

“The Market Valuation of Accruals in Selected European Countries”.

ΠΟΡΑΒΟΥ ΕΥΘΥΜΙΑ

A.M. 1613008

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Οκτώβριος, 2017}

**Εγκρίνουμε την εργασία της
ΠΟΡΑΒΟΥ ΕΥΘΥΜΙΑΣ**

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

Ημερομηνία

31/10/2017

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».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	6
Εισαγωγή.....	7
Κεφάλαιο 1.....	10
Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	10
1.1 Ο ρόλος των οικονομικών καταστάσεων.....	10
1.2 Η λογιστική αρχή του δεδουλευμένου.....	11
1.3 Η συνάφεια των λογιστικών μεγεθών.....	13
1.4 Το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών.....	17
1.5 Το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals.....	20
Κεφάλαιο 2.....	28
Μεθοδολογία.....	28
2.1 Σκοπός και μέθοδοι.....	28
2.2 Δεδομένα.....	28
2.3 Υπόδειγμα παλινδρόμησης.....	31
Κεφάλαιο 3.....	32
Αποτελέσματα Οικονομετρικής Εφαρμογής.....	32
3.1 Περιγραφικές Στατιστικές.....	32
3.2 Ανάλυση Συσχετίσεων.....	34
3.3 Εκτίμηση Υποδείματος Παλινδρόμησης.....	36
Συμπεράσματα.....	39
Βιβλιογραφία.....	43

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Γερμανίας	29
Πίνακας 2: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Γαλλίας	29
Πίνακας 3: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Ιταλίας	30
Πίνακας 4: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Γερμανίας	33
Πίνακας 5: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Γαλλίας	33
Πίνακας 6: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Ιταλίας	33
Πίνακας 7: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Γερμανίας	34
Πίνακας 8: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Γαλλίας	35
Πίνακας 9: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Ιταλίας	35
Πίνακας 10: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Γερμανίας	36
Πίνακας 11: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Γαλλίας	36
Πίνακας 12: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Ιταλίας	36

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συνάφεια των λογιστικών μεγεθών αποτελεί βασική μεταβλητή της ποιότητάς τους, καθώς το επενδυτικό κοινό δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο πληροφοριακό τους περιεχόμενο για τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων. Στο πλαίσιο αυτό, τα accruals, αναβαθμίζουν σημαντικά το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών, καθώς με αυτά αντιμετωπίζονται τα προβλήματα χρονισμού που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές, με αποτέλεσμα τα λογιστικά κέρδη να έχουν καλύτερη προβλεπτική ικανότητα όσον αφορά τα μελλοντικά. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του πληροφοριακού περιεχομένου των accruals όσον αφορά την επίδρασή τους στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (market value of equity). Συγκεκριμένα, η μελέτη εξετάζει την υπόθεση αν τα accruals προσθέτουν επιπλέον πληροφορία στο λογιστικό υπόδειγμα αποτίμησης που στηρίζεται στα κέρδη και στα ίδια κεφάλαια, μέσω της εφαρμογής ενός οικονομετρικού υποδείγματος που περιλαμβάνει τα accruals ως ανεξάρτητη μεταβλητή σε διαστρωματικά δεδομένα ετήσιας βάσης και σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές εύρους πέντε ετών (2010 και 2015). Για την επίτευξη αυτού του ερευνητικού σκοπού χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων 1.039 επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε τρεις ευρωπαϊκές χώρες (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία). Σύμφωνα με τα ερευνητικά αποτελέσματα, τόσο τα accruals όσο και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο, η ισχύς του οποίου ωστόσο διαφοροποιείται μεταξύ των χωρών.

Λέξεις κλειδιά: accruals, λογιστικό υπόδειγμα, ίδια κεφάλαια

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παροχή ποιοτικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι μείζονος σημασίας για τη λήψη ορθολογικών επενδυτικών και άλλων οικονομικής φύσης αποφάσεων με στόχο τη βέλτιστη κατανομή των διαθέσιμων πόρων. Βασικό χαρακτηριστικό της ποιότητας είναι η συνάφεια, η οποία αναφέρεται στη χρησιμότητα των λογιστικών μεγεθών από την πλευρά των συμμετεχόντων στην αγορά. Το επενδυτικό κοινό και οι υπόλοιπες ομάδες ενδιαφέροντος απαιτούν έγκυρες, σαφείς και επικαιροποιημένες πληροφορίες για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν, ωστόσο, αυτό δεν είναι πάντα εφικτό. Δεδομένου ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση και βιωσιμότητα των επιχειρήσεων εξαρτάται άμεσα από την ικανότητά τους να πραγματοποιούν εισροές μετρητών που καλύπτουν τις ανάγκες τους, οι ταμειακές ροές αποτελούν ένα βασικό μέτρο που ενδιαφέρει τους επενδυτές. Ωστόσο, οι ταμειακές ροές παρουσιάζουν ορισμένα προβλήματα χρονισμού, με αποτέλεσμα να μην θεωρούνται πάντα σωστοί δείκτες της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων.

Για την επίλυση αυτού του προβλήματος που αφορά τις ταμειακές ροές υπάρχει η λογιστική αρχή του δεδουλευμένου (accrual accounting), σύμφωνα με την οποία η λογιστική παρακολούθηση των συναλλαγών της επιχείρησης γίνεται βάσει ενός συστήματος με το οποίο υπολογίζεται ο πραγματικός χρόνος αναγνώρισης των εσόδων και των εξόδων (Penman, 2001). Η προσέγγιση αυτή βάσει της αρχής του δεδουλευμένου θεωρείται περισσότερο αξιόπιστη για την εκτίμηση της ικανότητας των επιχειρήσεων να παράγουν ταμειακές ροές, ενώ έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία του λογιστικού μεγέθους των accruals (δεδουλευμένων), τα οποία ισούνται με τη διαφορά μεταξύ ταμειακών ροών και λογιστικών κερδών (Reichelstein, 2000). Τα accruals αναβαθμίζουν σημαντικά το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών, επιλύοντας το πρόβλημα χρονισμού των ταμειακών ροών και βελτιώνοντας την ικανότητα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας οικονομικής οντότητας (Dechow, 1994).

Το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals έχει απασχολήσει αρκετούς ερευνητές κατά τα τελευταία χρόνια όσον αφορά την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών και τον τρόπο με τον οποίο αυτά λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές κατά τη λήψη

των αντίστοιχων επενδυτικών αποφάσεων. Ξεκινώντας από την έρευνα του Sloan (1996), ο οποίος παρατήρησε ότι οι τιμές των μετοχών που επηρεάζονται από τα accruals είναι ασύμβατες με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, αρκετές μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί για τη διερεύνηση του ρόλου των accruals στις αποδόσεις των μετοχών. Παραδειγματικά, οι Dechow et al. (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals είναι σημαντικότερο συγκριτικά με αυτό των ταμειακών ροών ως προς την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών, οι Barth et al. (2002) κατέδειξαν ότι τα συνολικά accruals και οι ταμειακές ροές, ως συστατικά των κερδών, έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην πρόβλεψη μη κανονικών κερδών, ενώ οι Ballas & Hevas (2005) διαπίστωσαν ότι ο διαχωρισμός των κερδών σε accruals και ταμειακές ροές έχει μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο για την πραγματοποίηση αντίστοιχων προβλέψεων ανά χώρα, αλλά όχι στην περίπτωση των κλάδων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του πληροφοριακού περιεχομένου των accruals όσον αφορά την επίδρασή τους στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (market value of equity). Συγκεκριμένα, η μελέτη εξετάζει την υπόθεση αν τα accruals προσθέτουν επιπλέον πληροφορία στο λογιστικό υπόδειγμα αποτίμησης που στηρίζεται στα κέρδη και στα ίδια κεφάλαια, μέσω της εφαρμογής ενός οικονομετρικού υποδείγματος που περιλαμβάνει τα accruals ως ανεξάρτητη μεταβλητή σε διαστρωματικά δεδομένα ετήσιας βάσης και σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές εύρους πέντε ετών (2010 και 2015). Για την επίτευξη αυτού του ερευνητικού σκοπού χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων 1.039 επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε τρεις ευρωπαϊκές χώρες (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία).

Η δομή της παρούσας εργασίας έχει ως εξής: στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η βιβλιογραφική επισκόπηση και συγκεκριμένα μελετώνται ο ρόλος των οικονομικών καταστάσεων, τα βασικά χαρακτηριστικά της λογιστικής αρχής του δεδουλευμένου, η έννοια της συνάφειας των λογιστικών μεγεθών, καθώς και το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών και των accruals αναφορικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται η μεθοδολογία της έρευνας και παρουσιάζονται ειδικότερα ο σκοπός της μελέτης, οι χρησιμοποιούμενες μέθοδοι, τα δεδομένα και ο τρόπος συλλογής τους, και το εφαρμοζόμενο υπόδειγμα παλινδρόμησης. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της οικονομετρικής εφαρμογής μέσω των

περιγραφικών στατιστικών, των αναλύσεων συσχετίσεων και της εκτίμησης του υποδείγματος παλινδρόμησης, και τέλος, καταγράφονται τα συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

1.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Ο κυρίαρχος στόχος των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν χρηματοοικονομική πληροφόρηση υψηλής ποιότητας σχετικά με την απόδοση των επιχειρήσεων, η οποία είναι χρήσιμη για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Σύμφωνα με το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board – IASB, 2008), η παροχή ποιοτικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι ζωτικής σημασίας για τη λήψη αποφάσεων από τους επενδυτές, τους πιστωτές και άλλους ενδιαφερόμενους σχετικά με την τοποθέτηση των πόρων τους, με απώτερο στόχο την επίτευξη υψηλών επιπέδων αποτελεσματικότητας στις αγορές. Στο πλαίσιο αυτό, η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης αντανακλά την ικανότητά της να αποδίδει με επάρκεια και αξιοπιστία την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, ώστε να αξιολογείται η απόδοσή της (Barth et al., 2008). Βέβαια, η έννοια της ποιότητας είναι ευρύτερη και επηρεάζεται από διάφορες επιμέρους μεταβλητές, όπως είναι η εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων, οι πρακτικές χειραγώγησης των κερδών, η εταιρική διακυβέρνηση και η εγκαιρότητα των λογιστικών δεδομένων.

Σε κάθε περίπτωση, οι βασικές αρχές που καθορίζουν την ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνουν τις εξής (IASB, 2008): (1) η συνάφεια, η οποία αφορά τη χρησιμότητα των σχετικών πληροφοριών αναφορικά με τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, (2) η αξιοπιστία, η οποία αναφέρεται στα στοιχεία της ειλικρινούς, επαληθεύσιμης και αντικειμενικής πληροφορίας, (3) η εγκαιρότητα, η οποία σημαίνει ότι η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη στους υπεύθυνους λήψης αποφάσεων έγκαιρα, (4) η ακριβοδίκαιη παρουσία, η οποία υποδηλώνει την έλλειψη μεροληψίας όσον αφορά την ολοκληρωμένη παρουσίαση της πραγματικής χρηματοοικονομικής κατάστασης της οικονομικής οντότητας, και (5) η κατανοητότητα, η οποία αφορά το κατά πόσο η πληροφόρηση που παρέχεται στις οικονομικές καταστάσεις γίνεται κατανοητή από τις διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος.

Εκτός των παραπάνω ποιοτικών χαρακτηριστικών, η κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να πραγματοποιείται βάσει κοινά αποδεκτών λογιστικών αρχών, όπως είναι η αρχή της συσχέτισης των εσόδων και των εξόδων, η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων, η αρχή της συνέπειας, η αρχή της συνέχισης της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας, η αρχή της αυτοτέλειας της λογιστικής μονάδας και η αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων. Η τελευταία είναι ιδιαίτερα σημαντική και υποδηλώνει ότι κάθε έξοδο και έσοδο πρέπει να καταχωρείται και να λαμβάνεται υπόψη μέσα στην χρονική ή διαχειριστική περίοδο στην οποία αυτό πραγματοποιείται, έτσι ώστε ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης να περιλαμβάνει μόνο τα έξοδα και έσοδα που προκύπτουν από τα γεγονότα της οικονομικής δραστηριότητας. Η αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων ή λογιστική αρχή του δεδουλευμένου βασίζεται στο στοιχείο της ανάλωσης και έχει ιδιαίτερη αξία για την προβλεπτική ικανότητα των κερδών, όπως εξηγείται παρακάτω.

1.2 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΟΥ

Όπως προαναφέρθηκε, ένας από τους κυριότερους στόχους των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν πληροφόρηση που αντανακλά τη χρηματοοικονομική κατάσταση και υγεία των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, οι οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούνται από διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος, συμπεριλαμβανομένων των θεσμικών και μεμονωμένων επενδυτών, των χρηματοοικονομικών αναλυτών, των πιστωτών, των πελατών και των διοικητικών στελεχών. Στο πλαίσιο αυτό, βασικός στόχος των διάφορων λογιστικών μεγεθών είναι να παρέχουν έγκυρες, σαφείς και επικαιροποιημένες πληροφορίες, οι οποίες υποστηρίζουν τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων από το επενδυτικό κοινό, το οποίο ενδιαφέρεται για την αξιολόγηση της αξίας μιας επιχείρησης. Δεδομένου ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση και βιωσιμότητα των επιχειρήσεων εξαρτάται άμεσα από την ικανότητά τους να πραγματοποιούν εισροές μετρητών που καλύπτουν τις ανάγκες τους, οι ταμειακές ροές αποτελούν ένα βασικό μέτρο που ενδιαφέρει τους επενδυτές. Ωστόσο, οι ταμειακές ροές παρουσιάζουν ορισμένα προβλήματα χρονισμού, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, με αποτέλεσμα να μην θεωρούνται πάντα σωστοί δείκτες της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων.

Για την επίλυση αυτού του προβλήματος που αφορά τις ταμειακές ροές υπάρχει η λογιστική αρχή του δεδουλευμένου (accrual accounting), σύμφωνα με την οποία η

λογιστική παρακολούθηση των συναλλαγών της επιχείρησης γίνεται βάσει ενός συστήματος με το οποίο υπολογίζεται ο πραγματικός χρόνος αναγνώρισης των εσόδων και των εξόδων (Penman, 2001). Με άλλα λόγια, βάσει της αρχής του δεδουλευμένου, τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στη χρήση που αυτά πραγματοποιούνται ανεξαρτήτως της ταμειακής ροής με την οποία συνδέονται. Η εφαρμογή αυτής της λογιστικής αρχής έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία του λογιστικού μεγέθους των accruals, τα οποία ισούνται με τη διαφορά μεταξύ των ταμειακών ροών και των λογιστικών κερδών. Με τον τρόπο αυτό επιλύεται μερικώς το προβληματικό ζήτημα του χρονισμού των ταμειακών ροών και, κατά συνέπεια, βελτιώνεται η ικανότητα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης.

Πράγματι, σύμφωνα με τις κατευθύνσεις του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων των ΗΠΑ (Financial Accounting Standards Board – FASB), η πληροφόρηση που παρέχεται από τις οικονομικές καταστάσεις στους επενδυτές αναφορικά με τα κέρδη και βασίζεται στην αρχή του δεδουλευμένου είναι περισσότερο αξιόπιστη για την αξιολόγηση της τρέχουσας και μελλοντικής ικανότητας των επιχειρήσεων να παράγουν ταμειακές ροές, συγκριτικά με τις πληροφορίες που σχετίζονται αποκλειστικά με τις ταμειακές εισροές και εκροές (Reichelstein, 2000). Σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου, ο χρόνος πραγματοποίησης των εσόδων δεν ταυτίζεται απαραίτητα με το χρόνο είσπραξής τους, όπως χαρακτηριστικά συμβαίνει στην περίπτωση πώλησης εμπορεύματος με πίστωση, για την οποία απαιτείται μια εκροή για την αγορά των πρώτων υλών, με την αντίστοιχη εισροή από την πώληση να πραγματοποιείται σε μεταγενέστερη χρονική περίοδο. Αντίστοιχα, το ίδιο συμβαίνει και με τα έξοδα, ενώ κάποια εξ αυτών δεν παράγουν απαραίτητα έσοδα, όπως είναι οι αποσβέσεις και οι χρεωστικοί τόκοι.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, τα accruals είναι το αποτέλεσμα που υφίσταται λόγω του ετεροχρονισμού που υπάρχει μεταξύ ταμειακών ροών και ισοδυναμούν ουσιαστικά με τα κέρδη που δεν έχουν εισπραχθεί, υπολογιζόμενα από τη διαφορά μεταξύ καθαρών κερδών και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Για μία λογιστική περίοδο, υπολογίζονται αφαιρώντας από τα καθαρά κέρδη τις λειτουργικές ταμειακές ροές, ωστόσο, πληροφορίες θα πρέπει να χρησιμοποιούνται από την πληροφόρηση που παρέχεται στον Ισολογισμό και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης δύο διαδοχικών περιόδων. Στο πλαίσιο αυτό, τα accruals περιλαμβάνουν τρία

μεγέθη, πρώτον, τα έσοδα (έξοδα) χρήσης που περιλαμβάνονται στα λογιστικά κέρδη αλλά δεν έχουν εισπραχθεί (πληρωθεί) ακόμα, δεύτερον, τα έσοδα (έξοδα) που περιλαμβάνονται στα λογιστικά κέρδη και έχουν προεισπραχθεί (προπληρωθεί), και τρίτον, τα έσοδα (έξοδα) που έχουν αναγνωριστεί σε προηγούμενη χρήση αλλά εισπράττονται (πληρώνονται) στην τρέχουσα χρήση.

Τα accruals αναβαθμίζουν σημαντικά το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών, δεδομένου ότι οι τρέχουσες λειτουργικές ταμειακές ροές εμπεριέχουν συχνά «θόρυβο», δηλαδή μη χρήσιμη πληροφόρηση, καθώς οι ταμειακές εκροές σε μία περίοδο μπορεί να μην συσχετίζονται με τις αντίστοιχες ταμειακές εκροές της ίδιας περιόδου. Μεταφέροντας την αναγνώριση των ταμειακών ροών στο χρόνο, τα λογιστικά κέρδη που προκύπτουν μέσω των accruals αποτελούν ένα βελτιωμένο δείκτη της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης συγκριτικά με τις ταμειακές ροές. Με τον τρόπο αυτό αντιμετωπίζεται το πρόβλημα χρονισμού που υφίσταται στις οικονομικές καταστάσεις, με αποτέλεσμα τα λογιστικά κέρδη να έχουν καλύτερη προβλεπτική ικανότητα των μελλοντικών κερδών (Dechow, 1994).

Αυτό, βέβαια, εξαρτάται και από διάφορες άλλες συνθήκες. Για παράδειγμα, σε μελέτη της Mingyi (2000) διαπιστώθηκε ότι σε χώρες των οποίων το θεσμικό πλαίσιο χαρακτηρίζεται από σχετικά αδύναμη προστασία των μετόχων, η εκτεταμένη χρήση της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση σε αντίθεση με τη λογιστική των ταμειακών ροών επηρεάζει αρνητικά τη συνάφεια των οικονομικών καταστάσεων, ενώ οι Brown et al. (2006) βρήκαν ότι στις χώρες όπου δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στην αρχή του δεδουλευμένου, η συνάφεια των κερδών σχετίζεται θετικά με υψηλότερα επίπεδα λογιστικού συντηρητισμού. Σε κάθε περίπτωση, βασική επιδίωξη της ορθής εφαρμογής των λογιστικών αρχών, συμπεριλαμβανομένης αυτής του δεδουλευμένου, είναι η βελτίωση της συνάφειας των λογιστικών μεγεθών, ώστε οι επενδυτές και οι υπόλοιπες ομάδες ενδιαφέροντος να λαμβάνουν ενημερωμένες αποφάσεις.

1.3 Η ΣΥΝΑΦΕΙΑ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Η πληροφόρηση που παρέχεται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων είναι ζωτικής σημασίας για το επενδυτικό κοινό, καθώς οι ενεργοί επενδυτές στρέφονται συχνά στα διάφορα λογιστικά μεγέθη για να διαπιστώσουν τη θεμελιώδη αξία των

εταιριών στις οποίες επιθυμούν να επενδύσουν και, έτσι, να λάβουν ορθολογικές αποφάσεις. Ουσιαστικά, μια βασική επιδίωξη του επενδυτικού κοινού είναι να είναι σε θέση να αξιολογήσει την αξία των επιχειρήσεων, ώστε να μπορεί να εκτιμήσει τις αντίστοιχες τιμές και αποδόσεις των μετοχών τις οποίες συναλλάσει στην αγορά. Στην πραγματικότητα, ένας από τους κύριους στόχους της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι να παρέχει στους επενδυτές μετοχών πληροφορίες σχετικά με την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρίας. Ως εκ τούτου, τις τελευταίες δεκαετίες έχει αναπτυχθεί ένα αυτόνομο ερευνητικό πεδίο, το οποίο αφορά το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών μεγεθών, ώστε να επιτυγχάνεται ο προαναφερθέντας στόχος αναφορικά με την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού.

Το ερευνητικό αυτό πεδίο εξετάζει ουσιαστικά τις σχέσεις και αλληλεπιδράσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των κεφαλαιαγορών και των οικονομικών καταστάσεων των εισηγμένων επιχειρήσεων, γνωστό στην ερευνητική βιβλιογραφία ως «λογιστική έρευνα βασιζόμενη στις κεφαλαιαγορές» (Capital Market-Based Accounting Research – CMBAR). Πρόκειται, βέβαια, για ένα ιδιαίτερα ευρύ πεδίο έρευνας που μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε διάφορα επιμέρους πεδία. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τον Kothari (2001), μπορεί να κατηγοριοποιηθεί στη θεμελιώδη ανάλυση και αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, σε αξιολογήσεις της αποτελεσματικότητας των αγορών και στη διερεύνηση του ρόλου των λογιστικών μεγεθών στις επενδυτικές αποφάσεις. Σε γενικές γραμμές, οι σχετικές έρευνες εστιάζουν στη συνάφεια (value relevance) των λογιστικών μεγεθών, δηλαδή στο κατά πόσον αυτά περιέχουν σημαντική πληροφόρηση για τους επενδυτές.

Για να είναι, λοιπόν, η χρηματοοικονομική πληροφόρηση συναφής, τα αντίστοιχα λογιστικά μεγέθη θα πρέπει να σχετίζονται άμεσα με την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Αντίθετα, αν δεν υπάρχει συνάφεια μεταξύ της λογιστικής πληροφόρησης και της εταιρικής αξίας, η πρώτη δεν μπορεί να θεωρηθεί συναφής και, άρα, οι οικονομικές καταστάσεις δεν μπορούν να ικανοποιήσουν έναν από τους βασικότερους στόχους τους, δηλαδή την αξιόπιστη πληροφόρηση των επενδυτών. Η έννοια της συνάφειας μπορεί να περιγραφεί με διάφορους τρόπους. Οι Barth et al. (2001) αναφέρουν ότι η έρευνα της συνάφειας εξετάζει τις σχέσεις μεταξύ των λογιστικών ποσών και των αξιών της αγοράς μετοχών, ενώ οι Francis & Schipper (1999) επισημαίνουν ότι βασικός στόχος αυτού του ερευνητικού πεδίου είναι η διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο οι πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων

επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Υπό αυτό το πρίσμα, η χρηματοοικονομική πληροφόρηση είναι συναφής όταν εμπεριέχει μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στα μοντέλα αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, ή τουλάχιστον όταν ενσωματώνουν παράγοντες που βοηθούν στην πρόβλεψη αυτών των μεταβλητών. Σε εμπειρικό επίπεδο, η συνάφεια καταδεικνύεται μέσω της καταγραφής στατιστικά σημαντικών συσχετίσεων μεταξύ των λογιστικών μεγεθών και των αποδόσεων ή τιμών των μετοχών.

Σε μια ευρύτερη ερμηνεία του όρου, ο Beisland (2009) ορίζει τη συνάφεια ως την ικανότητα των πληροφοριών που εμπεριέχονται στις οικονομικές καταστάσεις να καταγράφουν και να συνοψίζουν την πληροφόρηση που καθορίζει την αξία της εκάστοτε επιχείρησης. Η συνάφεια των λογιστικών μεγεθών δεν έχει, φυσικά, μόνο ερευνητική αξία αλλά είναι εξαιρετικά σημαντική και σε πρακτικούς όρους, καθώς σχετίζεται άμεσα με την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των αγορών. Σύμφωνα με τους Francis et al. (2004), η αυξημένη συνάφεια συνδέεται με χαμηλότερο κόστος όσον αφορά τις αποφάσεις του επενδυτικού κοινού, καθώς όταν επενδυτές αντιλαμβάνονται την πληροφόρηση που παρέχεται στις οικονομικές καταστάσεις ως συναφή, τότε έχουν και χαμηλότερο κίνδυνο πληροφόρησης, ο οποίος με τη σειρά του συνδέεται με χαμηλότερο κόστος. Ακολούθως, αυτό μεταφράζεται σε χαμηλότερο κόστος για τις ίδιες τις εισηγμένες εταιρίες. Άρα, από μια μακροοικονομική οπτική, το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου οδηγεί σε αυξημένα επίπεδα επενδύσεων, έχοντας πραγματικές θετικές επιπτώσεις στην οικονομία.

Η σύγχρονη έρευνα σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών μεγεθών έχει τις ρίζες της στο έργο των Ball & Brown (1968) και του Beaver (1968). Και οι δύο αυτές δημοσιευμένες εργασίες επηρέασαν σημαντικά τη μετέπειτα έρευνα, αν και οι Barth et al. (2001) υποστηρίζουν ότι αυτή δεν αναπτύχθηκε σημαντικά μέχρι και τη δεκαετία του 1990, όταν και άρχισαν να παράγονται πιο ολοκληρωμένες εμπειρικές ενδείξεις σχετικά με την επιρροή της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών. Δεδομένου, λοιπόν, ότι μία από τις σημαντικότερες εφαρμογές των οικονομικών καταστάσεων είναι η αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεων σε μετοχές, η σχετική περί συνάφειας έρευνα εστιάζει στο πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών μεγεθών από την πλευρά των αντίστοιχων επενδυτών, χρησιμοποιώντας μοντέλα της θεωρίας αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. Ένα από τα γνωστότερα εξ αυτών είναι αυτό του Ohlson (1995), ο

οποίος έδειξε ότι το μοντέλο των μερισμάτων και των ταμειακών ροών μπορεί να γραφτεί αποκλειστικά ως συνάρτηση των λογιστικών μεταβλητών, αν υποθεθεί ότι ισχύει μια σχέση καθαρού πλεονάσματος (Clean Surplus Relation – CSR). Η σχέση αυτή απαιτεί ότι η λογιστική αξία των μετοχών μεταβάλλεται μόνο με το καθαρό εισόδημα και τα καθαρά μερίσματα των μετόχων. Στο μοντέλο του Ohlson (1995), λαμβάνονται υπόψη τα εξής:

B_t = η λογιστική αξία των μετοχών (book value of equity)

I_t = το καθαρό εισόδημα (ή κέρδη) (net income / earnings)

d_t = τα καθαρά μερίσματα (net dividends), και

$$B_t = B_{t-1} + I_t - d_t.$$

Βάσει αυτών των υποθέσεων, το μοντέλο του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income model), το οποίο αναφέρεται εναλλακτικά και ως μοντέλο των υπολειμματικών κερδών (residual earnings model), δεδομένου ότι κέρδη και εισόδημα θεωρούνται το ίδιο (λογιστικά κέρδη ή ζημίες που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις), μπορεί να περιγραφεί ως εξής:

$$EVo = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(I_t - r_t * B_t - 1)}{(1 + r_t)^t}$$

Το μοντέλο αυτό δείχνει ότι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μίας εταιρίας είναι ίση με τη λογιστική αξία των μετοχών συν την προεξοφλημένη αξία του μελλοντικού υπολειμματικού εισοδήματος και έχει χρησιμοποιηθεί με διάφορες εναλλακτικές μορφές στις σχετικές έρευνες. Για παράδειγμα, οι Barth et al (1999) χρησιμοποίησαν μία γενικευμένη εκδοχή του μοντέλου του Ohlson (1995) για να εκτιμήσουν την επιρροή των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και των accruals στις αποδόσεις των μετοχών. Επίσης, οι Ballas & Hevas (2005), στην έρευνα των οποίων βασίζεται και η παρούσα εργασία, εφάρμοσαν ένα παρόμοιο μοντέλο για να προβλέψουν τον τρόπο με τον οποίο η λογιστική αξία των μετοχών και των κερδών (διαχωριζόμενα σε ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και accruals) σχετίζονται με τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών.

1.4 ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Η πλειονότητα των ερευνών που ασχολούνται με τη συνάφεια των λογιστικών μεγεθών ασχολείται με το πώς αυτά επηρεάζουν τις αλλαγές στην αξία των μετοχών στην αγορά, ουσιαστικά δηλαδή με τις αποδόσεις τους. Το σημαντικότερο λογιστικό μέτρο που εξετάζεται είναι τα κέρδη, καθώς οι περισσότερες έρευνες επικεντρώνονται στις μεταβλητές που έχουν αντίκτυπο στη σχέση μεταξύ των κερδών και των τιμών των μετοχών, όπως αυτή αντανakλάται στον αντίστοιχο συντελεστή απόκρισης (Earnings Response Coefficient – ERC). Στην μελέτη των Ball & Brown (1968), η οποία αποτέλεσε και σταθμό για τη μετέπειτα έρευνα σχετικά με την επίδραση των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών, εξετάστηκαν οι υπερκανονικές αποδόσεις στους μήνες πριν και μετά την ανακοίνωση των εξεταζόμενων εταιριών για την κερδοφορία τους. Στην έρευνα αυτή διαπιστώθηκε εν πολλοίς ότι τα κέρδη αποτελούν ένα λογιστικό μέγεθος με σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο, επηρεάζοντας τις διακυμάνσεις των αποδόσεων των μετοχών.

Στα επόμενα χρόνια, πολυάριθμες μελέτες πραγματοποιήθηκαν αναφορικά με τη σχέση λογιστικών κερδών και αποδόσεων, οι οποίες κατά βάση εφάρμοσαν λογιστικές παλινδρομήσεις με τις παραπάνω μεταβλητές. Πολλές εξ αυτών, ωστόσο, παρείχαν ασθενείς εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με την προβλεπτική ικανότητα των κερδών για τις αποδόσεις των μετοχών, ένα φαινόμενο που αποδόθηκε σε διάφορους λόγους, όπως η έλλειψη εγκαιρότητας των κερδών λόγω των αυστηρών απαιτήσεων σχετικά με την αντικειμενικότητα και συγκρισιμότητα των λογιστικών καταστάσεων, οι πρακτικές χειραγώγησης των κερδών, η εστίαση στο συνολικό μέγεθος των κερδών χωρίς να γίνεται διάκριση μεταξύ των επιμέρους στοιχείων τους και ο ανορθόδοξος προσδιορισμός των στατιστικών μοντέλων (Beisland, 2009). Για παράδειγμα, οι Collins et al. (1994) απέδωσαν την περιορισμένη συσχέτιση μεταξύ κερδών και αποδόσεων στην έλλειψη εγκαιρότητας, ένα στοιχείο που αφορά στο βαθμό στον οποίο τα λογιστικά κέρδη της τρέχουσας περιόδου αντανakλούν επαρκώς τα πραγματικά οικονομικά κέρδη.

Επίσης, ένας παράγοντας που έχει αναδειχθεί από τη σχετική ερευνητική βιβλιογραφία, ο οποίος επηρεάζει τη σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και αποδόσεων των μετοχών είναι το ευρύτερο θεσμικό πλαίσιο της εκάστοτε χώρας. Παραδειγματικά, οι Ball et al. (2000) μελέτησαν τη συνάφεια των κερδών σε επτά

χώρες, διαπιστώνοντας ότι στις χώρες όπου εφαρμόζονται λογιστικά συστήματα που επηρεάζονται κατά κύριο λόγο από τους πολιτικούς θεσμούς, η σχέση αυτή είναι ασθενέστερη συγκριτικά με τις χώρες που εφαρμόζουν λογιστικά πρότυπα που διαμορφώνονται από τον ιδιωτικό τομέα. Επίσης, οι Ali & Hwang (2000), χρησιμοποιώντας δεδομένα από κατασκευαστικές επιχειρήσεις σε 16 χώρες, βρήκαν ότι η συνάφεια των κερδών είναι χαμηλότερη σε χώρες των οποίων τα χρηματοπιστωτικά συστήματα βασίζονται στη λειτουργία ενός μικρού αριθμού τραπεζών που παρέχουν το μεγαλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης για την κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών των επιχειρήσεων, καθώς και σε αυτές όπου οι φορείς του ιδιωτικού τομέα δεν συμμετέχουν στη διαδικασία θέσπισης των λογιστικών προτύπων.

Παράλληλα, αποτελεί σήμερα κοινό τόπο μεταξύ των ερευνητών η διαπίστωση ότι η συνάφεια των κερδών δεν είναι η ίδια για όλα τα επιμέρους συστατικά τους στοιχεία, αναδεικνύοντας έτσι έναν επιπλέον παράγοντα βάσει του οποίου διαμορφώνεται η σχέση μεταξύ κερδών και αποδόσεων των μετοχών. Ενώ, λοιπόν, παλιότερα θεωρούνταν ότι όλα τα στοιχεία των κερδών παρουσιάζουν παρόμοιες συσχετίσεις με τις αποδόσεις των μετοχών, ένα μεγάλο μέρος της σύγχρονης έρευνας έχει τεκμηριώσει ότι αυτό δεν ισχύει απαραίτητα και, άρα, η διαφοροποίησή τους σε επιμέρους στοιχεία είναι απαραίτητη. Μάλιστα, ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον παρουσιάζεται όσον αφορά το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών σε σύγκριση με τις ταμειακές ροές, αλλά και τα accuals, καθώς οι πρώτες θεωρούνται γενικά ως ένα αντικειμενικό μέτρο της κερδοφορίας, ενώ τα δεύτερα υπόκεινται σε υποκειμενικές αξιολογήσεις και εξαρτώνται από την εφαρμογή των εκάστοτε λογιστικών προτύπων και αρχών.

Εκτός αυτού, διάφορες κατηγοριοποιήσεις έχουν αναδειχθεί μέχρι και σήμερα στην ερευνητική βιβλιογραφία αναφορικά με την επιρροή των επιμέρους κατηγοριών των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών, όπως είναι αυτή που διακρίνει τα κέρδη σε ένα κανονικό, μη κανονικό ή υπολειμματικό στοιχείο (Beisland, 2009). Ενώ, λοιπόν, κατά την ανάλυση της σχέσης μεταξύ λογιστικών κερδών και τιμών των μετοχών συνήθως εξετάζονται τα καθαρά κέρδη, ή οι σχετικές μεταβολές, υπάρχουν έρευνες που έχουν εξετάσει τη σχέση αυτή με μεγαλύτερη λεπτομέρεια. Για παράδειγμα, οι Ramakrishnan & Thomas (1998) διαχώρισαν τα καθαρά κέρδη σε μόνιμα, μεταβατικά και μη αναμενόμενα, υποστηρίζοντας πως κάθε μία από αυτές τις

κατηγορίες έχει διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο και, άρα, συνάφεια αναφορικά με τις επενδυτικές αποφάσεις και την αξία των μετοχών.

Επίσης, οι Ohlson & Penman (1992), αναγνωρίζοντας ότι τα διαφορετικά στοιχεία των κερδών ενδέχεται να έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην αποτίμηση της αξίας των μετοχών, πραγματοποίησαν λογιστικές παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας διάφορες επιμέρους συνιστώσες τους ως επεξηγηματικές μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων του μικτού περιθωρίου κέρδους, των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων απόσβεσης και των φορολογικών εξόδων. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο διαχωρισμός των επιμέρους στοιχείων των κερδών αυξάνει σημαντικά την επεξηγηματική ισχύ των παλινδρομήσεων, τουλάχιστον σε βραχυχρόνιο επίπεδο, ένα εύρημα που επιβεβαίωσε αργότερα και ο Carnes (2006). Ένας άλλος διαχωρισμός που έχει γίνει στην ερευνητική βιβλιογραφία είναι αυτός μεταξύ κερδών από ξένες ή εγχώριες δραστηριότητες.

Για παράδειγμα, ο Thomas (1999) διαπίστωσε ότι οι επενδυτές υποτιμούν τη συνάφεια των ξένων κερδών αναφορικά με τις αποδόσεις των μετοχών, βρίσκοντας ότι αυτά έχουν έναν υπερβολικά χαμηλό ERC σε σύγκριση με τα εγχώρια κέρδη. Από την άλλη πλευρά, οι Bodnar & Weintrop (1997), κατέληξαν σε αντίθετα ευρήματα, βρίσκοντας ότι οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στα ξένα κέρδη κατά την αποτίμηση της αξίας των εταιριών, καθώς αντιλαμβάνονται ότι οι ξένες αγορές έχουν περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης, ενώ οι Callen et al. (2005) κατέδειξαν ότι τα εγχώρια κέρδη συνεισφέρουν περισσότερο στη μη αναμενόμενη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών σε σχέση με τα ξένα.

Εκτός των παραπάνω, ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον παρουσιάζεται στις ταμειακές ροές, οι οποίες συχνά χρησιμοποιούνται ως μέτρο για την αξιολόγηση της χρησιμότητας των λογιστικών μεγεθών για το επενδυτικό κοινό. Σε μια παλιότερη μελέτη, η Rayburn (1986) διερεύνησε χωριστά τη συνάφεια των ταμειακών ροών και των accuals, βρίσκοντας ότι και οι δύο μεταβλητές συσχετίζονται με τις αποδόσεις των μετοχών, ωστόσο, μόνο οι ταμειακές ροές και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης έχουν σημαντική προβλεπτική ισχύ, ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τους συντελεστές απόσβεσης και μεταβολών των αναβαλλόμενων φόρων. Οι Barth et al. (2001) ανέφεραν ότι τα accuals έχουν την ικανότητα να προβλέπουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές και σχετίζονται στατιστικά σημαντικά με τις αποδόσεις των μετοχών,

η Dechow (1994) κατέδειξε ότι τα κέρδη συνολικά συσχετίζονται περισσότερο με τις αποδόσεις συγκριτικά με τις πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές, ενώ οι Subramanyam & Venkatachalam (2007) κατέληξαν σε παρόμοια συμπεράσματα, δείχνοντας ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητας όσον αφορά την αξία των μετοχών.

Επίσης, ο Basu (1997) διαπίστωσε ότι τα κέρδη αντανακλούν πιο γρήγορα από τις ταμειακές ροές τυχόν κακές ειδήσεις σχετικά με την ανάπτυξη των εισηγμένων εταιριών, οι Bowen et al. (1986) τεκμηρίωσαν ότι η σταθερότητα των κερδών ως προς την πρόβλεψη των αποδόσεων των μετοχών συγκριτικά με τις ταμειακές ροές εξαρτάται από το ποιο μέτρο των ταμειακών ροών χρησιμοποιείται στο εκάστοτε υπόδειγμα, ενώ οι Livnat & Zarowin (1990) παρείχαν ερευνητικές ενδείξεις που αποδεικνύουν ότι ο διαχωρισμός των ταμειακών ροών σε χρηματοδοτικές και λειτουργικές αυξάνει σημαντικά την ισχύ της συσχέτισής τους με τις αποδόσεις των μετοχών.

Σε μία σχετική μελέτη που θεωρείται σταθμός σε αυτό το ερευνητικό πεδίο αναφορικά με την επίδραση του διαχωρισμού των επιμέρους στοιχείων των κερδών στην ικανότητα πρόβλεψης των αποδόσεων των μετοχών, ο Sloan (1996) μελέτησε την επιμονή (persistence) των ταμειακών ροών και των accruals, ως δύο διακριτά στοιχεία των κερδών, τεκμηριώνοντας ότι οι επενδυτές συχνά αποτυγχάνουν να διακρίνουν πλήρως τις διαφορετικές ιδιότητες αυτών των στοιχείων, με αποτέλεσμα οι εταιρίες με σχετικά υψηλά επίπεδα accruals να έχουν αρνητικές μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Αυτό το φαινόμενο, ονομαζόμενο ως ανωμαλία των accruals (accruals anomaly), όπως εξηγείται αναλυτικότερα παρακάτω, έχει απασχολήσει έντονα τους ερευνητές κατά τα τελευταία χρόνια. Για παράδειγμα, οι Lev & Nissim (2006) διαπίστωσαν ότι αυτή η ιδιαιτερότητα των αγορών υπάρχει πράγματι και η έκτασή του δεν έχει περιοριστεί με το πέρασ του χρόνου, καθώς οι θεσμικοί επενδυτές δεν προτιμούν εταιρίες με υψηλά accruals εξαιτίας των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους, όπως είναι το μικρό μέγεθος και η περιορισμένη κερδοφορία.

1.5 ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ACCRUALS

Το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals έχει απασχολήσει αρκετούς ερευνητές κατά τα τελευταία χρόνια όσον αφορά την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών και

τον τρόπο με τον οποίο αυτά λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές κατά τη λήψη των αντίστοιχων επενδυτικών αποφάσεων. Όπως προαναφέρθηκε, πρωτοπόρος σε αυτό το ερευνητικό πεδίο ήταν ο Sloan (1996), ο οποίος διερεύνησε κατά πόσον οι τιμές των μετοχών και τα μελλοντικά κέρδη αντανακλούν την πληροφόρηση που περιέχεται στα *accruals* και στα συστατικά των ταμειακών ροών των τρεχόντων κερδών. Χρησιμοποιώντας λογιστικά δεδομένα εταιριών για μια περίοδο 30 ετών (1962-1991), ο Sloan (1996) τεκμηρίωσε ότι η επιμονή (*persistence*) της απόδοσης των κερδών εξαρτάται από το μέγεθος των δύο συστατικών του, των ταμειακών ροών και των *accruals*, ωστόσο, οι τιμές των μετοχών δείχνουν ότι οι επενδυτές αποτυγχάνουν να αναγνωρίσουν ορθά τις ιδιότητες αυτών των συστατικών.

Ο ερευνητής κατέδειξε ότι μια αύξηση των *accruals* αποτελεί δείκτη υποβάθμισης των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών σε σύγκριση με τις ταμειακές ροές, και, ως εκ τούτου, τα *accruals* έχουν χαμηλότερη προβλεπτική ισχύ για την εκτίμηση της ποιότητας των κερδών. Το αποτέλεσμα αυτής της τάσης είναι η δημιουργία μιας ανωμαλίας στην αγορά, καθώς οι προσδοκίες των επενδυτών δεν ενσωματώνουν επαρκώς τον υψηλότερο βαθμό υποκειμενικότητας που εμπεριέχουν τα *accruals* σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές, οι οποίες θεωρούνται ως περισσότερο επίμονο ή «βιώσιμο» συστατικό των κερδών. Ο Sloan (1996) παρατήρησε, εν κατακλείδι, ότι οι τιμές των μετοχών που διαμορφώνονται από τα *accruals* είναι ασύμβατες με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, βάσει της οποίας οι τιμές αντανακλούν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι οι επενδυτές ενεργούν μη ορθολογικά ή ότι υπάρχουν ανεκμετάλλευτες επενδυτικές ευκαιρίες στην αγορά.

Οι περισσότερες από τις μετέπειτα μελέτες επιχείρησαν να επιβεβαιώσουν ή να αντικρούσουν τα ευρήματα του Sloan (1996). Παραδειγματικά, οι Collins & Hribar (2001) χρησιμοποίησαν τριμηνιαία στοιχεία για να μελετήσουν την ανωμαλία στην τιμολόγηση των μετοχών λόγω των *accruals*, όπως αυτή καταγράφηκε από το Sloan (1996), καθώς και αν αυτή η μορφή εσφαλμένης τιμολόγησης της αγοράς διαφοροποιείται από την αντίστοιχη που ακολουθεί την ανακοίνωση των κερδών. Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι μια στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίου αντιστάθμισης κινδύνου (*hedge portfolio*) που αξιοποιεί και τις δύο μορφές ανωμαλίας της αγοράς, προκαλεί μη φυσιολογικές αποδόσεις που υπερβαίνουν τις αποδόσεις που βασίζονται μόνο στην αναμενόμενη κερδοφορία, ή στην

πληροφόρηση που προέρχεται μόνο από τα accruals ή τις ταμειακές ροές. Σε αντίθεση με τα ευρήματα του Sloan (1996), οι Dechow (1994) και Dechow et al. (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals είναι σημαντικότερο συγκριτικά με αυτό των ταμειακών ροών ως προς την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών. Συγκεκριμένα, η Dechow (1994) τεκμηρίωσε ότι για εταιρίες που δρουν σε ένα μεταβαλλόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον, οι ταμειακές ροές πάσχουν από ένα πρόβλημα χρονισμού, με αποτέλεσμα τα accruals να αποτελούν σημαντικότερο προβλεπτικό στοιχείο των κερδών.

Ομοίως, οι Barth et al. (2001), εξετάζοντας ένα δείγμα 10.164 εταιριών εκτός του χρηματοπιστωτικού κλάδου και αναλύοντας το ρόλο των accruals στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, διαπίστωσαν ότι ο διαχωρισμός των κερδών στις ταμειακές ροές και σε έξι βασικά συστατικά των accruals (κέρδη πριν από έκτατα στοιχεία και διακοπείσες δραστηριότητες, μεταβολές των απαιτήσεων από πελάτες, μεταβολές αποθέματος, μεταβολές καταβλητέων λογαριασμών, αποσβέσεις και άλλα δεδουλευμένα), ενισχύει σημαντικά την προβλεπτική ικανότητα των κερδών για την εκτίμηση των αποδόσεων των μετοχών. Σε μετέπειτα μελέτη τους, οι Barth et al. (2002) κατέδειξαν ότι τα συνολικά accruals και οι ταμειακές ροές, ως συστατικά των κερδών, έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην πρόβλεψη μη κανονικών κερδών και στην εκτίμηση της αξίας των μετοχών, παρέχοντας παράλληλα ερευνητικές ενδείξεις σχετικά με τη διαφορετική αποτίμηση των δύο αυτών συστατικών μεταξύ των διάφορων κλάδων.

Ομοίως, οι Ballas & Hevas (2005) διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχει σαφής σύγκλιση μεταξύ των πρακτικών χρηματοοικονομικής αναφοράς μεταξύ διαφορετικών κλάδων. Οι ερευνητές, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εταιριών από 4 ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο) και εφαρμόζοντας μια παραλλαγή του μοντέλου του Ohlson (1995), εξέτασαν πώς το εισόδημα, η λογιστική αξία των μετοχών και τα accruals επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών, βρίσκοντας ότι ο διαχωρισμός των κερδών σε accruals και ταμειακές ροές έχει μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο για την πραγματοποίηση αντίστοιχων προβλέψεων ανά χώρα, αλλά όχι στην περίπτωση των κλάδων.

Σε έρευνα των Bradshaw et al. (2001) που πραγματοποιήθηκε σε δείγμα 66.762 εταιριών για μια περίοδο 10 ετών (1988-1998) εξετάστηκε αν οι εταιρίες

χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης αναμένουν πτώση στα κέρδη και στις τιμές των μετοχών για τις εταιρίες με υψηλά επίπεδα accruals. Μελετώντας το αντίκτυπο των accruals και των ταμειακών ροών, ως στοιχεία των τρεχόντων κερδών, στην απόδοση των μελλοντικών κερδών, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι εταιρίες που έχουν ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα accruals κεφαλαίων κίνησης είναι πιθανότερο να αντιμετωπίσουν πτώση στην απόδοση των κερδών τους, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι τόσο οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές όσο και το ευρύτερο επενδυτικό κοινό δεν προβλέπουν επαρκώς τις αρνητικές επιπτώσεις των υψηλών επιπέδων accruals. Οι Richardson et al. (2005) επέκτειναν το μοντέλο του Sloan (1996), συνδέοντας την αξιοπιστία των accruals με την επιμονή των κερδών, και αναδεικνύοντας μια ανταλλακτική σχέση μεταξύ αξιοπιστίας και πληροφοριακού περιεχομένου. Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι τα λιγότερο αξιόπιστα accruals οδηγούν σε χαμηλότερη επιμονή των κερδών, καθώς και πως οι επενδυτές δεν εκτιμούν επαρκώς την επιμονή αυτή, με αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών να μην ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

Το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals μελετήθηκε και από τον Xie (2001), ο οποίος εξέτασε το κατά πόσο οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν την επίδραση των accruals και των κερδών του επόμενου έτους. Ο ερευνητής κατέδειξε ότι σημαντικό στοιχείο για την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών είναι ο διαχωρισμός των accruals σε ένα διαφοροποιημένο (discretionary) και μη διαφοροποιημένο (non-discretionary) μέρος, διαπιστώνοντας ότι μόνο το διαφοροποιημένο μέρος συσχετίζεται αρνητικά με τις μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Ο Xie (2001) επεσήμανε ότι η προβλεπτική ικανότητα των accruals όσον αφορά τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών οφείλεται στο ότι οι επενδυτές δεν λαμβάνουν υπόψη τους το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών (earnings management) για το οποίο ευθύνεται η διοίκηση της εκάστοτε εταιρίας.

Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνεται και από τους Defond & Park (2001), οι οποίοι βρήκαν ότι οι εταιρίες με χαμηλά διαφοροποιούμενα accruals επιτυγχάνουν υψηλή κερδοφορία, και αντίστροφα, καθώς και από τον Kothari (2001), ο οποίος σημείωσε ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals διαμορφώνεται σε σημαντικό βαθμό από τις πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών μεγεθών. Σε μετέπειτα μελέτη τους, οι Kothari et al. (2006) επεσήμαναν ότι οι υπερεκτιμημένες εταιρίες χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα accruals, επιχειρώντας μέσω της χειραγώγησης των κερδών να

ανταπεξέλθουν στις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού. Υιοθετώντας μια παρόμοια προσέγγιση, οι Pincus et al. (2007) διαπίστωσαν ότι η ανωμαλία των accruals δεν είναι ένα παγκόσμιο φαινόμενο και εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από το ρυθμιστικό και κανονιστικό περιβάλλον των αγορών κάθε χώρας, ιδιαίτερα σε ότι αφορά τη χειραγώγηση κερδών, μια θεωρία που επισημαίνεται και από τους Chan et al. (2006), οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ιδιαιτερότητα των accruals που περιγράφηκε από τον Sloan (1996), δηλαδή ότι οι εταιρίες με υψηλά accruals επιτυγχάνουν αρνητικές υπερκανονικές αποδόσεις στο μέλλον, είναι συμβατή με τις πρακτικές λογιστικής χειραγώγησης των κερδών.

Ομοίως, οι Beneish & Vargus (2002) ανέφεραν ότι αυτή η ανωμαλία των accruals (accruals anomaly) προκύπτει κυρίως από την εσφαλμένη εκτίμηση του εισοδήματος που αυξάνεται λόγω των υπερεκτιμημένων accruals, ενώ οι Thomas & Zhang (2002) απέδωσαν αυτό το φαινόμενο στην αδυναμία των επενδυτών να κατανοήσουν σωστά τη σημασία των μεταβολών στα αποθέματα. Βάσει της ίδιας λογικής, ο Hribar (2000) διαπίστωσε ότι μόνο το διαφοροποιημένο μέρος των accruals έχει αρνητική σχέση με τις υπερκανονικές αποδόσεις των μετοχών, επισημαίνοντας μάλιστα ότι τα ευρήματα του Sloan (1996) οφείλονται κατά κύριο λόγο σε ακραίες και μη αναμενόμενες αυξομειώσεις στα αποθέματα. Αντίθετα, οι Beneish & Vargus (2002) απέδειξαν ότι δεν έχει σημασία αν τα accruals είναι διαφοροποιημένα ή όχι, καθώς μόνο τα θετικά accruals έχουν την ικανότητα να προβλέπουν τις αποδόσεις των μετοχών.

Οι Allen et al. (2013) έδωσαν έμφαση στις ιδιότητες των accruals, επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα του Sloan (1996) και αποδεικνύοντας ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των accruals και των μελλοντικών μεταβολών στα κέρδη, καθώς και των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών, δεδομένου ότι τα accruals βασίζονται σε υποκειμενικές εκτιμήσεις των λογιστών αναφορικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Έτσι, ακραία accruals είναι πιθανότερο να οφείλονται σε σφάλματα μέτρησης και, άρα, σχετίζονται με αντιστροφές σε δεδουλευμένη βάση. Επίσης, οι Livnat & Santicchia (2006) χρησιμοποίησαν δεδομένα τριμηνιαίων κερδών για να αναλύσουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals, καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως αυτά τείνουν να είναι λιγότερο επίμονα σε σύγκριση με τις καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες όσον αφορά την πρόβλεψη των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών. Στη μελέτη αυτή διαπιστώθηκε ότι οι εταιρίες που έχουν εξαιρετικά υψηλά επίπεδα accruals τείνουν να έχουν χαμηλότερη κερδοφορία σε

σχέση με τις εταιρίες με τα ίδια επίπεδα τρεχόντων κερδών αλλά υψηλότερες ταμειακές ροές.

Επιπλέον, στη σχετική ερευνητική βιβλιογραφία έχει αναδειχθεί και ένα άλλο φαινόμενο που σχετίζεται με την προβλεπτική ισχύ των accruals. Συγκεκριμένα, έχει διαπιστωθεί ότι οι επενδυτές δεν δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών των επιχειρήσεων που επενδύουν. Παραδειγματικά, οι Fairfield et al. (2003) διαπίστωσαν ότι η περιορισμένη επιμονή των accruals εξηγείται από την γενική αρνητική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των λογιστικών κερδών και του ρυθμού ανάπτυξης των επιχειρήσεων, δεδομένων των οριακών φθινουσών αποδόσεων των αυξανόμενων επενδύσεων. Έτσι, οι επενδυτές τείνουν να υπερτιμούν τα accruals και την καθαρή θέση που προκύπτει από επενδυτικά σχέδια, ενώ η περιορισμένη επιμονή των accruals αποδίδεται από την αναντιστοιχία μεταξύ αύξησης των επενδύσεων και αντίστοιχης αύξησης της λογιστικής κερδοφορίας.

Σε μια παρόμοια μελέτη, οι Xu & Lacina (2009) εξέτασαν το φαινόμενο της ανωμαλίας των accruals, χρησιμοποιώντας το ρυθμό αναμενόμενης ανάπτυξης της επιχείρησης ως προβλεπτική μεταβλητή της αναμενόμενης ανάπτυξης των ταμειακών ροών. Οι ερευνητές έδειξαν ότι οι εταιρίες με χαμηλά accruals έχουν χαμηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις, σε αντίθεση με τη γενική διαπίστωση ότι οι εταιρίες αυτές ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο. Ωστόσο, στη μελέτη διαπιστώθηκε ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν το ρυθμό αύξησης των κερδών για τις εταιρίες με υψηλά accruals. Στο πλαίσιο αυτό, διάφορες οικονομικές μεταβλητές έχουν εξεταστεί στη σχετική ερευνητική βιβλιογραφία αναφορικά με την ερμηνεία του φαινομένου που ανέδειξε ο Sloan (1996) και το ρόλο που διαδραματίζει ο ρυθμός ανάπτυξης. Για παράδειγμα, οι Desai et al. (2004) διαπίστωσαν ότι τα συνηθέστερα μέτρα ανάπτυξης, όπως η αύξηση των πωλήσεων και η αναλογία ταμειακών ροών προς τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, δεν σχετίζονται με την προβλεπτική ισχύ των accruals, ενώ ο Zach (2005) βρήκε ότι το πληροφοριακό τους περιεχόμενο σχετικά με την απόδοση των μετοχών οφείλεται κατά κύριο λόγο σε σημαντικά γεγονότα επιχειρηματικής ανάπτυξης, όπως οι εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Επίσης, ορισμένες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στη συμπεριφορά των διαμεσολαβητών των αγορών, ώστε να εξηγήσουν την προβλεπτική ισχύ των accruals στη διαμόρφωση των αποδόσεων των μετοχών. Για παράδειγμα, οι Ali et al. (2001)

διαπίστωσαν ότι ο βαθμός εξειδίκευσης των επενδυτών είναι σημαντικό μέτρο του πληροφοριακού περιεχομένου των accruals, καθώς επενδύσεις που πραγματοποιούνται με βάση τα accruals για επιχειρήσεις μικρού μεγέθους ή για εταιρίες που δεν προτιμούνται από θεσμικούς επενδυτές σχετίζονται με χαμηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις. Οι Ahmed et al. (2006) διαπίστωσαν επίσης ότι οι θεσμικοί επενδυτές και αναλυτές υποεκτιμούν την επιμονή των λειτουργικών ταμειακών ροών σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι την επιμονή των accruals, ενώ οι Lev & Nissim (2005) υπέθεσαν ότι από τι στιγμή που οι επενδυτές είναι αρκετά εξειδικευμένοι, τότε έχουν επίγνωση της ιδιαιτερότητας που προκύπτει από τα accruals (accruals anomaly), με αποτέλεσμα να είναι σε θέση να υιοθετούν στρατηγικές αντιστάθμισης και να πραγματοποιούν υπερκανονικά κέρδη. Όπως αναφέρουν οι Zhang & Cready (2007), η διαφορετική ερμηνεία των accruals από τους θεσμικούς επενδυτές οδηγεί σε αύξηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης στις αγορές.

Στη συνέχεια, ένα ακόμη δεδομένο που έχει αναδειχθεί από την ερευνητική βιβλιογραφία αφορά την ποιότητα των accruals, η οποία επηρεάζει σημαντικά την πληροφοριακή τους ικανότητα. Συγκεκριμένα, οι Dechow & Dichev (2002) περιέγραψαν την ποιότητα των accruals βάσει του κατά πόσο αυτά αντανakλούν με αξιόπιστο και επαρκή τρόπο τις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται είτε προγενεστέρα είτε μεταγενέστερα του χρόνου αναγνώρισής τους. Οι ερευνητές ανέδειξαν ορισμένα χαρακτηριστικά των εταιριών που επηρεάζουν την ποιότητα των accruals, συμπεριλαμβανομένων του μεγέθους της επιχείρησης, της διάρκειας του κύκλου των λειτουργικών δραστηριοτήτων τους, του βαθμού μεταβλητότητας των πωλήσεων, των ταμειακών ροών, των κερδών και των accruals.

Οι Lobo et al. (2011), αναλύοντας τον τρόπο με τον οποίο η ποιότητα των accruals επηρεάζει τη ζήτηση και προσφορά για υπηρεσίες διαμεσολάβησης στις αγορές, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η εκτίμηση των accruals είναι ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο που επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Έτσι, τα λάθη εκτίμησης που γίνονται από τους αναλυτές επηρεάζουν αρνητικά την ποιότητα των accruals, και, κατά συνέπεια, αυτά εμπεριέχουν μεγαλύτερο «θόρυβο» σχετικά με την αξία μιας εταιρίας, οδηγώντας σε ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης των εταιριών και του επενδυτικού κοινού. Τέλος, οι Nam et al. (2012) διαπίστωσαν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals επηρεάζεται καθοριστικά από την ποιότητά

τους, η οποία με τη σειρά της εξαρτάται από την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

2.1 ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ

Σκοπός της παρούσας οικονομετρικής εφαρμογής είναι η μελέτη της υπόθεσης αν τα accruals (δουλευμένα) προσθέτουν κάποια επιπλέον πληροφορία στο λογιστικό υπόδειγμα αποτίμησης που στηρίζεται στα κέρδη και στα Ίδια Κεφάλαια. Για το σκοπό αυτό εκτιμάται οικονομετρικό υπόδειγμα που περιλαμβάνει τα δεδουλευμένα ως ανεξάρτητη μεταβλητή σε διαστρωματικά δεδομένα ετήσιας βάσης σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές εύρους 5 ετών. Η μέθοδος εκτίμησης του υποδείματος παλινδρόμησης είναι αυτή των Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS). Σε δεύτερο επίπεδο θα διερευνηθεί η ύπαρξη τυχόν διαφοροποιήσεων στους συντελεστές της παλινδρόμησης τόσο ανάμεσα στις δυο υπό εξέταση χρονικές περιόδους όσο και ανάμεσα στις επιχειρήσεις των τριών υπό διερεύνηση χωρών. Η παράθεση των αποτελεσμάτων ξεκινάει με την παρουσίαση των περιγραφικών στατιστικών των δεδομένων, συνεχίζεται με την αποτύπωση των μητρών συσχέτισης κατά Spearman των υπό εξέταση μεταβλητών ανά χώρα ενδιαφέροντος και ανά χρονική στιγμή και ολοκληρώνεται με την εφαρμογή του υπό διερεύνηση υποδείματος παλινδρόμησης ανά χώρα ενδιαφέροντος και ανά χρονική στιγμή ώστε να επιχειρηθεί η αποτύπωση των αντίστοιχων συγκρίσεων.

2.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα δεδομένα της μελέτης συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων Datastream και αφορούν στοιχεία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων επιχειρήσεων τριών χωρών και πιο συγκεκριμένα της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας. Το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος αγγίζει τις 1039, εκ των οποίων 420 δραστηριοποιούνται στη Γερμανία, 449 στη Γαλλία και 170 στην Ιταλία. Παράλληλα, τα δεδομένα αφορούν δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές και πιο συγκεκριμένα το

2010 και το 2015. Στους Πίνακες 1, 2 και 3 παρουσιάζονται οι κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων του δείγματος όπως προκύπτει από τη βάση δεδομένων Datastream, ο αριθμός των επιχειρήσεων κάθε κλάδου καθώς και το αντίστοιχο ποσοστό των επιχειρήσεων κάθε κλάδου επί του συνόλου του δείγματος ανά χώρα. Αξίζει να σημειωθεί ότι το δείγμα των δεδομένων σταχυολογήθηκε ώστε να απαλειφθούν επιχειρήσεις οι οποίες παρουσίαζαν ελλειπείς παρατηρήσεις.

Πίνακας 1: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Γερμανίας

Sector	N	%
Aerospace and Defense	2	0.39
Alternative Energy	17	4.06
Automobiles and Parts	13	3.01
Beverages	11	2.62
Chemicals	19	4.45
Construction and Materials	17	3.93
Electricity	7	1.57
Electronic and Electrical Equipment	20	4.71
Financial Services (Sector)	1	0.13
Fixed Line Telecommunications	1	0.26
Food and Drug Retailers	4	0.92
Food Producers	9	2.23
Forestry and Paper	3	0.65
Gas, Water and Multiutilities	5	1.18
General Industrials	3	0.65
General Retailers	18	4.32
Health Care Equipment and Services	17	3.93
Household Goods and Home Construction	13	3.14
Industrial Engineering	32	7.73
Industrial Metals and Mining	3	0.79
Industrial Transportation	9	2.10
Leisure Goods	6	1.44
Media	29	6.94
Mining	5	1.18
Mobile Telecommunications	6	1.31
Oil and Gas Producers	3	0.65
Oil Equipment and Services	1	0.26
Personal Goods	19	4.58
Pharmaceuticals and Biotechnology	19	4.45
Software and Computer Services	57	13.62
Support Services	19	4.58
Technology Hardware and Equipment	17	4.06
Travel and Leisure	17	4.06
Total	420	100.00

Πίνακας 2: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Γαλλίας

Sector	N	%
Aerospace and Defense	9	2.00
Alternative Energy	2	0.45

Automobiles and Parts	8	1.78
Beverages	9	2.00
Chemicals	10	2.23
Construction and Materials	13	2.90
Electricity	10	2.23
Electronic and Electrical Equipment	23	5.12
Fixed Line Telecommunications	3	0.67
Food and Drug Retailers	4	0.89
Food Producers	21	4.68
Forestry and Paper	2	0.45
Gas, Water and Multiutilities	5	1.11
General Industrials	8	1.78
General Retailers	17	3.79
Health Care Equipment and Services	16	3.56
Household Goods and Home Construction	14	3.12
Industrial Engineering	15	3.34
Industrial Metals and Mining	1	0.22
Industrial Transportation	11	2.45
Leisure Goods	15	3.34
Media	41	9.13
Mining	4	0.89
Mobile Telecommunications	1	0.22
Non-Equity Investment Instruments	1	0.22
Oil and Gas Producers	2	0.45
Oil Equipment and Services	6	1.34
Personal Goods	19	4.23
Pharmaceuticals and Biotechnology	18	4.01
Real Estate Investment and Services	2	0.45
Real Estate Investment Trusts	1	0.22
Software and Computer Services	71	15.81
Support Services	28	6.24
Technology Hardware and Equipment	22	4.90
Travel and Leisure	17	3.79
Total	449	100.00

Πίνακας 3: Κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων της Ιταλίας

Sector	N	%
Alternative Energy	2	1.18
Automobiles and Parts	7	4.12
Beverages	1	0.59
Chemicals	1	0.59
Construction and Materials	11	6.47
Electricity	13	7.65
Electronic and Electrical Equipment	8	4.71
Fixed Line Telecommunications	2	1.18
Food and Drug Retailers	2	1.18
Food Producers	8	4.71
Gas, Water and Multiutilities	7	4.12
General Industrials	1	0.59
General Retailers	7	4.12
Health Care Equipment and Services	3	1.76
Household Goods and Home Construction	9	5.29
Industrial Engineering	12	7.06
Industrial Transportation	8	4.71
Leisure Goods	1	0.59
Media	17	10.00

Oil and Gas Producers	1	0.59
Oil Equipment and Services	3	1.76
Personal Goods	13	7.65
Pharmaceuticals and Biotechnology	3	1.76
Software and Computer Services	13	7.65
Support Services	6	3.53
Technology Hardware and Equipment	4	2.35
Travel and Leisure	7	4.12
Total	170	100.00

2.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Το οικονομετρικό υπόδειγμα το οποίο θα χρησιμοποιηθεί ώστε να αποτυπωθεί ο βαθμός ικανότητας της εκτίμησης της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει τρεις ανεξάρτητες μεταβλητές και βασίζεται σε εκείνο των Barth et al. (1999), όπως έχει επίσης χρησιμοποιηθεί από τους Ballas & Hevas (2005) και λαμβάνει την εξής μορφή:

$$MV_{it} = a_0 + a_1 \times BOOK_{it} + a_2 \times NI_{it}^a + a_3 \times ACC + e_{it}$$

Όπου:

MV: Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων

BOOK: Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων

NI^a: Τα υπερκανονικά κέρδη τα οποία ορίζονται ως τα έσοδα μείον την κανονική απόδοση της λογιστικής αξίας των μετοχών

ACC: Το σύνολο των δεδουλευμένων στοιχείων των εσόδων (accruals)

e: Ο διαταρακτικός όρος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

3.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ

Ξεκινώντας την παράθεση των αποτελεσμάτων της οικονομετρικής εφαρμογής και εστιάζοντας στις βασικές περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών του υπό εξέταση υποδείγματος παρατίθενται ο μέσος, ο διάμεσος, η ελάχιστη και μεγίστη τιμή τους καθώς και η τυπική απόκλιση. Παράλληλα, παρουσιάζονται για κάθε μεταβλητή τα μέτρα που αναφέρονται στην κατανομή των δεδομένων όπως οι συντελεστές κύρτωσης και ασυμμετρίας για κάθε μια εκ των τριών χωρών υπό μελέτη για τις διαφορετικές χρονικές στιγμές του 2010 και του 2015.

Όπως παρουσιάζεται στους πίνακες 4 και 5 για τις περιπτώσεις της Γερμανίας και της Γαλλίας, η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (MV), καθώς και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (BOOK) σημειώνουν υψηλότερη μέση τιμή το 2015 σε σχέση με το 2010 με τις δύο μεταβλητές να παρουσιάζουν δεξιά/θετική ασυμμετρία καθώς ο αντίστοιχος συντελεστής λοξότητας να είναι υψηλότερος του μηδενός τόσο για το 2010 όσο και για το 2015. Παράλληλα, ο συντελεστής κύρτωσης είναι υψηλότερος του 3 και ως εκ τούτου οι συγκεκριμένες μεταβλητές παρουσιάζουν λεπτόκυρτη κατανομή. Αντίθετα, για τις μεταβλητές των υπερκανονικών εσόδων και των accruals προκύπτει υψηλότερη μέση τιμή το 2010 σε σχέση με το 2015 η οποία αξίζει να σημειωθεί ότι είναι αρνητική για την περίπτωση των accruals και στις δύο χρονικές στιγμές. Η μεταβλητή NI παρουσιάζει και στις δύο χρονικές στιγμές δεξιά/θετική ασυμμετρία και λεπτόκυρτη κατανομή, ενώ η μεταβλητή ACC παρουσιάζει αριστερή/αρνητική ασυμμετρία και λεπτόκυρτη κατανομή τόσο για το 2010 όσο και για το 2015.

Εξάλλου, ελαφρώς διαφοροποιημένα παρατηρούνται να είναι τα αποτελέσματα των περιγραφικών στατιστικών που προκύπτουν για την περίπτωση των επιχειρήσεων της Ιταλίας. Η πρώτη διαφοροποίηση που προκύπτει αφορά τη μεταβλητή της λογιστικής αξίας των αγοραίων κεφαλαίων (BOOK) στην οποία περίπτωση παρατηρείται

ελαφρώς υψηλότερος μέσος όρος για το 2010 σε σχέση με το 2015. Παράλληλα, παρατηρείται ότι η μεταβλητή NI παρουσιάζει αριστερή/αρνητική ασυμμετρία για το 2015 διαφοροποιούμενη από τα αποτελέσματα του 2015 αλλά και από τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων της Γερμανίας και της Γαλλίας.

Πίνακας 4: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Γερμανίας

		Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
2010	MV	2,117,316.00	85,205.50	67,351,479.00	205.00	7,837,916.00	5.58	36.31
	BOOK	1,204,422.00	50,790.00	45,978,000.00	-1,611,304.00	4,849,363.00	6.39	48.56
	NI	139,735.50	3,535.40	6,358,880.00	-433,840.00	614,911.60	6.78	54.76
	ACC	-193,315.20	-2,822.50	738,000.00	-13,036,000.00	1,015,303.00	-8.55	90.17
2015	MV	3,117,922.00	125,238.50	95,760,556.00	100.00	11,528,216.00	5.56	35.94
	BOOK	1,505,675.00	60,371.50	80,500,000.00	-1,489,499.00	6,452,291.00	7.53	73.03
	NI	127,610.70	3,092.76	7,665,680.00	-5,611,760.00	762,706.10	4.70	53.45
	ACC	-171,231.30	-4,404.00	8,202,000.00	-15,261,000.00	1,314,581.00	-6.99	84.54

Πίνακας 5: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Γαλλίας

		Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
2010	MV	2,350,991.00	83,258.00	88,703,126.00	218.00	8,417,677.00	6.21	48.06
	BOOK	1,469,698.00	57,416.00	62,204,000.00	-2,154,188.00	5,809,152.00	7.48	68.53
	NI	147,946.20	3,784.00	9,510,160.00	-1,372,800.00	681,590.90	8.44	95.44
	ACC	-209,416.30	-5,034.00	1,450,000.00	-10,468,000.00	937,132.60	-7.34	65.13
2015	MV	3,158,027.00	129,656.00	102,000,000.00	144.00	10,564,921.00	6.01	46.60
	BOOK	1,684,290.00	77,121.00	85,186,974.00	-2,516,000.00	6,491,567.00	7.87	81.93
	NI	112,729.80	4,301.44	5,425,200.00	-4,499,440.00	569,544.80	3.25	42.03
	ACC	-264,596.40	-5,470.00	1,768,000.00	-14,444,000.00	1,237,426.00	-8.64	89.18

Πίνακας 6: Περιγραφικές στατιστικές δεδομένων της Ιταλίας

		Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
--	--	------	--------	---------	---------	-----------	----------	----------

2010	MV	1,607,680.00	147,951.00	59,191,571.00	5,360.00	5,876,552.00	7.07	61.70
	BOOK	1,345,517.00	122,270.50	51,206,000.00	-91,968.00	5,430,365.00	7.14	57.79
	NI	126,889.60	3,903.24	6,395,840.00	-585,159.50	649,500.60	7.78	67.63
	ACC	-229,508.30	-14,866.00	149,767.00	-8,376,000.00	994,727.70	-6.55	47.68
2015	MV	1,980,501.00	158,748.50	49,695,734.00	2,125.00	6,032,104.00	5.25	34.06
	BOOK	1,312,168.00	128,100.00	51,753,000.00	-121,421.00	5,051,397.00	7.58	68.01
	NI	11,705.14	4,189.24	2,967,360.00	-7,242,400.00	622,952.10	-8.59	111.26
	ACC	-341,432.20	-14,626.50	151,000.00	-19,775,000.00	1,795,286.00	-8.62	86.00

3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΝ

Στη συνέχεια της ανάλυσης αποτυπώνοντας και ερμηνεύοντας τις αντίστοιχες μήτρες συσχετίσεων κατά Spearman για τις εταιρίες της κάθε χώρας μελέτης για τις δύο εξεταζόμενες χρονικές στιγμές, παρατηρείται ότι υπάρχει θετικός αλλά εξαιρετικά υψηλός βαθμός στατιστικά σημαντικής συσχέτισης των μεταβλητών MV και BOOK για το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών τόσο για το 2010 όσο και για το 2015 με τους αντίστοιχους συντελεστές να αγγίζουν ή να ξεπερνούν το 0,9. Ελαφρώς χαμηλότερη είναι η ένταση της συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών MV και NI με τους αντίστοιχους συντελεστές να είναι σταθερά θετικοί και στατιστικά σημαντικοί, ενώ αντίστοιχης φύσης παρατηρείται να είναι η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών BOOK και NI. Αντίθετα, προκύπτει αρνητική και σταθερά στατιστικά σημαντική συσχέτιση των μεταβλητών MV, BOOK και NI με τη μεταβλητή που αποτυπώνει τα συνολικά δεδουλευμένα των επιχειρήσεων ACC στις περιπτώσεις και των τριών χωρών τόσο για το 2010 όσο και για το 2015.

Πίνακας 7: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Γερμανίας

		MV	BOOK	NI	ACC
2010	MV	1.000			
	BOOK	0.919*	1.000		
	NI	0.759*	0.771*	1.000	
	ACC	-0.451*	-0.460*	-0.264*	1.000
2015		MV	BOOK	NI	ACC
	MV	1.000			

	BOOK	0.917*	1.000		
	NI	0.733*	0.706*	1.000	
	ACC	-0.524*	-0.498*	-0.295*	1.000

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Πίνακας 8: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Γαλλίας

		MV	BOOK	NI	ACC
	MV	1.000			
2010	BOOK	0.921*	1.000		
	NI	0.697*	0.690*	1.000	
	ACC	-0.705*	-0.684*	-0.426*	1.000
		MV	BOOK	NI	ACC
	MV	1.000			
2015	BOOK	0.899*	1.000		
	NI	0.731*	0.709*	1.000	
	ACC	-0.627*	-0.621*	-0.382*	1.000

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Πίνακας 9: Μήτρα συσχετίσεων των δεδομένων της Ιταλίας

		MV	BOOK	NI	ACC
	MV	1.000			
2010	BOOK	0.899*	1.000		
	NI	0.725*	0.711*	1.000	
	ACC	-0.604*	-0.649*	-0.375*	1.000
		MV	BOOK	NI	ACC
	MV	1.000			
2015	BOOK	0.890*	1.000		
	NI	0.633*	0.618*	1.000	
	ACC	-0.635*	-0.625*	-0.235*	1.000

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

3.3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Εστιάζοντας στην παράθεση των αποτελεσμάτων εκτίμησης του προκαθορισμένου στη μελέτη υποδείγματος με τη χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων και προχωρώντας σε κριτική σύγκριση των προκύπτων συντελεστών τόσο για τις δύο υπό μελέτη χρονικές στιγμές όσο και ανάμεσα στις χώρες της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας παρουσιάζονται οι πίνακες 10, 11 και 12 των εκτιμήσεων.

Πίνακας 10: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Γερμανίας

	2010			2015		
	Coefficient	t-Statistic	R ²	Coefficient	t-Statistic	R ²
C	344,714.400	2.482**		473,288.500	2.252**	
BOOK	0.543	4.839*	0.877	0.680	12.130*	0.870
NI	6.437	10.161*		9.035	20.317*	
ACC	-1.134	-3.958*		-2.735	-11.837*	

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

**Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας 11: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Γαλλίας

	2010			2015		
	Coefficient	t-Statistic	R ²	Coefficient	t-Statistic	R ²
C	401,257.100	2.737*		588,800.500	2.804*	
BOOK	0.704	9.407*	0.873	1.181	16.447*	0.836
NI	4.085	7.840*		5.868	11.649*	
ACC	-1.485	-5.625*		0.309	0.969	

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Πίνακας 12: Εκτίμηση υποδείγματος παλινδρόμησης για τα δεδομένα της Ιταλίας

	2010			2015		
	Coefficient	t-Statistic	R ²	Coefficient	t-Statistic	R ²
C	390,546.900	3.141*		346,870.400	2.090**	
BOOK	0.022	0.167	0.931	1.316	10.814*	0.884
NI	5.467	6.339*		1.800	4.934*	
ACC	-2.150	-5.932*		0.336	0.882	

*Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

**Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Αρχικά όσον αφορά τη Γερμανία παρατηρείται ότι το σύνολο των εκτιμημένων συντελεστών κρίνονται στατιστικά σημαντικοί τόσο για το 2010 όσο και για το 2015. Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι συμφωνούν με την υπάρχουσα βιβλιογραφία καθώς παρατηρείται ότι τα πρόσημα των συντελεστών α_1 και α_2 των μεταβλητών BOOK και NI είναι θετικά σηματοδοτώντας τη θετική επίδραση της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων καθώς και του επιπέδου των υπερκανονικών εσόδων στα επίπεδα της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Αντίθετα, προκύπτει αρνητική επίδραση της μεταβλητής που αποτυπώνει τα accruals προς την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων τόσο για το 2010 όσο και για το 2015. Συγκρίνοντας τους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος παρατηρείται ότι για την περίπτωση των δεδομένων που αφορούν τη Γερμανία, αυτοί λαμβάνουν υψηλότερες για το 2015 σε σχέση με το 2010 σηματοδοτώντας ποσοτικά ισχυρότερη επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών προς την εξαρτημένη. Αντίθετα, παρατηρείται ότι ο συντελεστής προσδιορισμού του εκτιμηθέντος υποδείγματος για το 2010 είναι υψηλότερος σε σχέση με το 2015 με τη συγκεκριμένη όμως διαφοροποίηση να μην είναι ιδιαίτερα μεγάλη καθώς η μεταβλητότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών εξηγεί το 87,7% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης για το 2010 και το 87,0% το 2015.

Ανάλογα παρατηρείται να είναι τα αποτελέσματα της εφαρμογής της παλινδρόμησης με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων στην περίπτωση των δεδομένων που αφορούν επιχειρήσεις της Γαλλίας για το 2010. Οι συντελεστές της παλινδρόμησης καθίστανται στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 1% με τα πρόσημα των συντελεστών α_1 και α_2 να είναι θετικά υποδηλώνοντας θετική επίδραση των μεταβλητών BOOK και NI προς τη μεταβλητή MV και το πρόσημο του συντελεστή α_3 να είναι αρνητικό υποδηλώνοντας αρνητική επίδραση της μεταβλητής ACC προς την εξαρτημένη. Ο συντελεστής προσδιορισμού λαμβάνει και σε αυτή την περίπτωση υψηλή τιμή καθώς ισούται με 0,873 σηματοδοτώντας την υψηλή επεξηγηματικότητα του υποδείγματος. Παράλληλα, προκύπτει ότι και για το 2015 οι συντελεστές α_1 και α_2 καθίστανται στατιστικά σημαντικοί και παρουσιάζουν θετικό πρόσημο λαμβάνοντας όμως υψηλότερες τιμές σε σχέση με το 2010. Αντίθετα ο συντελεστής α_3 της μεταβλητής ACC δεν καθίσταται στατιστικά σημαντικός και ως εκ τούτου δεν παρατηρείται επίδραση των συνολικών δεδουλευμένων προς την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων. Ως συνέπεια της μη στατιστικά σημαντικής επίδρασης της

μεταβλητής ACC προς την εξαρτημένη προκύπτει η ελαφρώς μειωμένη επεξηγηματικότητα του υποδείγματος παλινδρόμησης με τον αντίστοιχο συντελεστή προσδιορισμού να λαμβάνει τιμή ίση με 0,836.

Στη συνέχεια, σε σχέση με τα αποτελέσματα που αφορούν τις επιχειρήσεις της Ιταλίας, αρχικά παρατηρείται ότι για το 2010 μολονότι ο συντελεστής α_1 της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνει θετικό πρόσημο αυτός δεν καθίσταται στατιστικά σημαντικός. Αντίθετα επιβεβαιώνεται η θετική επίδραση της μεταβλητής BOOK, καθώς και η αρνητική επίδραση της μεταβλητής των υπερκανονικών εσόδων προς τη μεταβλητή MV με τους αντίστοιχους συντελεστές α_1 και α_3 να καθίστανται στατιστικά σημαντικοί. Στον αντίποδα, για το 2015 προκύπτει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση των μεταβλητών BOOK και NI προς την εξαρτημένη, ενώ δεν παρατηρείται επίδραση της μεταβλητής ACC προς τη μεταβλητή MV. Ο συντελεστής προσδιορισμού λαμβάνει εξαιρετικά υψηλές τιμές και για τις δύο περιπτώσεις σηματοδοτώντας την υψηλή επεξηγηματικότητα της μεταβλητότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών προς τις μεταβολές της εξαρτημένης, ενώ μάλιστα αξίζει να σημειωθεί ότι το 2010 λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του καθώς ισούται με 0,931.

Τέλος, συγκρίνοντας κάθετα τα αποτελέσματα της εφαρμογής των παλινδρομήσεων ανάμεσα στις τρεις υπό εξέταση χώρες προκύπτει ότι για το 2010, ο συντελεστής α_1 λαμβάνει υψηλότερη τιμή για την περίπτωση της Γαλλίας ενώ ακολουθεί η Γερμανία, ενώ δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική επίδραση της μεταβλητής BOOK προς την εξαρτημένη για την περίπτωση της Ιταλίας. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα αντιστρέφονται το 2015 καθώς ο συντελεστής α_1 λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του στην περίπτωση των δεδομένων που αφορούν την Ιταλία. Οι μεταβολές των υπερκανονικών εσόδων ασκούν υψηλότερου μεγέθους επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή στη περίπτωση της Γερμανίας τόσο για το 2010 όσο και για το 2015, ενώ όσον αφορά την επίδραση των accruals προς την εξαρτημένη μεταβλητή αυτή παρατηρείται ότι είναι ιδιαίτερα υψηλότερη για την περίπτωση της Ιταλίας με το συντελεστή α_3 να λαμβάνει τη χαμηλότερη απόλυτη τιμή του στην περίπτωση της Γερμανίας. Αντίθετα, για το 2015 ο συντελεστής α_3 δεν καθίσταται στατιστικά σημαντικός για τις περιπτώσεις της Ιταλίας και της Γαλλίας, ενώ λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του στην περίπτωση της Γερμανίας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η συνάφεια των λογιστικών μεγεθών που διαμορφώνονται από την πληροφόρηση που παρέχεται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων αποτελεί βασικό συστατικό της ποιότητάς τους. Οι ενεργοί επενδυτές και άλλες ομάδες ενδιαφέροντος στρέφονται στα διάφορα λογιστικά μεγέθη για να εκτιμήσουν την αξία των επιχειρήσεων και, έτσι, να λάβουν ορθολογικές αποφάσεις. Ένα σημαντικό μέρος της σχετικής ερευνητικής βιβλιογραφίας εστιάζει στο ρόλο των κερδών, χωρίς ωστόσο να υπάρχει σαφής συναίνεση μεταξύ των ερευνητών σχετικά με τη συνάφειά τους. Στο πλαίσιο αυτό, τα accruals, ως η διαφορά μεταξύ των καθαρών κερδών και των ταμειακών ροών, αναβαθμίζουν σημαντικά το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών, καθώς με αυτά αντιμετωπίζονται τα προβλήματα χρονισμού που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές, με αποτέλεσμα τα λογιστικά κέρδη να έχουν καλύτερη προβλεπτική ικανότητα όσον αφορά τα μελλοντικά.

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η διερεύνηση της τυχόν επιπλέον πληροφόρησης που παρέχεται από τα accruals στο λογιστικό υπόδειγμα αποτίμησης που στηρίζεται στα κέρδη και στα ίδια κεφάλαια. Για το σκοπό αυτό εφαρμόστηκε το αντίστοιχο οικονομετρικό υπόδειγμα, του οποίου τα accruals αποτελούν ανεξάρτητη μεταβλητή, χρησιμοποιώντας διαστρωματικά δεδομένα ετήσιας βάσης σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές (2010 και 2015), και εκτιμώντας τις διαφοροποιήσεις που υφίστανται τόσο ανάμεσα στα δύο έτη όσο και μεταξύ των χωρών υπό εξέταση. Τα δεδομένα αφορούν 1039 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους σε τρεις ευρωπαϊκές χώρες (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία). Σύμφωνα με τα ερευνητικά αποτελέσματα και όσον αφορά τους ελέγχους συσχετίσεων που διενεργήθηκαν, αρχικά, διαπιστώθηκε ότι η αγοραία και λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων συσχετίζονται θετικά και στατιστικά σημαντικά σε όλες τις χώρες και στις δύο χρονικές στιγμές, ενώ αντίστοιχη σχέση παρατηρήθηκε και μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των υπερκανονικών κερδών. Αντίθετα, τα accruals φάνηκε να έχουν αρνητική επίδραση στην αγοραία και λογιστική αξία, καθώς και στα υπερκανονικά κέρδη.

Εκτιμώντας το υπόδειγμα παλινδρόμησης, στην έρευνα διαπιστώθηκε ότι στην περίπτωση των γερμανικών επιχειρήσεων, η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων και

τα υπερκανονικά κέρδη έχουν θετική επίδραση στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων και στα δύο έτη, σε αντίθεση με τα accruals, τα οποία ασκούν αρνητική επιρροή, με μία διαφοροποίηση ωστόσο να παρατηρείται στην ισχύ της μεταξύ των δύο ετών. Ανάλογα ευρήματα βρέθηκαν και στην περίπτωση των γαλλικών επιχειρήσεων, με το συντελεστή των accruals να λαμβάνει αρνητική τιμή, αν και για το 2015 δεν καθίσταται στατιστικά σημαντικός. Όσον αφορά το δείγμα των ιταλικών επιχειρήσεων, τα accruals βρέθηκαν να μην επιδρούν στατιστικά σημαντικά στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, σημαντικές διαφοροποιήσεις εντοπίστηκαν μεταξύ των τριών χωρών όσον αφορά τις τιμές που λαμβάνει το R^2 , υποδηλώνοντας διαφορές στα λογιστικά συστήματα που εφαρμόζονται σε κάθε χώρα. Πράγματι, στη μελέτη βρέθηκε ότι η επίδραση των accruals στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των τριών υπό εξέταση χωρών, καθώς αν και ο συντελεστής της εν λόγω μεταβλητής λαμβάνει αρνητικές τιμές σε όλες τις περιπτώσεις, μεγαλύτερη ισχύ της επιρροής της διαπιστώθηκε στην Ιταλία και μικρότερη στη Γερμανία για το 2010, ενώ για το 2015 δεν παρατηρήθηκε στατιστική σημαντικότητα για τις ιταλικές και γαλλικές επιχειρήσεις.

Συνολικά, στην παρούσα έρευνα αναδείχθηκαν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών όσον αφορά την εκτίμηση της αξίας των μετοχών και τη σχετική επίδραση των accruals, όπως έχει επισημανθεί και στην προηγούμενη ερευνητική βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, έχει βρεθεί ότι η συνάφεια των κερδών είναι ασθενέστερη σε χώρες που εφαρμόζουν λογιστικά πρότυπα που διαμορφώνονται από τον ιδιωτικό τομέα (Ball et al., 2000), καθώς και σε αυτές των οποίων τα χρηματοπιστωτικά συστήματα βασίζονται στη λειτουργία ενός μικρού αριθμού τραπεζών (Ali & Hwang, 2000). Επίσης, έχει επισημανθεί ότι σε χώρες με αδύναμο θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά την προστασία των μετόχων, η χρήση της αρχής του δεδουλευμένου επηρεάζει αρνητικά τη συνάφεια των οικονομικών καταστάσεων (Mingyi, 2000). Τα παρόντα ευρήματα συμφωνούν με αυτά των Ballas & Hevas (2005), οι οποίοι διαπίστωσαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών όσον αφορά την επίδραση των accruals στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η επεξηγηματικότητα του οικονομετρικού υποδείγματος που εφαρμόστηκε, βάσει των συντελεστών του R^2 , δεν διαφοροποιείται ιδιαίτερα μεταξύ Ιταλίας, Γαλλίας και Γερμανίας, υποδεικνύοντας πιθανόν τη θετική επίδραση της υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων.

Επιπλέον, από τα ευρήματα της έρευνας μπορεί να υποστηριχθεί ότι η ενσωμάτωση της μεταβλητής των accruals προσθέτει επιπλέον πληροφοριακό περιεχόμενο στην αποτίμηση της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου, όπως έχει επισημανθεί και από προηγούμενες έρευνες (Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001; Xie, 2001; Carnes, 2006). Από την άλλη πλευρά, η αρνητική επίδραση των accruals στην αξία αυτή των ιδίων κεφαλαίων πιθανόν υποδηλώνει την ύπαρξη μιας ανωμαλίας στην αγορά, δεδομένου ότι υψηλά επίπεδα accruals φανερώνουν χαμηλότερης ποιότητας κέρδη (Dechow & Dichev, 2002). Με άλλα λόγια, το εύρημα αυτό πιθανόν καταδεικνύει ότι στις χώρες που εξετάστηκαν δραστηριοποιούνται περισσότερο εξειδικευμένοι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι είναι σε θέση να μην υπερτιμούν την αξία των accruals, αναγνωρίζοντας ότι αυτή μπορεί να οφείλεται και σε πρακτικές χειραγώγησης κερδών ή να επηρεάζεται από προβλήματα χρονισμού μεταξύ ταμειακών εισροών και εκροών.

Εν κατακλείδι, στην παρούσα εργασία αναδείχθηκε το πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals και εντοπίστηκαν διαφοροποιήσεις μεταξύ των τριών ευρωπαϊκών χωρών που εξετάστηκαν όσον αφορά την εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων που αντικατοπτρίζει την αξία των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η έρευνα χαρακτηρίζεται από ορισμένους περιορισμούς, με σημαντικότερους εξ αυτών το περιορισμένο δείγμα των χωρών που μελετήθηκαν, το ότι το οικονομετρικό υπόδειγμα εφαρμόστηκε αποκλειστικά σε δύο χρονικές στιγμές με ετήσιες παρατηρήσεις, καθώς και το γεγονός ότι δεν ελήφθησαν υπόψη τυχόν διαφοροποιήσεις μεταξύ των κλάδων. Επίσης, σημαντικό περιορισμό της έρευνας αποτελεί το ότι εξετάστηκε αποκλειστικά μόνο ένα οικονομετρικό υπόδειγμα, χωρίς να ενσωματώνονται επιπλέον μεταβλητές που ασκούν επιρροή στην εκτίμηση της αξίας των εταιριών.

Για το λόγο αυτό, η μελλοντική έρευνα μπορεί να χρησιμοποιήσει εναλλακτικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις, εστιάζοντας στις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ της αξίας των επιχειρήσεων και των υπόλοιπων λογιστικών μεγεθών. Ιδιαίτερα όσον αφορά στα accruals, ερευνητικό ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η διερεύνηση της επιμέρους επιρροής του διαφοροποιούμενου και μη διαφοροποιούμενου μέρους τους, ένας διαχωρισμός που σχετίζεται άμεσα με τις πρακτικές χειραγώγησης των κερδών εκ μέρους των επιχειρήσεων. Επίσης, η μελλοντική έρευνα μπορεί να εξετάσει το ρόλο των θεσμικών επενδυτών όσον αφορά στην προβλεπτική ικανότητα των σχετικών λογιστικών μεγεθών, καθώς και την επιρροή του βαθμού εξειδίκευσης του

επενδυτικού κοινού. Τέλος, ερευνητικό ενδιαφέρον εντοπίζεται και στο πεδίο της υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων και των σχετικών διαφοροποιήσεων που υπάρχουν μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών στο σύνολό τους.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ahmed, A., Nainar, S., & Zhang, X. (2006). Further evidence on analyst and investor misweighting of prior period cash flows and accruals. *The International Journal of Accounting*, 41, 51-74.

Ali, A., & Hwang, L. S. (2000). Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1-21.

Ali, A., Hwang, L. S., & Trombley, M. A. (2001). Accruals and future stock returns: Tests of the naïve investor hypothesis. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(2), 161-181.

Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013). Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 113-129.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.

Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51.

Ballas, A. A., & Hevas, D. L. (2005). Differences in the valuation of earnings and book value: Regulation effects or industry effects? *The International Journal of Accounting*, 40(4), 363-389.

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77-104.

Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. M., & Landsman, W. R. (2002). *Constraints on accrual components of earnings in equity valuation*. SSRN paper.

Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

- Barth, M., Cram, D., & Nelson K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, 76, 27-58.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1), 7-27.
- Beneish, M., & Vargus, M. (2002). Insider trading, earnings quality and accrual mispricing. *Accounting Review*, 77, 755-791.
- Bodnar, G. M., & Weintrop, J. (1997). The valuation of the foreign income of US multinational firms: A growth opportunities perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 69-97.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. A. (1986). Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. *Accounting Review*, 713-725.
- Bradshaw, M., Richardson, S., & Sloan, R. (2001). Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research*, 39, 45-74.
- Brown, W. D., He, H., & Teitel, K. (2006). Conditional conservatism and the value relevance of accounting earnings: An international study. *European Accounting Review*, 15(4), 605-626.
- Callen, J. L., HOPE, O. K., & Segal, D. (2005). Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 377-412.
- Carnes, T. A. (2006). Unexpected changes in quarterly financial-statement line items and their relationship to stock prices. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 10(3), 99-116.
- Chan, K., Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79, 1041-1083.

Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 289-324.

Collins, D., & Hribar, P. (2001). Earnings – based and accrual – based market anomalies: One effect or two? *Journal of Accounting and Economics*, 29, 101-123.

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.

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

Dechow, P., Kothari, S., & Watts, P. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.

DeFond, M., & Park, C. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The Accounting Review*, 76, 375-404.

Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: one anomaly or two? *The Accounting Review*, 79, 355-385.

Fairfield, P., Whisenant, J., & Yohn, T. (2003). Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review*, 78, 353–371.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.

Hribar, P. (2000). *The market pricing of components of earnings*. Cornell University Working Paper.

IASB (2008). *Exposure Draft on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information*. London: IASB.

- Kothari, S. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105-231.
- Kothari, S. P., Loutskina, E., & Nikolaev, V. V. (2006). *Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly*, Center for Economic Research Discussion Paper No. 103, Tilburg University.
- Lev, B., & Nissim, D. (2006). The persistence of the accruals anomaly. *Contemporary Accounting Research*, 23(1), 193-226.
- Livnat, J., & Santicchia, M. (2006). Cash flows, accruals, and future returns. *Financial Analysts Journal*, 62, 48-61.
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46.
- Lobo, G., Song, M., & Stanford, M. (2011). Accruals quality and analyst coverage. *Journal of Banking and Finance*, 36, 497-508.
- Mingyi, H. (2000). Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 401-420.
- Nam, S., Brochet, F., & Ronen, J. (2012). The predictive value of accruals and consequences for market anomalies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 27(2), 151-176.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Ohlson, J. A., & Penman, S. H. (1992). Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(4), 553-573.
- Penman, S. H. (2001). On comparing cash flow and accrual accounting models for use in equity valuation: A response to Lundholm and O'Keefe. *Contemporary Accounting Research*, 18(4), 681-692.
- Pincus, M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2007). The accrual anomaly: International evidence. *The Accounting Review*, 82, 169-203.

- Ramakrishnan, R. T., & Thomas, J. K. (1998). Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 13(3), 301-336.
- Rayburn, J. (1986). The association of operating cash flow and accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*, 24, 112-133.
- Reichelstein, S. (2000). Providing managerial incentives: Cash flows versus accrual accounting. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 243-269.
- Richardson, S. Sloan, R. Soliman, M., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 437-485.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71, 289-315.
- Subramanyam, K. R., & Venkatachalam, M. (2007). Earnings, cash flows, and ex post intrinsic value of equity. *The Accounting Review*, 82(2), 457-481.
- Thomas, J., & Zhang, H. (2002). Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7, 163-187.
- Thomas, W. B. (1999). A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 28(3), 243-267.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76, 357-373.
- Xu, R., & Lacina, M. (2009). Explaining the accrual anomaly by market expectations of future returns and earnings. *Advances in Accounting*, 25, 190-199.
- Zach, Z. (2005). *Inside the accrual anomaly*. Washington University Working Paper.
- Zhang, Y., & Cready, W. (2007). *Do speculative short sellers detect earnings management?* SUNY at Binghamton Working Paper.