές όπου το ένα μέρος μίας συναλλαγής είναι καλύτερα πληροφορημένο από το άλλο. Πιο συγκεκριμένα, αυτοί που βρίσκονται εσωτερικά της επιχείρησης όπως είναι τα ανώτερα στελέχη και οι μάνατζερ θεωρούνται ότι είναι καλύτερα πληροφορημένοι από αυτούς που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης που είναι και οι άμεσα ενδιαφερόμενοι για την ποιοτική χρηματοοικονομική πληροφόρηση. Αυτό δημιουργεί μία ανισορροπία δύναμης στην συναλλαγή μεταξύ των δύο μερών η οποία μπορεί να προκαλέσει αποτυχία της αγοράς στην ενίοτε περίπτωση και να οδηγήσει την αγορά σε χαμηλότερη ρευστότητα (Akerlof, 1970)

Οι Easley και O'Hara (1987) ισχυρίζονται ότι ο αριθμός των ιδιωτικών πληροφοριών που διατίθενται στους εμπόρους ποικίλλει σε διαφορετικούς χρόνους. Αρκετά άρθρα αναλύουν τις διακυμάνσεις των αποδόσεων σε συνάρτηση με το χρονοδιάγραμμα μιας συναλλαγής, είτε γενικά είτε σε σχέση με ενημερωτικά γεγονότα όπως οι ανακοινώσεις κερδών. Οι Venkatesh και Chiang (1986), Krinsky and Lee (1996), και οι Lee, Mucklow and Ready (1993), μεταξύ άλλων συγκρίνουν την προσφορά και τη ζήτηση των spreads κατά τη διάρκεια των περιόδων ανακοίνωσης κερδών σε επίπεδα αναφοράς. Το μεγαλύτερο μέρος της έρευνας που αναφέρθηκε παραπάνω διαπιστώνει όχι μόνο ότι οι μέσες διαφορές διεύρυνσης κατά τις περιόδους ανακοίνωσης, αλλά επίσης ότι ο όγκος συναλλαγών και η μεταβλητότητα αυξάνονται κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων. Ένα πλεονέκτημα της εξέτασης του αντίκτυπου ενός μεμονωμένου εμπορίου κατά τη διάρκεια διαφορετικών περιόδων είναι ότι η ανταπόκριση των τιμών και η ρευστότητα σε επίπεδο συναλλαγών σε ένα ενιαίο εμπόριο μετράει πιο άμεσα την επίδραση των πληροφοριών.

Σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποίησε ο Kelly (2014), η πώληση μετοχών με απώλειες από μια εταιρεία, που διαθέτει εμπιστευτικά στοιχεία, είναι ένα πολύ πιο αρνητικό μήνυμα για μελλοντικές αποδόσεις μετοχών από ό, τι μια πώληση μετοχών με κέρδος. Η ανομοιογένεια των επενδυτών, οι φόροι, ο κανόνας βραχυχρόνιας ταλάντωσης και τα κίνητρα εξισορρόπησης συμβάλουν στο σήμα που εκπέμπεται προς τα έξω. Τα στοιχεία είναι πιο συνεπή με την ιδέα ότι οι επενδυτές αποκομίζουν άμεση δυσφορία από την πώληση μια μετοχής με ζημία. Δεδομένου ότι η πώληση με ζημία είναι οδυνηρή, ένας επενδυτής που το κάνει πρέπει να έχει ιδιαίτερα αρνητικές πληροφορίες, πληροφορίες που εκδηλώνονται σε κακή απόδοση μετοχών τους επόμενους μήνες. Με τη σύγκριση της προγνωστικής ισχύος των πωλήσεων των προικισμένων μετοχών σε ζημία με την προβλεπτική ισχύ των αγορασμένων μετοχών με ζημία, μπορεί να ερευνηθεί η πηγή αυτής της δυσπλασίας. Η πώληση με ζημία είναι οδυνηρή επειδή αναγκάζει τον επενδυτή να παραδεχτεί ότι μια απόφαση αγοράς νωρίτερα ήταν ένα λάθος.

## 2.2. Η Έννοια της Εκκαθάριση

Στον τομέα των χρηματοοικονομικών και της οικονομίας, η εκκαθάριση είναι ένα γεγονός που συμβαίνει συνήθως όταν μια εταιρεία είναι αφερέγγυα, δηλαδή δεν μπορεί να πληρώσει τις υποχρεώσεις της, όπως και τότε οφείλονται. Οι δραστηριότητες της εταιρείας τερματίζονται και τα περιουσιακά της στοιχεία κατανέμονται μεταξύ των πιστωτών και των μετόχων, σύμφωνα με την προτεραιότητα των απαιτήσεών τους. Οι περιπτώσεις πτώχευσης επιχειρήσεων δεν συνεπάγονται αυτόματα και εκκαθάριση. Οι πρόσφατες εισηγήσεις του Barth, Beaver και Landsman (1998) και του Subramanyan and Wild (1996) έχουν αποδείξει ότι η σχέση μεταξύ αποδόσεων μετοχών και κερδών μειώνεται καθώς η πιθανότητα τερματισμού αυξάνεται.

Το φαινόμενο της εκκαθάρισης έχει συγκεκριμένα στάδια ολοκλήρωσης. Τα περιουσιακά στοιχεία διανέμονται με βάση την προτεραιότητα των απαιτήσεων διαφόρων μερών, από έναν διαχειριστή που διορίζεται από το Υπουργείο Δικαιοσύνης που εποπτεύει τη διαδικασία. Οι πιο υψηλές απαιτήσεις ανήκουν σε εξασφαλισμένους πιστωτές, οι οποίοι έχουν εξασφάλιση δανείων

στην επιχείρηση. Αυτοί οι δανειστές θα αδράξουν την εξασφάλιση και θα το πουλήσουν συχνά με σημαντική έκπτωση, λόγω των μικρών χρονικών πλαισίων. Αν αυτό δεν καλύπτει το χρέος, θα ανακτήσει το υπόλοιπο από τα υπόλοιπα ρευστά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, εάν υπάρχουν.

Στη συνέχεια, στη σειρά είναι οι μη εξασφαλισμένοι πιστωτές. Σε αυτούς περιλαμβάνονται οι κάτοχοι ομολόγων, η κυβέρνηση (εάν οφείλονται φόροι) και οι εργαζόμενοι (αν οφείλουν μη καταβληθέντες μισθούς ή άλλες υποχρεώσεις). Τέλος, οι μέτοχοι λαμβάνουν τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία, στην απίθανη περίπτωση που υπάρχουν. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι επενδυτές σε προνομιούχες μετοχές έχουν προτεραιότητα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών. Η εκκαθάριση μπορεί επίσης να αναφέρεται στη διαδικασία πώλησης αποθέματος, συνήθως σε απότομες εκπτώσεις, σε πολύ χαμηλές τιμές.

Από έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί έχει αποδειχτεί και ο πειθαρχικός ρόλος της εκκαθάρισης. Οι Hart and Moore (1989) και οι Bolton και Scharfstein (1990) εξετάζουν μοντέλα στα οποία οι ταμειακές ροές δεν είναι επαληθεύσιμες, δείχνοντας ότι στο πλαίσιο αυτό είναι βέλτιστο να δοθούν δικαιώματα δανεισμού στους δανειστές, προκειμένου να αποθαρρυνθούν οι στρατηγικές αδυναμίες και πτώχευσης. Οι Berglof και von Thadden (1994) αναλύουν το σκεπτικό για πολλαπλούς δανειστές σε παρόμοιο πλαίσιο. Δείχνουν ότι εάν οι τιμές εκκαθάρισης είναι χαμηλές, είναι βέλτιστο να υπάρχουν βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις από ξεχωριστούς επενδυτές και να εξασφαλίζονται οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις. Η ρύθμιση αυτή ενισχύει την εκ των υστέρων θέση διαπραγμάτευσης των βραχυπρόθεσμων δανειστών και μειώνει τα κίνητρα της επιχείρησης να χρεοκοπήσει στρατηγικά και να οδηγηθεί σε καθεστώς εκκαθάριση. Το άρθρο μας μετατρέπει σε ένα πλαίσιο ηθικού κινδύνου την ιδέα ότι ένας δεύτερος δανειστής μπορεί να είναι χρήσιμος για να εξασφαλίσει την αξιοπιστία των απειλών εκκαθάρισης.

Υπάρχουν διάφοροι πραγματικοί όροι της λύσης εκκαθάρισης που χαρακτηρίζουν τα βέλτιστα συμβόλαια, τόσο στο πλαίσιο της ενημερωμένης όσο και της μικτής χρηματοδότησης. Εάν η διαπραγματευτική δύναμη του επιχειρηματία είναι μεγάλη, η βέλτιστη σύμβαση με ενημερωμένη χρηματοδότηση μπορεί να υλοποιηθεί κατά προσέγγιση με μια σειρά βραχυπρόθεσμων συμβάσεων.

### 2.3. Ορισμός των Ζημιών

Οι απώλειες είναι μια εφάπαξ απομάκρυνση ή μείωση ενός επιχειρησιακού πόρου ή περιουσιακού στοιχείου. Οι ζημίες είναι ανεπανόρθωτες και απρόβλεπτες. Οι πιο συνηθισμένοι τύποι ζημιών αφορούν το ποσό που ένα περιουσιακό στοιχείο μειώνεται σε αξία κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής του για την επιχείρησή. Όλα τα πάγια (μακροπρόθεσμα) περιουσιακά στοιχεία υποφέρουν από την απόσβεση με την πάροδο του χρόνου και οι διαφορές στην αξία αυτών είναι εκείνη που αναφέρεται ως ζημία. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία δεν περιλαμβάνουν κανένα απόθεμα που πωλήθηκε. Ένας άλλος κοινός τύπος ζημίας μπορεί επίσης να σημαίνει ότι τα συνολικά έξοδα που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση είναι μεγαλύτερα από το εισόδημα για μια συγκεκριμένη περίοδο. Αυτό είναι πιο συγκεκριμένα γνωστό ως «καθαρή λειτουργική ζημία» ή απλώς «καθαρή ζημία».

Ενώ οι πιο γνωστές καταστάσεις όπου υφίστανται απώλειες αναφέρονται παραπάνω, υπάρχουν διάφορες άλλες περιστάσεις στις οποίες μια εταιρεία μπορεί να αντιμετωπίσει τις απώλειες. Στη λογιστική, οι ζημίες εμφανίζονται σε οποιαδήποτε από τις ακόλουθες περιπτώσεις:

- δαπάνες που δεν αποφέρουν κανένα όφελος
- μείωση της αξίας των πόρων
- υπέρβαση των δαπανών έναντι του εισοδήματος
- το κόστος υπερβαίνει τα καθαρά έσοδα μιας συναλλαγής
- ενδεχόμενες ζημίες ως αποτέλεσμα αγωγής ή απροσδόκητων γεγονότων

Είναι σημαντικό να τηρείτε λεπτομερή οικονομικά αρχεία για την επιχείρησή και, παρόλο που οι ζημίες δεν είναι απαραίτητως ένα ευχάριστο στοιχείο που πρέπει να συμπεριληφθεί, είναι ωστόσο κρίσιμες για τη διατήρηση ισορροπημένων και νομικών λογαριασμών. Οι απώλειες καταγράφονται και εμφανίζονται σε μία από τις δύο αναφορές, ανάλογα με τον τύπο της απώλειας: Οι ζημίες που προκύπτουν από γεγονότα που δεν σχετίζονται με τις κύριες δραστηριότητες μιας επιχείρησης καταχωρούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Οι ζημίες που προκύπτουν από γεγονότα που σχετίζονται άμεσα με τη λειτουργία της επιχείρησης αναγνωρίζονται στον ισολογισμό.

Ενώ οι απώλειες δεν αποτελούν θετική προσθήκη στη χρηματοδότηση μιας εταιρείας, δεν υπάρχει λόγος να προκαλέσει ζημιά η κατάρρευση της επιχείρησης. Ωστόσο, η επανειλημμένη καθαρή ζημιά εκμετάλλευσης για μεγάλο χρονικό διάστημα μπορεί να οδηγήσει σε αφερεγγυότητα, η οποία μπορεί να απαιτήσει ενδεχόμενη εκκαθάριση.

Πολλές επιχειρήσεις μπορούν να αναπληρώσουν από μια καθαρή λειτουργική ζημιά χρησιμοποιώντας προηγούμενα έσοδα ή να βασίζονται σε δάνεια όπως ένα δάνειο μικρής επιχείρησης, για παράδειγμα.

Αλλά αυτές οι εταιρείες θα πρέπει να αναπτύξουν ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο για να προσπαθήσουν να γυρίσουν τα πράγματα γύρω. Οι ζημίες που οφείλονται στην απόσβεση των περιουσιακών στοιχείων, ακόμη και σε περιουσιακά στοιχεία όπως τα ακίνητα, συνεπάγονται ότι τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού είναι χαμηλότερα από την αρχική τιμή αγοράς τους. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε κακές επιδόσεις στην αγορά ή σε μια αδύναμη οικονομία και πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στην οικονομική αναφορά μιας επιχείρησης.

Στην έρευνά της η Hayn (1995) παρουσίασε ότι όταν λαμβάνονται υπόψη μόνο τα κερδοφόρα χρόνια σταθερότητας των επιχειρήσεων, οι κινήσεις των τιμών των μετοχών συνδέονται πολύ περισσότερο με τα τρέχοντα κέρδη περιόδου. Η εξαίρεση των περιπτώσεων ζημιών έχει ως αποτέλεσμα σχεδόν το τριπλασιασμό τόσο του συντελεστή απόκρισης των αποδοχών ενός έτους όσο και της επεξηγηματικής ισχύος των ετήσιων αποδοχών σε σχέση με τις σύγχρονες αποδόσεις. Αντίθετα, όταν το δείγμα εκτίμησης αποτελείται μόνο από περιπτώσεις ζημιών, το μέγεθος των δηλωμένων ζημιών δεν φαίνεται να συσχετίζεται καθόλου με τις σύγχρονες μεταβολές των τιμών. Αυτά τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα από το αν τα επίπεδα ή οι αλλαγές χρησιμοποιούνται για τον σχηματισμό της μεταβλητής κερδών. Τα ευρήματα του εγγράφου της δείχνουν περαιτέρω ότι η αύξηση του συντελεστή απόκρισης των αποδοχών καθώς η περίοδος σώρευσης αυξάνεται οφείλεται αποκλειστικά στην επίδραση των παρατηρήσεων ζημιών. Η θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του ERC και της διάρκειας της περιόδου σώρευσης οφείλεται μόνο στη μειούμενη πιθανότητα να προκύψει σωρευτική ζημιά. Όταν εξαιρούνται οι απώλειες, δεν υπάρχει τέτοιο πρότυπο, η επέκταση της περιόδου συσσώρευσης έχει ως αποτέλεσμα μια πολύ λιγότερο δραματική αύξηση του  $R^2$  της παλινδρόμησης των αποδοχών απόδοσης. Παράλληλα, τα συμπεράσματά της ήταν ότι στην περίπτωση των εταιρειών που υποβάλλουν στοιχεία σχετικά με ζημίες, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν τις ζημίες είτε ως προσωρινές, οπότε δεν μπορούν να μεταδώσουν στους συμμετέχοντες στην αγορά κάτι χρήσιμο για σκοπούς αποτίμησης, είτε ως μόνιμες, οπότε ο λογικός επενδυτής να εξετάσει τη δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσής του.

Ο Martikainen (1997) αναφέρει ότι η εκτιμώμενη σχέση μεταξύ αποδόσεων των μετοχών και λογιστικών κερδών ενισχύεται εάν οι λογιστικές ζημίες αφαιρεθούν από την ανάλυση στην αγορά των Η.Π.Α. Η μελέτη του αυτή συγκρίνει την αντίδραση της φινλανδικής χρηματιστηριακής αγοράς με τα λογιστικά κέρδη σε δύο υποπεριόδους, την έκρηξη το 1988-1990 και την ύφεση κατά την περίοδο 1991-1993. Η φινλανδική αγορά παρέχει μια ενδιαφέρουσα περιοχή έρευνας για την ανάλυση αυτή λόγω της εξαιρετικά έντονης οικονομικής ύφεσης που παρουσιάστηκε στη Φινλανδία στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε για παράδειγμα ότι περίπου το 35% των παρατηρήσεων των εσόδων μεταξύ των εισηγμένων φινλανδικών επιχειρήσεων είναι αρνητικές το 1991-1993. Παράλληλα ο Martikainen (1997) διαπίστωσε ότι οι λογιστικές ζημίες δεν σχετίζονται σημαντικά με τις

αποδόσεις των μετοχών στη Φινλανδία. Στην έρευνά τους αναφέρουν επίσης ότι η προσαρμογή των αναφερόμενων κερδών, και λαμβάνοντας υπόψη τις συστάσεις της τελικής επιτροπής εταιρικής ανάλυσης, δεν βελτιώθηκε η σχέση κερδών - αποδόσεων.

Συνεχίζοντας την έρευνά του ο Martikainen (1998) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεδομένου ότι το ποσό των ζημιών που θεωρούνται προσωρινές από τους επενδυτές ποικίλλει με την πάροδο του χρόνου, είναι πιθανό ότι η εκτιμώμενη σχέση απόδοσης-κέρδους ποικίλλει με την πάροδο του χρόνου εάν δεν υπάρχει έλεγχος για την ύπαρξη ζημιών. Ως εκ τούτου, οι οικονομικοί αναλυτές πρέπει να λάβουν υπόψη ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών ενδέχεται να διαφέρει σε περιόδους άνθησης και ύφεσης.

Το κύριο συμπέρασμα της μελέτης της M. Martikainen (1998) είναι ότι οι μόνιμες και προσωρινές απώλειες προκαλούν διαφορετικές αντιδράσεις τιμών στη Φινλανδία. Οι προσωρινές ζημίες θεωρούνται οι περιπτώσεις ζημιών που δεν συνεχίζουν να προκαλούν στατιστικά σημαντική αντίδραση των τιμών όταν οι ανακοινώσεις κερδών κατατάσσονται σε θετικές ή αρνητικές εκπλήξεις. Από την άλλη πλευρά, αρνητικές εκπλήξεις στις μόνιμες ζημίες (απώλειες που συνεχίζονται στο μέλλον) προκαλούν σημαντικές μειώσεις στις τιμές των μετοχών, δηλαδή οι μόνιμες απώλειες έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επενδυτές δεν υπολογίζουν προσωρινά στοιχεία ζημιών επειδή πιστεύουν ότι τα προσωρινά στοιχεία δεν αντανακλώνται στις μελλοντικές ταμειακές ροές. Σύμφωνα με τα προηγούμενα στοιχεία, οι ειδήσεις στα κέρδη οδηγούν σε σημαντική αντίδραση των τιμών.

Σύμφωνα με την έρευνα της Samantha Sin και του Edward Watts (2000) για τις συνολικές απώλειες, τα στοιχεία μας δείχνουν ότι το ERC για ζημίες είναι χαμηλότερο από αυτό των κερδών. Στη συνέχεια, αναλύει το ERC ζημιών που πραγματοποιήθηκαν σε οικονομικά υγιείς επιχειρήσεις. Για αυτές τις ζημίες προβλέπουμε ένα χαμηλό ERC, επειδή οι μέτοχοι αναμένουν ότι οι ζημίες αυτές θα αντιστραφούν στην κερδοφορία λόγω της υγείας της επιχείρησης και των ενεργειών της διοίκησης για την αντιμετώπιση της ζημίας. Συνοπτικά, η μελέτη αυτή παρέχει ορισμένα νέα και υποστηρικτικά στοιχεία σχετικά με τα χαμηλά ERC για απώλειες υγιεινών επιχειρήσεων, όπου το χαμηλό ERC μπορεί να εξηγηθεί από τις προσδοκίες των μετόχων για αντιστροφή κερδών.

Στην πιο πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τους Χέβα και Σιουγλέ (2011), τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι, υπό συντηρητική λογιστική, τα ERC των διαφόρων συνιστωσών εισοδήματος (εισόδημα από συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης, εισόδημα από έκτακτες δραστηριότητες) δεν είναι τα ίδια. Οι πιο συντηρητικές λογιστικές πρακτικές θα οδηγήσουν στην εκτίμηση υψηλότερων ERC για τα αντίστοιχα εισοδήματα. Επιπλέον, η αναφορά διαφορετικών εισοδηματικών στοιχείων στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων δεν αποτελεί περιττό στοιχείο. Η δημοσιευμένη κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων πρέπει να είναι πολύ αναλυτική δεδομένου ότι διαφορετικές έννοιες εισοδήματος εφαρμόζονται στις αμοιβές αποτίμησης με διαφορετικά οικονομικά χαρακτηριστικά. Επιπλέον, από την έρευνα προκύπτει ότι το ERC των συνολικών ζημιών μια επιχείρησης που έχουν δηλώσει ζημίες είναι είτε αρνητικό είτε στατιστικά ασήμαντο.

## 2.4. Ορισμός των Κερδών

Τα κέρδη συνήθως αναφέρονται σε καθαρά έσοδα μετά από φόρους. Τα κέρδη είναι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας της τιμής των μετοχών, επειδή τα κέρδη και οι περιστάσεις που σχετίζονται με αυτά μπορούν να δείξουν αν η επιχείρηση θα είναι κερδοφόρα και επιτυχής μακροπρόθεσμα. Τα κέρδη είναι ίσως ο πιο μελετημένος αριθμός στις οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας, επειδή δείχνουν την κερδοφορία μιας εταιρείας σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις των αναλυτών και την καθοδήγηση της εταιρείας.

Τα κέρδη είναι το ποσό των εσόδων που παράγει μια εταιρεία σε μια συγκεκριμένη περίοδο, η οποία συνήθως ορίζεται ως ένα τρίμηνο (τρεις ημερολογιακοί μήνες) ή ένα έτος. Κάθε τρίμηνο, οι αναλυτές περιμένουν να απελευθερωθούν τα κέρδη των εταιρειών που ακολουθούν. Τα κέρδη μελετώνται επειδή αντιπροσωπεύουν έναν άμεσο σύνδεσμο με την απόδοση της εταιρείας. Μια εταιρεία που επιτυγχάνει τις εκτιμήσεις ξεπερνά τους ανταγωνιστές της.

Υπάρχουν πολλά διαφορετικά μέτρα και χρήσεις των κερδών. Ορισμένοι αναλυτές θέλουν να υπολογίζουν τα κέρδη προ φόρων. Αυτό αναφέρεται ως έσοδα προ φόρων, κέρδη προ φόρων ή ΚΠΦ. Ορισμένοι αναλυτές θέλουν να δουν τα κέρδη πριν από τους τόκους και τους φόρους. Αυτό αναφέρεται ως κέρδη πριν από τους τόκους και τους φόρους ή το EBIT.

Ακόμα άλλοι αναλυτές, κυρίως σε βιομηχανίες με υψηλό επίπεδο παγίων, προτιμούν να βλέπουν κέρδη προ τόκων, φόρων, υποτίμησης και αποσβέσεων, γνωστά και ως EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Και τα τρία μέτρα παρέχουν διαφορετικούς βαθμούς κερδοφορίας.

Τα κέρδη ανά μετοχή είναι ένας κοινώς αναφερόμενος λόγος που χρησιμοποιείται για να δείξει την κερδοφορία της εταιρείας ανά μετοχή. Ο όρος κέρδη ανά μετοχή (EPS) αντιπροσωπεύει το μέρος των κερδών μιας εταιρείας, καθαρό από τους φόρους και τα προνομιούχα μερίσματα μετοχών, το οποίο κατανέμεται σε κάθε μετοχή κοινών μετοχών. Ο αριθμός μπορεί να υπολογιστεί απλά διαιρώντας το καθαρό εισόδημα που κερδίζεται σε μια δεδομένη περίοδο αναφοράς (συνήθως τριμηνιαία ή ετησίως) με το συνολικό αριθμό των μετοχών που εκκρεμούν κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Επειδή ο αριθμός των μετοχών που εκκρεμούν μπορεί να μεταβληθεί, συνήθως χρησιμοποιείται ένας σταθμισμένος μέσος όρος (Besedy 2006, p. 20)

Χρησιμοποιείται επίσης συνήθως σε σχετικά μέτρα αποτίμησης, όπως ο λόγος τιμής προς κέρδος. Ο λόγος τιμής προς κέρδος, υπολογισμένος ως τιμή διαιρούμενο με τα κέρδη ανά μετοχή, χρησιμοποιείται κυρίως για την εύρεση σχετικών τιμών για τα κέρδη εταιρειών στον ίδιο κλάδο. Μια εταιρεία με υψηλή τιμή σε σύγκριση με τα κέρδη που πραγματοποιεί θεωρείται υπερτιμημένη. Ομοίως, μια εταιρεία με χαμηλή τιμή σε σύγκριση με τα κέρδη που πραγματοποιεί είναι υποτιμημένη.

Ενώ τα κέρδη μπορεί να φαίνονται να είναι ο ιερός έλεγχος των μέτρων απόδοσης, μπορούν ακόμα να χειραγωγηθούν. Σύμφωνα με τους Stolowy και Breton (2003), ο λογιστικός χειρισμός των κερδών ορίζεται ως διαχειριστικές αποφάσεις για τη λήψη λογιστικών επιλογών που μπορούν να επηρεάσουν τη μεταβίβαση του πλούτου μεταξύ εταιρειών, μεταξύ της εταιρείας και

των προμηθευτών κεφαλαίου και, τέλος, μεταξύ της εταιρείας και των διαχειριστών. Είναι λογικό όλοι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι να ενδιαφέρονται για το κέρδος της επιχείρησης αλλά και όλους τους παράγοντες που μπορούν να τροποποιήσουν τα κέρδη και να εμφανίσουν μία πλασματική εικόνα αυτών. Η ύπαρξη ποικίλων τρόπων αλλά και διαφόρων λογιστικών πολιτικών για την εκτίμηση των κερδών δίνει μεγάλη ευχέρεια στις διοικήσεις των εταιρειών. Απώτερος σκοπός των μάνατζερ είναι όπως είναι ευρέως γνωστό η εμφάνιση μεγαλύτερων κερδών ενώ των επενδυτών είναι η ορθή και ποιοτική χρηματοοικονομική πληροφόρηση ώστε να λάβουν τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις.

Αυτό όμως έρχεται σε αντίθεση με τον σκοπό των μάνατζερ που με την χρήση διαφόρων λογιστικών πρακτικών επιδιώκουν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα των κερδών και εκμεταλλευόμενοι κενά στην νομοθεσία αλλά και την πληθώρα επιλογών που υπάρχουν εμφανίζουν μία διαφορετική εικόνα από την πραγματική. Πολλοί μελετητές (Ronen and Sadan, 1981, Dye, 1988, Trueman and Titman, 1988) πρότειναν ότι οι διαχειριστές είναι πιο πιθανό να χειραγωγήσουν τα κέρδη για να επηρεάσουν τις αντιλήψεις των επενδυτών.

Ορισμένες εταιρείες μπορεί σκοπίμως να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους με σκοπό να εμφανίζονται υψηλότερα. Αυτές οι εταιρείες λέγεται ότι έχουν χαμηλή ή κακή ποιότητα των αποδοχών. Τα κέρδη ανά μετοχή μπορούν επίσης να χειραγωγούνται ώστε να παρουσιάζονται υψηλότερα από τα κανονικά επίπεδα, ακόμη και όταν τα κέρδη μειώνονται, με αγορές ιδίων μετοχών. Οι εταιρείες το κάνουν αυτό με την επαναγορά μετοχών με κέρδη ή με δανεισμό. Αυτή η προσπάθεια χειραγώγησης των κερδών αλλά και γενικότερα η προσπάθεια αλλοίωσης της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, οδηγεί σε λανθασμένη εξωτερική πληροφοριών με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο κίνδυνος αύξησης της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στους μάνατζερ και στους επενδυτές είτε αυτοί είναι υφιστάμενοι είτε δυνητικοί.



### 3. Δεδομένα και Στατιστική Περιγραφή

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η επιλογή του δείγματος το οποίο επιλέξαμε να ερευνήσουμε, αλλά και η ανάλυση των δεδομένων που συνελλέξαμε ώστε να μελετήσουμε την πληροφορική ικανότητα των ζημιών και την επιρροή τους στο συντελεστή απόδοσης-αποδοχών.

#### 3.1 Δεδομένα

Τα βασικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση του υποδείγματος προήλθαν από τη βάση δεδομένων Tomson Reuters DataStream. Περιέχει δεδομένα για τρεις διαφορετικές χώρες της Ευρώπης που ανήκουν στην Ευρωζώνη, την Ελλάδα, την Κύπρο και την Ιταλία. Τα δεδομένα αφορούν τα έτη 2010 & 2016. Το δείγμα μας αποτελείται από ένα σύνολο 475 επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις του δείγματος ανήκουν στο βιομηχανικό τομέα. Από την ανάλυσή μας έχουν εξαιρεθεί οι τράπεζες, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και επενδυτικοί οργανισμοί. Παράλληλα, από την ανάλυσή μας έχουν αφαιρεθεί επιχειρήσεις που διέθεταν ελλιπή στοιχεία.

#### 3.2. Συχνότητα εμφάνισης ζημιών

Η μεταβλητή των αποδοχών ορίζεται ως έσοδο (ζημία) από συνεχιζόμενες δραστηριότητες, πριν τα έκτακτα στοιχεία, διακοπείσες δραστηριότητες και το σωρευτικό αποτέλεσμα των λογιστικών μεταβολών. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τη σχετική συχνότητα των απωλειών. Οι ζημίες είναι αρκετά υψηλές στην περίπτωση της Ελλάδας που φτάνουν το 50,53% το 2010 σε σχέση με τις άλλες δύο χώρες που βρίσκονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Το ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο ζημιών που παρατηρείται στην Ελλάδα, οφείλεται κατά ένα μεγάλο ποσοστό στην οικονομική κρίση την οποία υφίσταται η χώρα από το 2009 και στην οποία εξακολουθεί να βρίσκεται μέχρι και σήμερα και επηρέαζε και την Ευρώπη. Το ασταθές οικονομικό, πολιτικό και φορολογικό περιβάλλον που παρατηρείται ιδιαίτερα στην Ελλάδα, αλλά και στις δύο άλλες χώρες της Ευρωζώνης, οδήγησε πολλές επιχειρήσεις σε αδυναμία διαχείρισης των οικονομικών τους υποχρεώσεων.

Η οικονομική κρίση οδήγησε επιχειρήσεις σε πτώχευση και οικονομική καταστροφή. Τα φαινόμενα αυτά έχουν κοινωνικές και ψυχολογικές επιπτώσεις. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να ανακόψουν την αυξητική τάση του δείκτη της γονιμότητας. Οι δύο αυτές μεταβολές (προσδόκιμο ζωής και δείκτης γονιμότητας) οδήγησαν αναπόφευκτα, στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, στη διεύρυνση της δημογραφικής γήρανσης, δηλαδή στην αύξηση του ποσοστού των ηλικιωμένων ατόμων στον συνολικό πληθυσμό, με αποτέλεσμα στο μέλλον η επίδρασή της σε χαμηλούς ρυθμούς του ΑΕΠ να είναι αναπόφευκτη.

Οι δημογραφικές αυτές προοπτικές στην Ελλάδα συνηγορούν και στη μείωση της παραγωγικότητας της οικονομίας εξαιτίας της εξάλειψης της δημογραφικής ώθησης που δίνει στις οικονομίες ο μεγάλος πληθυσμός ατόμων νεαρής ηλικίας που είναι στην κορυφή της παραγωγικότητάς του. Όμως τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια πτωτική τάση στον αριθμό των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν ζημίες λόγω της ανάπτυξης καινοτόμων ιδεών.

Το πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και του ελληνικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος είναι δομικό. Έχει χαρακτηριστικά που έχουν καθιερωθεί εδώ και χρόνια. Η κρίση κάνει τις επιχειρήσεις να ανακαλύψουν τα όρια αντοχής τους. Για τις περισσότερες φέρνει ενώπιον τους τις χρόνιες αδυναμίες τους, την έλλειψη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μερικές, με ικανότητα προσαρμογής έχουν ήδη αντιδράσει από πριν, αποκόπτοντας μη αποδοτικές δραστηριότητες, μειώνοντας το κόστος, πηγαίνοντας εκεί όπου υπάρχει ζήτηση- σε διεθνείς αγορές. Οι πιο διορατικές βρίσκουν ευκαιρίες στην κρίση. Ανοίγονται σε νέες δραστηριότητες διεθνώς, αντιμετωπίζοντας την έλλειψη ρευστότητας με διεθνείς προσβάσεις και συνεργασίες. Μαθαίνουν και αλλάζουν καθώς συναντούν νέους πελάτες και νέες συνθήκες σε άλλες αγορές.

## Πίνακας 1

Συχνότητα απωλειών (αρνητικό εισόδημα από λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης) ανά έτος

Έτη	Δεδομένα Ελλάδας			Δεδομένα Κύπρου			Δεδομένα Ιταλίας		
	Αρ. Επιχειρ	Αρ. Ζημιών	% Ζημιών	Αρ. Επιχειρ	Αρ. Ζημιών	% Ζημιών	Αρ. Επιχειρ	Αρ. Ζημιών	% Ζημιών
2010	188	95	50,53	53	15	28,3	234	69	29,48
2016	188	59	31,38	53	19	35,8	234	56	23,93

Παράλληλα, οι απογοητευτικές οικονομικές επιδόσεις της Ιταλίας οφείλονται στη συμμετοχή της στο Ευρώ και τις συνεχείς αποτυχίες των κυβερνήσεων να μεταρρυθμίσουν την ιταλική οικονομία. Η Ιταλία αποτελεί την τρίτη χώρα στο κόσμο με το μεγαλύτερο κρατικό χρέος στον κόσμο, μετά τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Η συμμετοχή στο ευρώ δεν έχει βοηθήσει την Ιταλία. Πριν από την κρίση του 2008, οι εισαγωγές και οι εξαγωγές με τους ομολόγους της στην ευρωζώνη αυξανόταν και ο πληθωρισμός υποχωρούσε, αλλά η αύξηση της παραγωγικότητας επιβραδύνθηκε καθώς τα χαμηλά επιτόκια τόνωσαν τις επενδύσεις σε μη παραγωγικούς κλάδους της οικονομίας.

Και οι συνολικές εξαγωγές της Ιταλίας προς χώρες εκτός και εντός της ευρωζώνης αυξήθηκαν μόνο με βραδύ ρυθμό κατά την πρώτη δεκαετία του ευρώ. Οι σφιχτές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές στη διάρκεια της κρίσης του ευρώ έκαναν την κατάσταση στην Ιταλία χειρότερη, όπως και η αποτυχία της ΕΚΤ να δράσει ως δανειστής ύστατης στιγμής στην ιταλική κυβέρνηση μέχρι το 2012. Οι ιταλικές τράπεζες, συνδεδεμένες με μια ολοένα και πιο αδύναμη ιταλική οικονομία και η υψηλά χρεωμένη κυβέρνηση, δυσκολεύτηκαν να παρέχουν χρηματοδότηση σε πιο παραγωγικές επιχειρήσεις. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις να παύσουν τη λειτουργία τους.

Η οικονομική κρίση της Κύπρου είναι η μεγαλύτερη κρίση που γνώρισε η Κύπρος. Το κυριότερο αίτιο της κρίσης είναι η μεγάλη έκθεση των κυπριακών τραπεζών στα ελληνικά ομόλογα κατά το κούρεμά τους την άνοιξη του 2012. Η κρίση της Κύπρου έχει διπλή βάση οικονομική και πολιτική. Από τη μια μεριά η οικονομική διάσταση, είναι τόσο το άνοιγμα των τραπεζών της Κύπρου που ολόκληρο το ετήσιο ΑΕΠ της Κύπρου δεν φτάνει για να το καλύψει.

Από την άλλη μεριά η πολιτική διάσταση, όπου είναι τέτοιο το οικονομικό τραπεζικό μοντέλο της Κύπρου, όσο αφορά τα υψηλά επιτόκια, τη χαμηλή φορολόγηση, τις διεργασίες καταθέσεων και τον γιγαντισμό των τραπεζών, που η Ευρωζώνη δεν μπορεί να τα επιτρέψει. Χαρακτηριστική η δήλωση του νομπελίστα και προέδρου του Εθνικού Συμβουλίου Οικονομίας Χριστόφορου Πισσαρίδη «Πολύ χειρότερες θα είναι οι επιπτώσεις, αν δεν ψηφιστεί το τέλος επί των καταθέσεων, (όπως αποκάλυψε την απόφαση της Ευρωζώνης για το ‘κούρεμα’ των καταθέσεων) και η οικονομία θα καταρρεύσει».

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζεται ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων με βάση τον αριθμό των ετών που πραγματοποίησαν απώλειες. Στην Ελλάδα το 17,4% των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία την περίοδο 2010-2016 έχουν δηλώσει ζημιές για 7 έτη και το 11,1% 3 έτη. Για την Κύπρο το 20,7% των επιχειρήσεων έχουν παρουσιάσει 1 έτος ζημιά ενώ για την Ιταλία το 13,6%.

## Πίνακας 2

Επιχειρήσεις με αρνητικό εισόδημα από τις δραστηριότητές της

Αρ. Ετών με Ζημίες	Αριθμός Επιχειρήσεων Ελλάδα	Αριθμός Επιχειρήσεων Κύπρος	Αριθμός Επιχειρήσεων Ιταλία	% Επιχειρήσεων Ελλάδα	% Επιχειρήσεων Κύπρος	% Επιχειρήσεων Ιταλία
0	45	12	98	23,8%	22,6%	42,2%
1	10	11	32	5,3%	20,7%	13,6%
2	20	3	21	10,5%	5,6%	9,05%
3	21	6	17	11,1%	11,3%	7,3%
4	18	5	22	9,5%	9,4%	9,4%
5	18	7	11	9,5%	13,2%	4,7%
6	23	6	13	12,1%	11,3%	5,6%
7	33	3	20	17,4%	5,6%	8,6%
<b>Σύνολο</b>	<b>188</b>	<b>53</b>	<b>234</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ

#### 4. Περιγραφική Στατιστική

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζουμε τα δεδομένα της περιγραφικής στατιστικής καθώς και τον πίνακα με τις συσχετίσεις των μεταβλητών που χρησιμοποιήσαμε στα υποδείγματα που προαναφέρθηκαν στην ενότητα τρία.

Παρακάτω παρουσιάζονται ξεχωριστά οι μεταβλητές του υποδείγματος, που συνοδεύονται η καθεμία ξεχωριστά από βασικά στατιστικά μεγέθη όπως είναι ο μέσος, η τυπική απόκλιση, η μέγιστη τιμή του δείγματος αλλά και η ελάχιστη τιμή του δείγματος. Να αναφερθεί ότι οι μεταβλητές οι οποίες παρουσιάζονται παρακάτω προήλθαν από την εξέταση διαφόρων παρατηρήσεων για την περίοδο 2010 & 2016 όπου κάθε έτος οι παρατηρήσεις (εταιρείες) είναι ίδιες σε αριθμό έγινε έλεγχος ακραίων τιμών και αφαιρέθηκαν και οι υπόλοιπες μεταβλητές από τις παρατηρήσεις αυτές για κάθε έτος ξεχωριστά. Επιπλέον αφαιρέθηκαν και οι παρατηρήσεις στις οποίες έλλειπαν τα απαραίτητα στοιχεία. Έτσι ο αριθμός των παρατηρήσεων για κάθε έτος που συμπεριλήφθηκαν στην εκτίμηση της περιγραφικής στατιστικής παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα.

##### Πίνακας Παρατηρήσεων Περίοδος 2010 & 2016 για την Ελλάδα

Έτος	2010	2016
Αριθμός Παρατηρήσεων	174	174

##### Πίνακας Παρατηρήσεων Περίοδος 2010 & 2016 για την Κύπρο

Έτος	2010	2016
Αριθμός Παρατηρήσεων	36	36

##### Πίνακας Παρατηρήσεων Περίοδος 2010 & 2016 για την Ιταλία

Έτος	2010	2016
Αριθμός Παρατηρήσεων	173	173

Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται ξεχωριστά για κάθε μεταβλητή τα βασικά στατιστικά μεγέθη της για κάθε έτος ξεχωριστά.

## 4.1 Ανάλυση Κερδών ανά Μετοχή και Απόδοσης

**1.EPS (earnings per share):** Τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) είναι το μέρος του κέρδους μιας εταιρείας που διατίθεται για κάθε εκκρεμή μετοχή κοινών μετοχών.

### Πίνακας Αποτελεσμάτων EPS 2010

<u>Ελλάδα</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	-0,119	-0,486	0,4185
Minimum	-3,313	-3,502	0,006
Max	2,4	-0,009	8,545
Τυπική Απόκλιση	0,754	0,706	1,056

<u>Κύπρος</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	0,014	-0,44	0,0695
Minimum	-0,09	-0,09	0,77
Max	0,314	-0,012	24,45
Τυπική Απόκλιση	0,081	0,21	5,36

<u>Ιταλία</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	-0,0044	-0,67	0,466
Minimum	-21	-21	0,01
Max	3,56	-0,09	3,56
Τυπική Απόκλιση	2,44	2,89	0,707

Τα κέρδη ανά μετοχή χρησιμεύουν ως δείκτης της κερδοφορίας της εταιρείας.

Υπολογίζεται ως:  $EPS = (\text{Καθαρό εισόδημα} - \text{Μερίσματα σε Προνομιούχες μετοχές}) / \text{Μέσες Καθαρές Μετοχές}$ .

Κατά τον υπολογισμό, είναι ακριβέστερο να χρησιμοποιείται ένας μέσος σταθμισμένος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της περιόδου αναφοράς, επειδή ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία μπορεί να αλλάζει με την πάροδο του χρόνου. Ωστόσο, οι πηγές δεδομένων απλοποιούν μερικές φορές τον υπολογισμό χρησιμοποιώντας τον αριθμό των μετοχών που εκκρεμούν στο τέλος της περιόδου. Συνολικά παρατηρούμε ότι για την περίοδο έρευνας 2010 το δείγμα μας για την Ελλάδα έχει μέσο όρο -0,119, για την Κύπρο 0,014 και για την Ιταλία -0,0044. Οι τιμές της Ελλάδας και της Ιταλίας είναι αρνητικές και σχετικά κοντά. Αυτό συνεπάγεται ότι οι επενδυτές έχουν ζημία αν μετοχή κατά μέσο όρο 0,119 για την Ελλάδα και 0,004 για την Ιταλία.

**Πίνακας Αποτελεσμάτων EPS 2016**

<u>Ελλάδα</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	0,177	-0,1812	0,6362
Minimum	-0,707	-1,188	0,008
Max	3,357	-0,006	22,609
Τυπική Απόκλιση	0,604	0,226	2,634

<u>Κύπρος</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	-0,132	-0,339	0,088
Minimum	-5,018	-5,018	0,007
Max	0,286	-0,006	0,286
Τυπική Απόκλιση	0,882	1,208	0,074

<u>Ιταλία</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	0,334	-0,286	0,519
Minimum	-2,269	-2,50	0,007
Max	3,449	-0,009	3,449
Τυπική Απόκλιση	0,686	0,568	0,618

Την περίοδο του 2016 υπάρχει διαφοροποίηση στις χώρες. Παρατηρούμε θετικές μέσες τιμές στην Ελλάδα και στην Ιταλία, 0,177 και 0,334 αντίστοιχα, και αρνητική μέση τιμή για την Κύπρο, 0,132. Παρουσιάζεται μια θετική αλλαγή στην οικονομική κατάσταση των δυο χωρών και αυτό απεικονίζεται και στον δείκτη EPS των επιχειρήσεων.

Η μέση τιμή του δείκτη παρουσιάζει πτωτική κίνηση μεταξύ των δυο ετών για τις χώρες στην περίπτωση όπου το δείγμα χωρίζεται σε περιπτώσεις ζημιών. Ενώ στις περιπτώσεις κερδών παρουσιάζει αυξητική τάση.

**2.Return ( $R_t$ )** : είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1.

**Πίνακας Αποτελεσμάτων  $R_t$  2010**

<u>Ελλάδα</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	-7,562	-20,004	8,27
Minimum	82,95	-93,59	0,25
Max	57,31	-0,44	87,57
Τυπική Απόκλιση	21,86	21,03	13,18

<u>Κύπρος</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	-1,609	-10,74	7,021
Minimum	-70,9	-70,9	0,77
Max	24,45	-1,84	24,45
Τυπική Απόκλιση	14,68	15,97	5,30

<u>Ιταλία</u>			
2010	Πλήρες δείγμα	Ζημίες	Κέρδη
Μέση Τιμή	-1,281	-23,81	11,07
Minimum	-111,91	-111,91	0,75
Max	38,56	-0,76	38,56
Τυπική Απόκλιση	26,86	30,02	11,07

Όσον αφορά τον δείκτη απόδοσης, είναι ένας δείκτης που δείχνει την οικονομική ευημερία μιας επιχείρησης και την κερδοφορία της και γενικά επιδιώκεται να είναι όσον το δυνατόν μεγαλύτερος.

Από την ανάλυσή μας, παρατηρούμε ότι το δείγμα μας την περίοδο 2010 έχει αρνητική απόδοση και στις τρεις χώρες, με την πρώτη θέση να κατέχει η Ελλάδα με μέση τιμή -7,562 και τυπική απόκλιση 21,86. Ακολουθεί η Ιταλία με μέση τιμή -1,281 και τυπική απόκλιση 26,86 και η Κύπρος με -1,609 μέση τιμή και 14,68 τυπική απόκλιση. Θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι την περίοδο του 2010 η Ελλάδα αντιμετωπίζει μια σοβαρή οικονομική κρίση που έχει επηρεάσει αρνητικά τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην χώρα καθώς και τις επενδυτικές δραστηριότητες και την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών.



**Πίνακας Αποτελεσμάτων R<sub>t</sub> 2016**

<u>Ελλάδα</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	-0,425	-18,99	8,27
Minimum	63,26	-164,76	0,48
Max	34,62	-0,63	41,87
Τυπική Απόκλιση	15,41	28,73	7,39

<u>Κύπρος</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	-3,966	-14,66	7,401
Minimum	-96,33	-96,33	0,34
Max	27,29	-0,49	27,29
Τυπική Απόκλιση	20,10	22,78	6,44

<u>Ιταλία</u>			
<b>2016</b>	<b>Πλήρες δείγμα</b>	<b>Ζημίες</b>	<b>Κέρδη</b>
Μέση Τιμή	5,808	-8,10	12,14
Minimum	-83,02	-83,02	0,01
Max	101,91	-0,86	66,34
Τυπική Απόκλιση	21,36	18,43	11,08

Τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται κατά την περίοδο του 2016. Παρατηρούμε αύξηση της μέσης τιμής για την Ελλάδα και την Ιταλία, από -7,562 σε -0,425 και από -1,281 σε 5,808 αντίστοιχα. Ενώ από την άλλη πλευρά η μέση τιμή για την Κύπρο συνεχίζει την πτωτική τάση, από -1,609 σε -3,966. Αντίστοιχη είναι και η κίνηση της μέσης τιμής για τις περιπτώσεις που το δείγμα αποτελείται μόνο από περιπτώσεις ζημίας. Για την Ελλάδα αυξάνεται από -20,04 σε -18,99, για την Κύπρο μειώνεται από -10,74 σε -14,66 και για την Ιταλία αυξάνεται από -23,81 σε -8,10. Η Ιταλία αποτελεί και την χώρα με την πιο μεγάλη μεταβολή της μέσης τιμής της απόδοσης των επιχειρήσεων. Η ενσωμάτωση των περιπτώσεων ζημιών στο δείγμα οδηγεί σε μια καλύτερη εικόνα για την κατάσταση που επικρατεί στην οικονομία και στις επιχειρήσεις μειώνοντας έτσι την θετική εντύπωση που παρουσιάζεται από την ανάλυση μόνο των περιπτώσεων κερδών. Παρέχεται μια πιο σφαιρική εικόνα για την επικρατούσα κατάσταση των επιχειρήσεων.

## 4.2. Συσχέτιση Απόδοσης και Κερδών(Αποδοχών)

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζεται η συσχέτιση των εκτιμητών σε ζευγάρια για κάθε μια χώρα στο έτος 2010 & 2016.

### Πίνακας Συσχετίσεων

Panel A		Panel B		Panel C	
Ελλάδα 2010		Κύπρος 2010		Ιταλία 2010	
	$R_t$		$R_t$		$R_t$
$X_t/P_{t-1}$	0,4559 *	$X_t/P_{t-1}$	0,4367*	$X_t/P_{t-1}$	0,5816*

  

Panel D		Panel E		Panel F	
Ελλάδα 2016		Κύπρος 2016		Ιταλία 2016	
	$R_t$		$R_t$		$R_t$
$X_t/P_{t-1}$	0,3974 *	$X_t/P_{t-1}$	0,1158	$X_t/P_{t-1}$	0,2115*

Σημείωση: Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Για  $t > 1,96$  και  $t < -1,96$  ο συντελεστής  $\beta$  είναι στατιστικά σημαντικός και αυτό συνεπάγεται ότι τα κέρδη  $X_t$  επιδρούν στην απόδοση  $R_t$ . Για τιμές της  $F$  μεγαλύτερες της κριτικής τιμής  $F_{cv} = 3$  υπάρχει στατιστική σημαντικότητα.

Μελετώντας τον πίνακα συσχετίσεων για τις τρεις χώρες που αναλύουμε, παρατηρούμε τη θετική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των τριών χωρών την περίοδο 2010. Το μεγαλύτερο βαθμό θετικής συσχέτισης παρουσιάζει η Ιταλία (0,5816) σε σχέση με τις άλλες δυο χώρες. Η θετική αυτή συσχέτιση διατηρείται και το 2016 για την Ελλάδα και την Ιταλία. Όπου στη δεύτερη περίπτωση μεγαλύτερη συσχέτιση παρουσιάζει η Ελλάδα (0,3974).

### Πίνακας Συσχετίσεων

2010	Πλήρες Δείγμα		<u>Ελλάδα</u> Ζημίες		Κέρδη	
	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,4559*	1	0,1493	1	0,1477	1

2010	Πλήρες Δείγμα		<u>Κύπρος</u> Ζημίες		Κέρδη	
	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,4367*	1	-0,2508	1	-0,1695	1

<u>Ιταλία</u>						
Πλήρες Δείγμα			Ζημίες		Κέρδη	
2010	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,5816*	1	0,1024	1	0,2199*	1

Σημείωση: Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα

Όπου

$R_t$ : Είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1.

$X_t / P_{t-1}$ : Είναι η μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή(EPS) του έτους t αποπληθωρισμένο με το  $P_{t-1}$ .

### Πίνακας Συσχετίσεων

<u>Ελλάδα</u>						
Πλήρες Δείγμα			Ζημίες		Κέρδη	
2016	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,3974*	1	-0,0021	1	0,4070*	1

<u>Κύπρος</u>						
Πλήρες Δείγμα			Ζημίες		Κέρδη	
2016	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,1158	1	-0,1508	1	0,3243	1

<u>Ιταλία</u>						
Πλήρες Δείγμα			Ζημίες		Κέρδη	
2016	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$	$R_t$	$X_t / P_{t-1}$
$R_t$	1		1		1	
$X_t / P_{t-1}$	0,2115*	1	-0,1267	1	0,1389	1

Σημείωση: Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα.

Οι πίνακες που αναλύονται πιο πάνω, παρουσιάζουν την συσχέτιση των εκτιμητών σε ζευγάρια με την μέθοδο του Pearson.. Η βασική σχέση που μας ενδιαφέρει είναι αυτή του  $R_t$  και του  $X_t / P_{t-1}$ . Παρατηρώντας τους πίνακες βλέπουμε ότι την περίοδο 2010, υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του  $R_t$  και του  $X_t / P_{t-1}$ , η οποία διαφέρει ελάχιστα από χώρα σε χώρα. Για την Ελλάδα είναι 0,4559, για την Κύπρο 0,4367 και για την Ιταλία 0,5816.

Η θετική αυτή συσχέτιση μεταξύ των στοιχείων είναι στατιστικά σημαντική και για τις τρεις χώρες. Ενώ αν δούμε μόνο τις περιπτώσεις ζημίας, εκεί παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των δυο στοιχείων. Παράλληλα, το 2016 θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση έχουμε μόνο στην περίπτωση της Ελλάδας και της Ιταλίας, όπου έχουμε την ανάλυση του πλήρους δείγματος, όπου για την Ελλάδα η συσχέτιση είναι 0,3974 και για την Ιταλία 0,2115.

## 5. Παρουσίαση Υποδείγματος

Στην ενότητα αυτή θα γίνει η παρουσίαση του υποδείγματος που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ απόδοσης και αποδοχών.

Η επίδραση των απωλειών στον εκτιμώμενο συντελεστή απόκρισης των αποδοχών (ERC) και στο πληροφοριακό σύστημα των αποδοχών αξιολογείται με βάση την ακόλουθη παλινδρόμηση, της οποίας η γενική μορφή είναι :

$$R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Όπου:

$R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1.

Η μεταβλητή  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή (EPS) του έτους t. Το μέτρο των κερδών αποπληθωρίζεται με το  $P_{t-1}$ , την τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους t – 1 και το  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα.

Γενικά για να είναι μία μεταβλητή στατιστικά σημαντική θα πρέπει το p-value η αλλιώς συντελεστής συσχέτισης να είναι μικρότερος του 0,1. Για τιμές  $0,05 < p\text{-value} < 0,1$  η μεταβλητή θεωρείται στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Όταν  $0,01 < p\text{-value} < 0,05$  τότε είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ενώ όταν  $p\text{-value} < 0,01$  τότε είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Για την Ελλάδα, το μέγεθος του δείγματος αποτελείται από 300 διαφορετικές παρατηρήσεις. Για την Κύπρο, αποτελείται από 71 παρατηρήσεις και για την Ιταλία αντίστοιχα, από 354 παρατηρήσεις. Στον Πίνακα 3 απεικονίζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή του μοντέλου και για τις τρεις χώρες, Ελλάδα, Κύπρο και Ιταλία, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία για τα έτη 2010 & 2016

### Πίνακας 3

Αποτελέσματα παλινδρόμησης  $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ ,  $R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1,  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή (EPS) του έτους t,  $P_{t-1}$ , η τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους t – 1 και το  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα.

<u>Αποτελέσματα παλινδρόμησης <math>R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t</math>, <math>R_t</math></u>			
Μεταβλητές	Ελλάδα	Κύπρος	Ιταλία
Σταθερά α	-4,21	-3,97	0,19
t-statistic	(-3,89)**	(-1,91)**	(0,14)**
β	5,83	9,931	6,98
t-statistic	(8,25)**	(3,49)**	(4,25)**
F	34,53**	0,48	39,21**
R <sup>2</sup> Adj (%)	19,74	15,07	5,00
n	300	71	354

**Σημείωση:** Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Για  $t > 1,96$  και  $t < -1,96$  ο συντελεστής  $\beta$  είναι στατιστικά σημαντικός και αυτό συνεπάγεται ότι τα κέρδη  $X_t$  επιδρούν στην απόδοση  $R_t$ . Για τιμές της F μεγαλύτερες της κριτικής τιμής  $F_{cv} = 3$  υπάρχει στατιστική σημαντικότητα. Όπου  $n$  το μέγεθος του δείγματος.

### Πίνακας 3B

Αποτελέσματα παλινδρόμησης  $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ , ανα έτος  $R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης  $t-1$ ,  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή (EPS) του έτους  $t$ ,  $P_{t-1}$ , η τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους  $t-1$  και το  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα.

#### Αποτελέσματα παλινδρόμησης $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ , $R_t$ για κάθε χρόνο ξεχωριστά

Panel A		Panel B		Panel C	
Μεταβλητές	Ελλάδα 2010	Μεταβλητές	Κύπρος 2010	Μεταβλητές	Ιταλία 2010
Σταθερά	-7,16	Σταθερά	-2,24	Σταθερά	0,018
t-statistic	(1,506)**	t-statistic	(2,32)**	t-statistic	(1,72)**
$\beta$	7,21	$X_t/P_{t-1}$	9,21	$X_t/P_{t-1}$	10,80
t-statistic	(6,62)**	t-statistic	(2,75)**	t-statistic	(9,10)**
F	12,79**	F	0,28	F	64,56**
R <sup>2</sup> Adj (%)	20,31	R <sup>2</sup> Adj (%)	16,55	R <sup>2</sup> Adj (%)	33,42
n	175	n	34	n	173

  

Panel D		Panel E		Panel F	
Μεταβλητές	Ελλάδα 2016	Μεταβλητές	Κύπρος 2016	Μεταβλητές	Ιταλία 2016
Σταθερά	-2,62	Σταθερά	-3,631	Σταθερά	4,35
t-statistic	(1,438)**	t-statistic	(3,06)**	t-statistic	(1,69)**
$\beta$	4,938	$X_t/P_{t-1}$	0,661	$X_t/P_{t-1}$	3,42
t-statistic	(4,66)**	t-statistic	(0,64)	t-statistic	(2,8)**
F	12,28**	F	0,23	F	1,20
R <sup>2</sup> Adj (%)	15,07	R <sup>2</sup> Adj (%)	-1,95	R <sup>2</sup> Adj (%)	3,9
n	125	n	34	n	170

**Σημείωση:** Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Για  $t > 1,96$  και  $t < -1,96$  ο συντελεστής  $\beta$  είναι στατιστικά σημαντικός και αυτό συνεπάγεται ότι τα κέρδη  $X_t$  επιδρούν στην απόδοση  $R_t$ . Για τιμές της F μεγαλύτερες της κριτικής τιμής  $F_{cv} = 3$  υπάρχει στατιστική σημαντικότητα. Όπου  $n$  είναι το μέγεθος του δείγματος.

Από τα διαθέσιμα δεδομένα που διαθέτουμε για κάθε μια χώρα, Ελλάδα, Κύπρο και Ιταλία, προκύπτουν τρία μοντέλα για κάθε μια χώρα. Στη περίπτωση της Ελλάδας, όπως παρατηρούμε και από το μοντέλο μας  $R_t = -4,21 + 5,83X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ , η μεταβλητή των αποδοχών έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την απόδοση. Αυτό συνεπάγεται ότι η διαθέσιμη πληροφορία που αντλούμε από την συγκεκριμένη μεταβλητή είναι ουσιαστική για να προβλέψουν οι επενδυτές την απόδοση των κερδών. Παράλληλα, παρατηρούμε ότι το διάστημα εμπιστοσύνης για την Ελλάδα είναι το πιο μικρό σε ανάπτυξη σε σχέση με τις άλλες δυο χώρες. Συγκεκριμένα για την Ελλάδα αυτό το διάστημα εμπιστοσύνης κυμαίνεται από 4,441 σε 7,225. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι στην περίπτωση της Ελλάδας η εκτίμησή μας για το συντελεστή  $\beta$  βρίσκεται πιο κοντά στην πραγματική τιμή του  $\beta$  και η διαφορά που μπορεί να έχει η πραγματική τιμή του  $\beta$  από την εκτιμημένη τιμή του  $\beta$  είναι μικρότερη από τις άλλες δυο περιπτώσεις της Ιταλίας και της Κύπρου. Αντίστοιχα, για την Κύπρο είναι 4,24 με 15,62 και για την Ιταλία από 3,753 σε 10,212.

Στη περίπτωση της Κύπρου, όπως παρατηρούμε και από το μοντέλο μας  $R_t = -3,97 + 9,931X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ , η μεταβλητή των αποδοχών έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την απόδοση. Αυτό συνεπάγεται ότι η διαθέσιμη πληροφορία που αντλούμε από την συγκεκριμένη μεταβλητή αποτελεί αξιόλογη πληροφορία για την πρόβλεψη της απόδοσης των κερδών από τους επενδυτές. Ακόμα, αξίζει να αναφερθεί ότι το  $\beta$  στην περίπτωση της Κύπρου ( $\beta=9,931$ ) είναι μεγαλύτερο από τις άλλες δυο χώρες και αυτό συνεπάγεται ότι η επίδραση των τιμών και των καταστάσεων του παρελθόντος έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην ισχύουσα σημερινή κατάσταση. Στη περίπτωση της Ιταλίας, όπως παρατηρούμε και από το μοντέλο μας  $R_t = 0,19 + 6,98X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ , η μεταβλητή των αποδοχών και σε αυτήν την περίπτωση έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την απόδοση. Αυτό συνεπάγεται ότι η διαθέσιμη πληροφορία που αντλούμε από την συγκεκριμένη μεταβλητή όπως και στις προηγούμενες δυο χώρες είναι ουσιαστική για να προβλέψουν οι επενδυτές την απόδοση των κερδών. Το διαθέσιμο μοντέλο στην περίπτωση της Ιταλίας μας παρέχει τις λιγότερες πληροφορίες όσον αφορά την εξαρτημένη μεταβλητή  $R_t$ , όπως γίνεται εμφανές από την τιμή του  $R^2$  Adj (%) όπου για την Ιταλία είναι μόλις 5% ενώ για την Κύπρο και την Ελλάδα είναι 15,07% και 19,74 αντίστοιχα.

Δηλαδή, βλέπουμε στη περίπτωση της Ιταλίας ότι μόλις το 5% της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής επεξηγείται από το μοντέλο μας. Και οι τρεις τιμές για το  $R^2$  Adj (%) είναι πολύ κοντά και στις τιμές που έχουν προκύψει και από την αντίστοιχη μελέτη της Hayn, που κυμαίνεται γύρω στο 9,3%.

Η στατιστική F είναι θετική και στις τρεις περιπτώσεις που παρουσιάζονται πιο πάνω. Στην περίπτωση της Ιταλίας και της Ελλάδας, η τιμή της στατιστικής F ( $F_{\text{Ιταλίας}}=39,21$  &  $F_{\text{Ελλάδας}}=34,53$ ) είναι πολύ μεγαλύτερη από την κριτική τιμή της στατιστικής F ( $F_{cv}=3$ ). Αυτό συνεπάγεται ότι ο συντελεστής  $\beta$  για την Ελλάδα και την Ιταλία είναι διαφορετικά από το μηδέν και επομένως το υπόδειγμά μας διαθέτει την μορφή όπως απεικονίζεται πιο πάνω στον Πίνακα 3. Αντιθέτως, στην περίπτωση της Κύπρου σύμφωνα με τα στοιχεία για την στατιστική F, όπου η τιμή της ( $F=0,48$ ) είναι μικρότερη από την κριτική τιμή, που συνεπάγεται ότι η τιμή για το συντελεστή  $\beta$  της Κύπρου θα έπρεπε να είναι ίσος με το μηδέν. Αυτό διαφέρει όμως με τις τιμές που προκύπτουν από το t statistic όπου στην περίπτωση αυτή η τιμή του  $\beta$  θα πρέπει να είναι διαφορετική από το μηδέν.

## ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ



## 6. Ανάλυση αποτελεσμάτων

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζουμε και σχολιάζουμε τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της παλινδρόμησης για τα διαθέσιμα στοιχεία των τριών χωρών, Ελλάδα, Ιταλία και Κύπρο.

### 6.1. Η επίδραση των ζημιών στην παρεχόμενη πληροφόρηση των κερδών 2010

Η παλινδρόμηση υπολογίζεται για συγκεντρωτικό δείγμα εταιρικών ετών για τις 3 χώρες, Ελλάδα, Κύπρο και Ιταλία, αντίστοιχα. Παράλληλα το συγκεντρωτικό δείγμα διαιρείται σε κερδοφόρα και ζημιογόνα χρόνια. Τα κυριότερα αποτελέσματα, που συνοψίζονται στον Πίνακα 4. Ο συντελεστής της μεταβλητής των αποδοχών είναι 7,21 για την Ελλάδα, 9,21 για την Κύπρο και 10,8 για την Ιταλία. Οι τιμές αυτές του ERC διαφέρουν πολύ από τα αντίστοιχα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της Hayn και παρόμοιων αποτελεσμάτων που έχουν παρουσιαστεί σε άλλες μελέτες, που κυμαίνεται γύρω στο 0,95. Όταν λαμβάνεται υπόψη μόνο η κερδοφορία, το ERC μειώνεται δραματικά σε 1,52 για την Ελλάδα, μειώνεται σε -1,28 για την Κύπρο και μειώνεται σε 4,17 για την Ιταλία.

Παρόμοιες μεταβολές παρατηρούμε και στο προσαρμοσμένο  $R^2$  της παλινδρόμησης, ένα στατιστικό στοιχείο που συχνά θεωρείται ως μέτρο του πληροφοριακού περιεχομένου των κερδών. Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν μια μεγάλη ανομοιογένεια ανάμεσα στις τρεις χώρες που εξετάζουμε αλλά και σε σύγκριση με τα αποτελέσματα της έρευνας της Hayn. Το προσαρμοσμένο  $R^2$  για την Ελλάδα είναι 20,31 για το πλήρες δείγμα και το οποίο μειώνεται σε 0,82 στην περίπτωση που το δείγμα αποτελείται μόνο από τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν κέρδη. Οι αντίστοιχες τιμές για την Κύπρο είναι 16,55 και -3,96. Ενώ για την Ιταλία είναι 33,42 και 3,96.

Όταν εξετάζονται μόνο οι περιπτώσεις απώλειας, η συσχέτιση μεταξύ κερδών και αποδόσεων είναι εξαιρετικά χαμηλή στην περίπτωση της Κύπρου και της Ιταλίας ( $ERC_{\text{Κύπρου}} -10,84$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Κύπρου}} -0,4$ ,  $ERC_{\text{Ιταλίας}} 0,441$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Ιταλίας}} -0,97$ ) αλλά σε σχετικά χαμηλά επίπεδα είναι και για την Ελλάδα ( $ERC_{\text{Ελλάδας}} 1,047$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Ελλάδας}} 1,16$ ) που όμως δεν μπορεί να θεωρηθεί ασήμαντο.

#### Πίνακας 4

Αποτελέσματα παλινδρόμησης  $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ ,  $R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1,  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή(EPS) του έτους t,  $P_{t-1}$ , η τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους t – 1 και το  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα.

##### Πλήρες Δείγμα

2010	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$	Adj. $R^2$ (%)
<b>Ελλάδα</b>	175	-7,16 (-4,75)**	7,21 (6,62)**	20,78	20,31
<b>Κύπρος</b>	34	-2,24 (-0,97)**	9,21 (2,75)**	19,07	16,55
<b>Ιταλία</b>	165	0,018 (0,01)**	10,8 (9,10)**	33,82	33,42

##### Θετικά Κέρδη

2010	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$	Adj. $R^2$ (%)
<b>Ελλάδα</b>	78	7,56 (4,57)**	1,52 (1,27)**	2,18	0,82
<b>Κύπρος</b>	18	7,51 (4,7)**	-1,28 (0,67)**	2,87	-3,6
<b>Ιταλία</b>	113	10,24 (12,05)**	4,17 (2,35)**	4,84	3,96

##### Ζημίες

2010	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$	Adj. $R^2$ (%)
<b>Ελλάδα</b>	97	-18,88 (-8,08)**	1,047 (1,44)**	2,23	1,16
<b>Κύπρος</b>	16	-15,7 (-2,37)**	-10,84 (-0,97)**	6,24	-0,4
<b>Ιταλία</b>	52	-23,57 (-5,34)**	0,441 (0,72)**	1,05	-0,97

Σημείωση: Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Τα δεδομένα που απεικονίζονται στον πίνακα σε παρενθέσεις αναπαριστούν το t-statistic.

Από τα δεδομένα της παλινδρόμησης για κάθε μια χώρα προκύπτουν οι ακόλουθες ανισότητες :

$$R^2_{\text{Ελλάδας κέρδη}} < R^2_{\text{Ελλάδας ζημίες}} < R^2_{\text{Ελλάδας Πλήρες δείγμα}}$$

$$R^2_{\text{Κύπρου κέρδη}} < R^2_{\text{Κύπρου ζημίες}} < R^2_{\text{Κύπρου Πλήρες δείγμα}}$$

$$R^2_{\text{Ιταλίας ζημίες}} < R^2_{\text{Ιταλίας κέρδη}} < R^2_{\text{Ιταλίας Πλήρες δείγμα}}$$

Παρατηρούμε από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης ότι δεν συμφωνούν με την ακόλουθη σχέση:

$$R^2_{\text{ζημιές}} < R^2_{\text{Πλήρες δείγμα}} < R^2_{\text{κέρδη}}$$

Αυτό συνεπάγεται ότι οι περιπτώσεις απώλειας δεν έχουν επιβραδυντική επίδραση στα μέτρα του περιεχομένου πληροφοριών των κερδών. Παρατηρούμε επιπλέον ότι η ενσωμάτωση των περιπτώσεων ζημιών στην ανάλυση μας και στις τρεις χώρες οδηγεί στην αύξηση του συντελεστή β.

## 6.2. Η επίδραση των ζημιών στην παρεχόμενη πληροφόρηση των κερδών 2016

Η παλινδρόμηση υπολογίζεται για συγκεντρωτικό δείγμα εταιρικών ετών για τις 3 χώρες, Ελλάδα, Κύπρο και Ιταλία, αντίστοιχα. Παράλληλα το συγκεντρωτικό δείγμα διαιρείται σε κερδοφόρα και ζημιογόνα χρόνια. Τα κυριότερα αποτελέσματα, που συνοψίζονται στον Πίνακα 5. Ο συντελεστής της μεταβλητής των αποδοχών είναι 4,98 για την Ελλάδα, 0,661 για την Κύπρο και 3,42 για την Ιταλία. Οι τιμές αυτές του ERC διαφέρουν πολύ από τα αντίστοιχα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της Hayn και παρόμοιων αποτελεσμάτων που έχουν παρουσιαστεί σε άλλες μελέτες, που κυμαίνεται γύρω στο 0,95. Πιο κοντά στα αποτελέσματα του υποδείγματος της Hayn είναι η Ελλάδα. Όταν λαμβάνεται υπόψη μόνο η κερδοφορία, το ERC μειώνεται σε 3,45 για την Ελλάδα, αυξάνεται σε 2,738 για την Κύπρο και μειώνεται σε 2,43 για την Ιταλία.

Παρόμοιες μεταβολές παρατηρούμε και στο προσαρμοσμένο  $R^2$  της παλινδρόμησης. Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν μια μεγάλη ανομοιογένεια ανάμεσα στις τρεις χώρες που εξετάζουμε αλλά και σε σύγκριση με τα αποτελέσματα της έρευνας της Hayn. Το προσαρμοσμένο  $R^2$  για την Ελλάδα είναι 15,07 για το πλήρες δείγμα και το οποίο αυξάνεται σε 15,41 στην περίπτωση που το δείγμα αποτελείται μόνο από τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν κέρδη. Οι αντίστοιχες τιμές για την Κύπρο είναι -1,95 και 3,63. Ενώ για την Ιταλία είναι 3,9 και 1,17..

Όταν εξετάζονται μόνο οι περιπτώσεις απώλειας, η συσχέτιση μεταξύ κερδών και αποδόσεων είναι ιδιαίτερα χαμηλή και αρνητική στην περίπτωση της Ιταλίας,  $ERC_{\text{Ιταλίας}} -3,84$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Ιταλίας}} -1,29$ . Αλλά σε σχετικά χαμηλά επίπεδα είναι για την Ελλάδα και για την Κύπρο ( $ERC_{\text{Ελλάδας}} -0,044$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Ελλάδας}} -2,38$ ,  $ERC_{\text{Κύπρου}} -0,121$  και το προσαρμοσμένο  $R^2_{\text{Κύπρου}} -0,471$ ).

### Πίνακας 5

Αποτελέσματα παλινδρόμησης  $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \varepsilon_t$ ,  $R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης  $t-1$ ,  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή (EPS) του έτους  $t$ ,  $P_{t-1}$ , η τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους  $t-1$  και το  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα.

#### Πλήρες Δείγμα

2016	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$	Adj. $R^2(\%)$
Ελλάδα	119	-2,62 (-1,82)**	4,98 (4,66)**	15,8	15,07
Κύπρος	34	-3,631 (-0,99)**	0,66 (0,64)**	1,34	-1,95
Ιταλία	171	4,35 (2,58)**	3,42 (2,8)**	4,47	3,9

Θετικά Κέρδη

2016	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)	Adj.R <sup>2</sup> (%)
Ελλάδα	75	6,77 (7,68)**	3,45 (3,78)**	16,57	15,41
Κύπρος	16	6,371 (0,005)**	2,73 (0,238)**	10,52	3,63
Ιταλία	133	11,55 (10,97)**	2,43 (1,59)**	1,93	1,17

Ζημίες

2016	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)	Adj.R <sup>2</sup> (%)
Ελλάδα	44	-12,30 (-3,93)**	-0,044 (-0,01)**	0,00	-2,38
Κύπρος	18	-16,16 (-2,59)**	-0,121 (0,577)**	2,27	-0,471
Ιταλία	38	-18,77 (-5,27)**	-3,84 (0,74)**	1,61	-1,29

Σημείωση: Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Τα δεδομένα που απεικονίζονται στον πίνακα σε παρενθέσεις αναπαριστούν το t-statistic.

Από τα δεδομένα της παλινδρόμησης για κάθε μια χώρα προκύπτουν οι ακόλουθες ανισότητες:

$$R^2_{\text{Ελλάδας ζημίες}} < R^2_{\text{Ελλάδας Πλήρες δείγμα}} < R^2_{\text{Ελλάδας κέρδη}}$$

$$R^2_{\text{Κύπρου Πλήρες δείγμα}} < R^2_{\text{Κύπρου ζημίες}} < R^2_{\text{Κύπρου κέρδη}}$$

$$R^2_{\text{Ιταλίας ζημίες}} < R^2_{\text{Ιταλίας κέρδη}} < R^2_{\text{Ιταλίας Πλήρες δείγμα}}$$

Παρατηρούμε από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης ότι δεν συμφωνούν με την ακόλουθη σχέση:

$$R^2_{\text{ζημίες}} < R^2_{\text{Πλήρες δείγμα}} < R^2_{\text{κέρδη}}$$

Εκτός από την περίπτωση της Ελλάδας.

Αυτό συνεπάγεται ότι οι περιπτώσεις απώλειας δεν έχουν επιβραδυντική επίδραση στα μέτρα του περιεχομένου πληροφοριών των κερδών για τις άλλες δυο χώρες. Παρατηρούμε επιπλέον ότι η ενσωμάτωση των περιπτώσεων ζημιών στην ανάλυση μας και στις δύο από τις τρεις χώρες οδηγεί στην αύξηση του συντελεστή  $\beta$  με εξαίρεση την Κύπρο όπου παρατηρούμε μείωση του συντελεστή  $\beta$ .

### 6.3. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων για το ERC

Προηγούμενες μελέτες σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών δείχνουν ότι ενώ το ERC και το R2 της ετήσιας απόκλισης των αποδοχών απόδοσης είναι χαμηλά, η συσσώρευση των κερδών σε μεγαλύτερους χρονικούς ορίζοντες έχει ως αποτέλεσμα πολύ υψηλότερες τιμές για αυτές τις παραμέτρους. Τα αποτελέσματα τις δικής μας έρευνας διαφέρουν σχετικά με τα αποτελέσματα από μελέτες προηγούμενων ερευνητών και παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα 6. Οι πρώτες τρεις στήλες δείχνουν τα αποτελέσματα από την εκτίμηση της παλινδρόμησης (1) για όλες τις περιπτώσεις, ανεξάρτητα από το σημάδι των σωρευτικών κερδών. Οι επόμενες τρεις στήλες του πίνακα 6 δείχνουν τα αποτελέσματα για τις περιόδους σωρευτικής φόρτισης για τις οποίες τα συνολικά κέρδη είναι θετικά και οι τρεις τελευταίες στήλες παρουσιάζουν τα αποτελέσματα για περιόδους σωρευτικής αύξησης των οποίων τα συνολικά κέρδη είναι αρνητικά.

Σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποίησε η Hayn, το επιθυμητό επίπεδο για τον συντελεστή της μεταβολής των αποδοχών ( $\beta$ =ERC) της παλινδρόμησης θα πρέπει να αυξάνεται με το πέρασμα των ετών και στη περίπτωση που λαμβάναμε υπόψη μόνο τις περιπτώσεις ζημιών, οι τιμές του συντελεστή της μεταβολής των αποδοχών θα έπρεπε να είναι σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και να μειώνεται σταδιακά. Αντίθετα, στη δική μας περίπτωση μελέτης τα αποτελέσματα διαμορφώνονται πολύ διαφορετικά και για τις τρεις χώρες. Στη περίπτωση της Ελλάδας ο συντελεστής της μεταβολής των αποδοχών έχει αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που είναι ευρέως αποδεκτό από προηγούμενες μελέτες. Ο συντελεστής του πλήρες δείγματος μειώνεται καθώς αυξάνεται η περίοδος συσσώρευσης. Όμοια είναι και η κίνηση για το R<sup>2</sup> της Ελλάδας., από 20,78% σε 15,8%. Ενώ στην περίπτωση όπου αναλύουμε μόνο τις περιπτώσεις ζημιά και κερδών, τα εμπειρικά αποτελέσματα για την Ελλάδα συμβαδίζουν με αυτά που παρουσιάζονται και στο πρότυπο. Το ERC αυξάνεται από 1,52 σε 3,45 στη περίπτωση της ανάλυσης των περιπτώσεων με κερδοφόρες επιχειρήσεις, και μειώνεται από 1,047 σε -0,044 για ανάλυση των περιπτώσεων με μη κερδοφόρες επιχειρήσεις.

Η περίπτωση της Ιταλίας αποτελεί μια παρόμοια περίπτωση με την Ελλάδα και η οποία είναι αντίθετη από την κίνηση των αποτελεσμάτων της Hayn όσον αφορά την ανάλυση του πλήρους δείγματος και των περιπτώσεων όπου οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν κέρδη. Ο συντελεστής της μεταβολής των αποδοχών είναι αντίρροπη αυτής που είναι ευρέως αποδεκτό από προηγούμενες μελέτες. Ο συντελεστής του πλήρες δείγματος μειώνεται καθώς αυξάνεται η περίοδος συσσώρευσης. Όμοια είναι και η κίνηση για το R<sup>2</sup> της Ιταλίας., από 33,82% σε 4,47%. Η διαφορά του υποδείγματος σε σχέση με το πρότυπο παρουσιάζεται και στην ανάλυση των κερδών, όπου στην περίπτωση της Ιταλίας μειώνεται από το 2010 στο 2016. Είναι αντίθετη κίνηση με το συντελεστή της Ελλάδας στην περίπτωση των κερδών. Ο συντελεστής μειώνεται κατά περίπου 41,7%, από 4,17 σε 2,43 για τις περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν κέρδη. Ενώ στις περιπτώσεις μελέτης που οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν μη θετικά κέρδη, ο συντελεστής ακολουθεί την πτωτική τάση του πρότυπου υποδείγματος της Hayn, και μειώνεται από 0,441 σε -3,84.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίπτωση της Κύπρου, η οποία δεν συμβαδίζει ούτε με το πρότυπο αλλά ούτε με καμία από τις δυο άλλες χώρες. Οι μεταβολές στους συντελεστές είναι σχετικά παρόμοιες με τις άλλες δυο χώρες. Οι κινήσεις του ERC και του  $R^2$  είναι αντίθετη σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις. Στην περίπτωση που αναλύουμε όλο το δείγμα μας συνολικά, ο συντελεστής ανταπόκρισης των κερδών μειώνεται από 9,21 το 2010 σε 0,661 το 2016. Παράλληλα το  $R^2$  μειώνεται από 19,07 % σε 1,34% στη περίπτωση του πλήρες δείγματος. Τη μεγαλύτερη μεταβολή του συντελεστή απόκρισης κερδών την παρατηρούμε στην περίπτωση όπου αναλύουμε το δείγμα με τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητικά κέρδη οι επιχειρήσεις. Στην περίπτωση αυτή ο συντελεστής ERC αυξάνεται από -10,84 σε -0,121. Ενώ ο συντελεστής ERC αυξάνεται η μεταβολή του  $R^2$  είναι αντίθετη. Το  $R^2$  μειώνεται από 6,29 σε 2,27.

### Πίνακας 6

Αποτελέσματα παλινδρόμησης  $R_t = \alpha + \beta X_t / P_{t-1} + \epsilon_t$ ,  $R_t$  είναι η ετήσια απόδοση μετά το τέλος της εταιρικής χρήσης t-1,  $X_t$ , αποτελεί τη μεταβλητή των κερδών δηλαδή το επίπεδο των πρωτογενών κερδών ανά μετοχή (EPS) του έτους t,  $P_{t-1}$ , η τιμή της μετοχής στο τέλος του οικονομικού έτους t-1 και το  $\epsilon_t$  είναι το σφάλμα. Για κάθε μια χώρα ξεχωριστά και για κάθε έτος ξεχωριστά.

#### Αποτελέσματα για το 2010

Πλήρες Δείγμα				
2010	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$
Ελλάδα	175	-7,16 (-4,75)**	7,21 (6,62)**	20,78
Κύπρος	34	-2,24 (-0,97)**	9,21 (2,75)**	19,07
Ιταλία	165	0,018 (0,01)**	10,8 (9,10)**	33,82

Θετικά Κέρδη				
2010	n	$\alpha$	$\beta$	$R^2(\%)$
Ελλάδα	78	7,56 (4,57)**	1,52 (1,27)**	2,18
Κύπρος	18	7,51 (4,7)**	-1,28 (0,67)**	2,87
Ιταλία	113	10,24 (12,05)**	4,17 (2,35)**	4,84

Ζημίες

2010	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)
<b>Ελλάδα</b>	97	-18,88 (-8,08)**	1,047 (1,44)**	2,23
<b>Κύπρος</b>	16	-15,7 (-2,37)**	-10,84 (-0,97)**	6,24
<b>Ιταλία</b>	52	-23,57 (-5,34)**	0,441 (0,72)**	1,05

**Αποτελέσματα για το 2016**

Πλήρες Δείγμα

2016	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)
<b>Ελλάδα</b>	119	-2,62 (-1,82)**	4,98 (4,66)**	15,8
<b>Κύπρος</b>	34	-3,631 (-0,99)**	0,66 (0,64)**	1,34
<b>Ιταλία</b>	171	4,35 (2,58)**	3,42 (2,8)**	4,47

Θετικά Κέρδη

2016	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)
<b>Ελλάδα</b>	75	6,77 (7,68)**	3,45 (3,78)**	16,57
<b>Κύπρος</b>	16	6,371 (0,005)**	2,73 (0,238)**	10,52
<b>Ιταλία</b>	133	11,55 (10,97)**	2,43 (1,59)**	1,93

Ζημίες

2016	n	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup> (%)
<b>Ελλάδα</b>	44	-12,30 (-3,93)**	-0,044 (-0,01)**	0,00
<b>Κύπρος</b>	18	-16,16 (-2,59)**	-0,121 (0,577)**	2,27
<b>Ιταλία</b>	38	-18,77 (-5,27)**	-3,84 (0,74)**	1,61

**Σημείωση:** Στους πίνακες που παραθέτουμε παραπάνω τα ακόλουθα σύμβολα \*, \*\* και \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημασία στα επίπεδα 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα. Τα δεδομένα που απεικονίζονται στον πίνακα σε παρενθέσεις αναπαριστούν το tstatistic.



## 7. Συμπεράσματα

Το νέο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση είναι διαφορετικό. Παρουσιάζονται νέες ισορροπίες στην αγορά προϊόντων και υπηρεσιών. Με τις διαφαινόμενες τάσεις, οι ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν πιο έντονα ανταγωνισμό στις αγορές που στοχεύουν, δηλαδή σε ενδιάμεσους συνδυασμούς αξίας-τιμής. Ευκαιρίες υπάρχουν, κυρίως σε παραδοσιακούς, αλλά και σε άλλους κλάδους. Αλλά το πόσες και ποιες επιχειρήσεις θα τις αξιοποιήσουν είναι αβέβαιο.

Ύστερα από βαθιά και παρατεταμένη ύφεση, στη διάρκεια της οποίας το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 26%, η οικονομία προβλέπεται να επανέλθει σε ανάπτυξη μετά το 2017. Η ανταγωνιστικότητα έχει παρουσιάσει αξιοσημείωτη βελτίωση όμως οι επενδύσεις παραμένουν αδύναμες. Η ανεργία στο 25% παραμένει υψηλή παρά τις κατά περιόδους πτώσεις που έχει παρουσιάσει κατά διαστήματα. Είναι χαρακτηριστικό για την Ελλάδα ότι στην αποτύπωση του δεύτερου εξαμήνου του 2015, 3 στις 4 επιχειρήσεις δηλώνουν επιδείνωση της οικονομικής κατάστασής τους και ότι ο μέσος όρος μείωσης του κύκλου εργασιών κυμάνθηκε στο 20,6% ενώ ο ισολογισμός του 2015 για το 43,1% των επιχειρήσεων αυτών, των μικρών και πολύ μικρών, κατέγραψε ζημίες και σχεδόν 2 στις 3 επιχειρήσεις διαπίστωσαν και σε αυτό το εξάμηνο μείωση της ζήτησης 63,4% και των παραγγελιών 69,7%.

Το κυριότερο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, στην Ελλάδα κυρίως αλλά και στις δύο άλλες χώρες, είναι η συσσώρευση φορολογικών υποχρεώσεων και το απόθεμα χρεών που δημιουργήθηκε σε συνδυασμό με τα τρέχοντα υψηλά φορολογικά βάρη. Από μελέτες που πραγματοποιήθηκαν, 4 στις 10 επιχειρήσεις δεν ήταν σε θέση να ανταποκριθούν στις ασφαλιστικές και φορολογικές υποχρεώσεις για το 2016. Παράλληλα, ο δείκτης από-επένδυσης παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το ποσοστό απαξίωσης του εργοστασιακού δυναμικού παραμένει στο 35%. Μάλιστα, για το επόμενο εξάμηνο αναμένεται νέα συρρίκνωση των επενδύσεων για 1 στις 3 επιχειρήσεις, ενώ μόλις το 3,4% των επιχειρήσεων δηλώνει ότι θα προβεί σε νέες επενδύσεις. Η κατάσταση αυτή τροφοδοτεί ένα νέο σπιράλ ύφεσης- από επένδυσης- υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών.

Η Κύπρος έχει επιδείξει αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2013 και έχει εφαρμόσει σκληρά μέτρα λιτότητας για την αναδιάρθρωση και τη διαφοροποίηση της οικονομίας της. Η χώρα ξεπέρασε όλες τις προσδοκίες που ξεπέρασαν την ύφεση το 2015 - ένα χρόνο νωρίτερα από ό, τι είχε προβλεφθεί για πρώτη φορά - και συνεχίζει να αυξάνεται το 2016. Παρά την δύσκολη περίοδο για ένα από τα μικρότερα κράτη μέλη της ΕΕ, η οικονομική προσαρμογή παρέμεινε στο σωστό δρόμο και σημειώθηκε πρόοδος σε όλα βασικούς στόχους που καθορίζονται από τους διεθνείς δανειστές της χώρας, επιτρέποντας στην Κύπρο να ανακτήσει το καθεστώς της ως αυτοπροσδιοριζόμενη και ακμάζουσα οικονομία.

Από το 2015, η αύξηση των επενδύσεων παρουσιάζει θετική πορεία στην Κύπρο, λόγω της καταχώρησης νέων πλοίων και της ανάκαμψης των επενδύσεων σε κατοικίες το 2016. Περισσότερο από το ήμισυ του εμπορίου αγαθών της Κύπρου γίνεται με την Ευρωπαϊκή Ένωση. Μετά από μια μεγάλη αύξηση άνω του 20% το 2015, οι εξαγωγές μειώθηκαν κατά 0,9% το 2016. Οι κυριότεροι εξαγωγικοί εταίροι της Κύπρου για τα προϊόντα είναι η Ελλάδα και το

Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ το Ισραήλ άρχισε πρόσφατα να συναγωνίζεται με άλλες χώρες για τρίτες χώρες θέση. Τα κύρια εγχώρια προϊόντα εξαγωγής είναι τα φαρμακευτικά προϊόντα, τα ακατέργαστα και τα βιομηχανοποιημένα προϊόντα διατροφής και τα προϊόντα παλιοσίδερων. Οι τρεις κύριοι εταίροι είναι η Ελλάδα, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιταλία. Το νησί εισάγει κυρίως υδρογονάνθρακες, μηχανήματα, χημικά, οχήματα και σιδήρου και χάλυβα. Ως μικρή ανοιχτή οικονομία που εξαρτάται σήμερα από τις εισαγωγές ενέργειας, το εμπορικό ισοζύγιο της Κύπρου είναι παραδοσιακά ελλειμματικό, ενώ το ισοζύγιο υπηρεσιών της είναι κατά κανόνα πλεονασματικό.

Μετά από μια εκποίηση που βασίζεται στην ύφεση το 2013-14, οι υποχρεώσεις των ξένων άμεσων επενδύσεων, που αντανakλούν τις επενδύσεις στη χώρα, κατέστησαν θετικές το 2015, φθάνοντας τα 7 δισ. Ευρώ, ενώ οι καθαρές άμεσες ξένες επενδύσεις δισεκατομμύριο. Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2016, οι καθαρές άμεσες ξένες επενδύσεις ανήλθαν σε 1,4 δισ. Ευρώ. Μια σειρά από νέες πρωτοβουλίες που βρίσκονται σε εξέλιξη προσελκύουν περισσότερες επενδύσεις και ανανεώνεται το ενδιαφέρον των επενδυτών σε εξελίξεις μεγάλης κλίμακας.

Η Ιταλία ανακάμπτει μετά από μια βαθιά και μακρά ύφεση. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι ευνοϊκές νομισματικές και δημοσιονομικές συνθήκες και οι χαμηλές τιμές των αγαθών συνέβαλαν στην οικονομία. Ο νόμος για την απασχόληση, μέρος ενός ευρέος και φιλόδοξου προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, και εξαιρέσεις από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης βελτίωσαν την αγορά εργασίας και αύξησαν την απασχόληση. Ωστόσο, η ανάκαμψη παραμένει αδύναμη και η παραγωγικότητα συνεχίζει να μειώνεται. Η επιστροφή του τραπεζικού συστήματος στην υγεία θα είναι ζωτικής σημασίας για την αναζωογόνηση της ανάπτυξης και των ιδιωτικών επενδύσεων. Οι περισσότερες επενδύσεις σε υποδομές θα είναι απαραίτητες για την παραγωγικότητα. Οι εργατικοί και κεφαλαιουχικοί πόροι παγιδεύονται σε επιχειρήσεις χαμηλής παραγωγικότητας, οι οποίες συγκρατούν τους μισθούς και την ευημερία. Οι καινοτόμες νεοσύστατες επιχειρήσεις και οι ΜΜΕ εξακολουθούν να υποφέρουν από δυσχερή πρόσβαση στη χρηματοδότηση τραπεζών και μετοχικών κεφαλαίων, περιορίζοντας τα εισοδήματα για πολλούς.

Σκοπός της παρούσα εργασία ήταν να μελετήσουμε την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην παρεχόμενη πληροφόρηση που αντλούμε από της ζημίες σε σχέση με την πληροφοριακή ενημέρωση που λαμβάνουμε από τα κέρδη σε σχέση με τον συντελεστή απόδοση-αποδοχών σε εισηγμένες επιχειρήσεις τριών χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ελλάδας, της Κύπρου και της Ιταλίας, που ανήκουν στο βιομηχανικό τομέα για τα έτη 2011 και 2016.

Τα βασικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση του υποδείγματος προήλθαν από τη βάση δεδομένων Tomson Reuters DataStream. Περιέχει δεδομένα για τρεις διαφορετικές χώρες της Ευρώπης που ανήκουν στην Ευρωζώνη, την Ελλάδα, την Κύπρο και την Ιταλία. Τα δεδομένα αφορούν τα έτη 2010 & 2016. Βασιζόμενοι σε ένα δείγμα που αποτελείται από ένα σύνολο 475 επιχειρήσεων οι οποίες ανήκουν στο βιομηχανικό τομέα, οδηγηθήκαμε σε διάφορα συμπεράσματα.

Τα ευρήματα μας σε κάποια σημεία συμπίπτουν με διάφορες έρευνες οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στο παρελθόν όπως αυτή της Hayn, αλλά σε κάποια άλλα σημεία διαφοροποιούνται και παρουσιάζουν αντίθετα αποτελέσματα. Ο συντελεστής  $R_1$  παρουσιάζει πτωτική πορεία σε αντίθεση με τα αποτελέσματα της Hayn όπου ο δείκτης φαίνεται να αυξάνεται καθώς αυξάνεται και η περίοδος συσσώρευσης κερδών. Επιπλέον, φαίνεται ότι με βάση τα αποτελέσματα η μόνη περίπτωση όπου οι περιπτώσεις ζημιάς έχουν κάποιο πληροφοριακό περιεχόμενο για τα κέρδη είναι η Ελλάδα το 2016, όπου συμφωνούν τα εμπειρικά αποτελέσματα με τη σχέση  $R^2_{\text{ζημίες}} < R^2_{\text{Πλήρες δείγμα}} < R^2_{\text{κέρδη}}$ .

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, οι εταιρείες που παρουσιάζουν αρνητικά ίδια κεφάλαια, καθώς και αυτές που παρουσιάζουν αρνητικά κέρδη αποτιμώνται διαφορετικά από τις κερδοφόρες επιχειρήσεις. Η Hayn(1995) υποστηρίζει ότι επειδή οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των τίτλων που έχουν στην κατοχή τους, η πληροφοριακή ικανότητα των ζημιών σε σχέση με τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης είναι περιορισμένη. Επομένως, αν οι ερευνητές χρησιμοποιούν στα δείγματά τους και κερδοφόρες και ζημιογόνες επιχειρήσεις, προκειμένου να εκτιμήσουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών, οδηγούνται σε μια προς τα κάτω μεροληπτική εκτίμηση της ανταπόκρισης του συντελεστή των κερδών και της σχέσης απόδοσης-κερδών.

Με την αναφορά μας στις διάφορες εμπειρικές έρευνες που επιδιώκουν να παρατηρήσουν και να εκτιμήσουν την σημασία της πληροφόρησης που αντλούμε από τις ζημίες όσο και των διαφόρων συμπεριφορών των κερδών διαπιστώνουμε την σημασία αυτών των μέτρων εταιρικής απόδοσης αλλά και ξεχωριστά την σημασία του εκάστοτε μεγέθους για την επιχείρηση. Όλοι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι οφείλουν να δίνουν σημασία τόσο πληροφορίες που παρέχονται από τα κέρδη που δηλώνουν οι επιχειρήσεις όσο και από τις πληροφορίες που εκπέμπονται από τις περιπτώσεις ζημιά που μπορεί να υφίσταται μια επιχείρηση καθώς με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσαν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση αλλά και να λάβουν καλύτερες και πιο αποτελεσματικές επενδυτικές αποφάσεις.

Το κράτος στη διαδικασία αυτή, της προσαρμογής των επιχειρήσεων και της ανάδειξης νέας επιχειρηματικότητας παίζει ρόλο. Μπορεί να βοηθήσει με άμεσους και έμμεσους τρόπους. Άμεσα, με πρακτικά μέτρα, βελτιώνοντας το θεσμικό περιβάλλον των επιχειρήσεων και εστιάζοντας τη στήριξη έτσι ώστε να προκύψει ένα ανταγωνιστικό οικοσύστημα επιχειρήσεων. Όχι απαραίτητα με επιδοτήσεις και προνόμια, μιας και οι πόροι θα είναι λιγοστοί. Έμμεσα επίσης, με ενέργειες που άπτονται στη διαμόρφωση θετικών στάσεων στο επιχειρείν και τη διεθνή διάκριση. Οι δημόσιες πολιτικές μπορεί να συμβάλλουν περισσότερο αν εστιασθούν σε μια σαφή στρατηγική διεθνούς ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, με βάση την καινοτομική διαφοροποίηση. Με ενίσχυση των μηχανισμών πρόσκτησης και εφαρμογής ιδεών, της διεθνούς δικτύωσης, της εξωστρέφειας. Με επικέντρωση πόρων και προγραμμάτων σε αιχμές τεχνολογικής διαφοροποίησης παρά σε γενική στήριξη.

## ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ

## 8. Βιβλιογραφία

### A. Άρθρα

1. Akerlof, G. (1970). The markets for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84 No. 3, pp. 488-500.
2. Barth, M, Beaver, W & Landsman, W, 1998, 'Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health', Journal of Accounting and Economics, vol 25, pp 1-34
3. Besley, S. and Brigham, F. (2006) Essential of Managerial Finance. THOMSON: South-Western (p 20)
4. Berglof, E., and E.-L. von Thadden, 1994, "Short-Term Versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors," Quarterly Journal of Economics, 109, 1055-1084
5. Bolton, P., and D. S. Scharfstein, 1990, "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting," American Economic Review, 80, 93-106.
6. Easley, D., and M. O'Hara, 1987, "Prices, Trade Size and Information in Security Markets," Journal of Financial Economics, 19, 69-90
7. Glosten, L. R., and M. R. Milgrom, 1985, "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneous Informed Traders," Journal of Financial Economics, 14,71-100
8. Glosten, L. R., 1989, "Insider Trading, Liquidity, and the Role of the Monopolist Specialist," Journal of Business, 62, 211-235
9. Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz, 1980, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," American Economics Review, 80, 393-408.
10. Hart, O., and J. H. Moore, 1989, "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," Working Paper 520, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology
11. Hayn C., 1995, "The Information Content of Losses ", Journal of Accounting and Economics, 20, 125-153.
12. Hevas D., Siougle G., 2011 "The differential information content of loss components under a conservative accounting regime", Managerial Finance, Vol. 37 Issue: 4, pp.316-333.

13. Kallunki J. and Martikainen T, 1998, "The Lead-lag Structure of Stock Returns and Accounting Earnings: Implications to the Returns-earnings Relation in Finland " *International Review of Financial Analysis*, Vol. 6, No. 1,1997, pp. 37-47
14. Kelly P.,2014, "The Information Content of Realized Losses ", SSRN, 1-52
15. Krinsky, I., and J. Lee, 1996, "Earnings Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread," *Journal of Finances*, 51, 1523-1535.
16. Kyle, A. S., 1985, "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrical*, 53, 1315-1335.
17. Lee, C., B. Mucklow, and M. Ready, 1993, "Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis," *Review of Financial Studies*, 6, 345-374.
18. Martikainen, M., 1998, "The information content of losses around earnings announcements in the Finnish stock market " *Applied Economics Letters*, Vol. 5, 343-346.
19. Martikainen, T., Kallunki, J.P. and Perttunen, J., 1997, Finnish Earnings Response Coefficients: The Impact of Losses, *European Accounting Review*, 6, 69–81.
20. Ronen, J., and Sadan S. (1981). *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications*. Reading, MA: Addison-Wesley.
21. Sin S. and Watts e., 2000, "The information Content of Losses: Shareholders Liquidation Option and Earnings Reversals". *Australian Journal of Management*, December 2000, 327-338
22. Seppi, D., 1990, "Equilibrium Block Trading and Asymmetric Information," *Journal of Finances*.
23. Stolowy H., Breton G. (2004). *Accounts Manipulation: a literature review and proposed conceptual framework*, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 3, No. 1.
24. Venkatesh, P. C., and R. Chiang, 1986, "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements," *Journal of Finances*, 41, 1089-1102 696
25. Verdi, R.S. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. Doctoral Dissertation University of Pennsylvania

**B. Internet**

1. Internet 10/10/2017 13:15  
<http://www.cnn.gr/oikonomia/story/93934/pos-i-oikonomiki-krisi-anekopse-tin-ayxisi-toy-deikti-gonimotitas-stin-ellada>
2. Internet 10/10/2017 13:41  
<http://www.foreignaffairs.gr/articles/69205/xristina-ioannoy-kai-axilleas-aimilianidis/pos-kai-giati-i-kypros-bythistike-stin-krisi>
3. Internet 10/10/2017 14:00  
<http://www.cer.eu/publications/archive/policy-brief/2016/europes-make-or-break-country-what-wrong-italys-economy>
4. Internet 10/10/2017 14:05  
<http://www.elisme.gr/gr/2013-01-07-19-12-38/2013-01-07-19-13-26/2013-01-20-10-31-29/item/42-25-copy-2>
5. Internet 13/10/2017 21:45  
<http://www.gsevee.gr/deltiatupou/646-ereuna-febr2016>

## ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ