



## **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

### **ΠΜΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

#### **ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ :**

**“Διερεύνηση της σχέσης μεταξύ λογιστικών κερδών και  
χρηματιστηριακών αποδόσεων.”**

**ΚΑΡΑΜΠΕΛΑ ΔΙΟΝΥΣΙΑ- ΓΕΩΡΓΙΑ ( ΜΑΕ 09013 )**

**Επιβλέπων καθηγητής :**

**ΓΚΛΕΖΑΚΟΣ ΜΙΧΑΗΛ**

**Τριμελής Επιτροπή :**

**Καθηγητής κ. ΓΚΛΕΖΑΚΟΣ ΜΙΧΑΗΛ  
Καθηγητής κ. ΤΣΙΜΠΟΣ ΚΛΕΩΝ  
Επικ. Καθηγήτρια κ. ΒΕΡΟΠΟΥΛΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ**

**Ιούνιος 2012**

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Μιχάλη Γκλεζάκο, για την καθοδήγηση και την υποστήριξη του, κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας. Επίσης, αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω τους γονείς μου για τις πολύτιμες συμβουλές τους και για τη διαρκή τους υποστήριξη, η συμβολή των οποίων ήταν καθοριστική για την επιτυχή διεκπεραίωση των σπουδών μου.

Τέλος θέλω να ευχαριστήσω τους φίλους και τους συναδέλφους μου, για τα όμορφα φοιτητικά χρόνια που περάσαμε μαζί.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία εξετάστηκε η επίδραση που έχουν τα λογιστικά κέρδη στις αποδόσεις των μετοχών. Επειδή από τη σχετική ανάλυση δεν προέκυψε κάποια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών, η ανάλυση επεκτάθηκε στη διερεύνηση της επιρροής άλλων δύο βασικών επιχειρησιακών μεταβλητών στις μετοχικές αποδόσεις: Της καθαρής λογιστικής θέσης και του κύκλου εργασιών.

Τα ευρήματα ήταν και πάλι αρνητικά και έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα συναφών εργασιών.

Μια πιθανή εξήγηση θα μπορούσε να είναι η έλλειψη αποτελεσματικότητας της χρηματιστηριακής μας αγοράς. Ενδέχεται, επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνας μας να επηρεάστηκαν σημαντικά από τη μη διαθεσιμότητα επαρκών δεδομένων ή να οφείλονται σε συγκυρίες που συνδέονται με την εξετασθείσα χρονική περίοδο.

## **SUMMARY**

The purpose of the current study was to measure the effect of accounting earnings on stock returns. Given that the performed analysis led to the conclusion that the relationship of the above parameters is not statistically significant, we extended our research to explore whether two other fundamental accounting parameters, namely book value and annual turnover, exert influence on stock returns.

The empirical findings were once again negative, contrary to the findings of similar studies.

A possible explanation could be the lack of efficiency of our stock market. However it the possibility that our findings were affected by the availability of the necessary data shouldn't excluded. Also, the results of our study could be seriously affected by factors related to the time period of our sample.

ПАВЕЛЪНКО ТЕРА

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

---

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Σελ

Εισαγωγή.....	6
---------------	---

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

#### ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

2.1 Εισαγωγή.....	7
2.2 Έννοια και Χρησιμότητα των χρηματιστηρίων Αξιών.....	7
2.3 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	10
2.3.1 Τα μέλη του χρηματιστηρίου Αθηνών.....	12
2.3.2 Η κύρια αγορά και οι προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρίας στο ΧΑΑ.....	13
2.4 Οι Χρηματιστηριακοί Τίτλοι.....	14
2.4.1 Οι μετοχές και η διαδικασία εισαγωγής τους στο ΧΑΑ.....	15
2.4.2 Ομολογίες.....	17
2.5 Το τραπεζικό σύστημα.....	21
2.5.1 Νέες πηγές χρηματοδότησης.....	24
2.5.2 Ρευστότητα.....	25
2.5.3 Νέες υπηρεσίες στην επενδυτική τραπεζική.....	26
2.5.4 Συστατικά του κεφαλαίου των τραπεζών.....	27
2.5.5 Εποπτεία των τραπεζών.....	28

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Η απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων.....	30
3.1.1 Ισολογισμός.....	31
3.1.2 Περιουσιακά Στοιχεία.....	32
3.1.3 Οι Υποχρεώσεις της Επιχείρησης.....	34
3.1.4 Ίδια κεφάλαια.....	35
3.1.5 Μέρη στα οποία διαιρείται το Ενεργητικό και το Παθητικό.....	35
3.2 Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως.....	36
3.2.1 Έννοια εσόδου, κόστους και εξόδου.....	38
3.2.2 Διάκριση των εσόδων, του κόστους και των εξόδων.....	39
3.2.3 Το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως.....	40
3.2.4 Έκτακτα Αποτελέσματα.....	42
3.2.5 Συντελεστής καθαρού κέρδους.....	43
3.3 Η σημασία των κερδών για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.....	43
3.4 Ο κυρίαρχος ρόλος του E.V.A στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.....	44
3.5 Ο Δείκτης Τιμής προς Κέρδη ( P / E ).....	46
3.5.1 Προσδιορισμός P / E Στατικών Εταιριών.....	46
3.5.2 Θεμελιώδες P / E δυναμικών εταιριών.....	47
3.5.3 Προβλήματα από τη χρησιμοποίηση Ιστορικών, Δημοσιευμένων P / E....	48
3.5.4 Χρησιμότητα του ( Θεμελιώδους ) P / E στην Αποτίμηση μετοχών.....	48
3.5.5 Προσδιορισμός του κόστους του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας.....	49
3.5.6 Συμπεράσματα.....	50
3.5.7 Η χρήση του πολλαπλασιαστή κερδών στην επενδυτική απόφαση.....	50

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 Μελέτες ερευνητών και τα συμπεράσματά τους.....	52
4.2 Παρατηρήσεις μελετών που αφορούν παράγοντες που επηρεάζουν τη σχέση αποδόσεων μετοχών και λογιστικών κερδών.....	56

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 Η ανάλυση παλινδρόμησης.....	58
5.2 Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων.....	59
5.3 Διαστήματα εμπιστοσύνης για τις παραμέτρους του απλού γραμμικού μοντέλου.....	61
5.4 Πίνακας Ανάλυσης Διασποράς.....	64
5.5 Έλεγχος F για τη σημαντικότητα της παλινδρόμησης.....	65
5.6 Συντελεστής Προσδιορισμού $R^2$ .....	66
5.7 Η πολλαπλή παλινδρόμηση και οι βασικές της υποθέσεις.....	66
5.8 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της μεθόδου.....	67
5.9 Το Δείγμα και η μεθοδολογία της έρευνας.....	68

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 Εισαγωγή.....	68
6.2 Ανάλυση της επίδρασης των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών.....	68
6.3 Ανάλυση της επίδρασης των κερδών της προηγούμενης περιόδου στις αποδόσεις των μετοχών.....	70
6.4 Ανάλυση της επίδρασης της καθαρής θέσης στις αποδόσεις των μετοχών.....	71
6.5 Ανάλυση της επίδρασης του κύκλου εργασιών στις αποδόσεις των μετοχών.....	72

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Ανακεφαλαίωση – Συμπεράσματα.....	74
-----------------------------------	----

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των μεταπτυχιακών σπουδών μου στο τμήμα Αναλογιστική Επιστήμη και Διοικητική Κινδύνου και αφορά στην μελέτη δύο μεγεθών, τα οποία είναι τα λογιστικά κέρδη των επιχειρήσεων και οι αποδόσεις των μετοχών τους.

Στόχος της εργασίας αυτής είναι να ενημερωθούμε εκτενώς για τον τρόπο της σωστής αξιολόγησης των λογιστικών κερδών και το ρόλο που διαδραματίζουν στις αποδόσεις των μετοχών με σκοπό την επίτευξη μελλοντικών επενδύσεων.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας παρατίθεται μια εισαγωγή στην έννοια του Χρηματοπιστωτικού συστήματος και ακολουθεί η παρουσίαση του Χρηματιστηρίου Αξιών και του Τραπεζικού συστήματος. Ακολουθεί αναλυτική περιγραφή των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων και δίνεται έμφαση στη σημασία των κερδών για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας, παρουσιάζεται η βιβλιογραφία που αναφέρεται στη συσχέτιση των λογιστικών κερδών και των αποδόσεων των μετοχών. Γίνεται επίσης αναφορά στη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την περάτωση της μελέτης, στην ανάλυση του δείγματος και στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων του. Στη συνέχεια ακολουθεί η σύγκριση αποτελεσμάτων με προηγούμενες μελέτες.

Η εργασία ολοκληρώνεται με γενικά συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

#### 2.1 Εισαγωγή

Οι επιχειρήσεις, στα πλαίσια του ρόλου τους, αγοράζουν υπηρεσίες από τους ιδιώτες και πρώτες ύλες, καταβάλλοντας τους το σχετικό αντάλλαγμα. Παράλληλα χρησιμοποιούν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών, είτε ως ίδια κεφάλαια είτε ως δανειακά, αμείβοντας τους με τόκους και μερίσματα. Από την άλλη πλευρά, οι ιδιώτες αγοράζουν τα αγαθά που παράγουν οι επιχειρήσεις, πληρώνοντας σε αυτές την αξία τους, η οποία προσδιορίζεται από το μηχανισμό των τιμών. Αυτές οι χρηματικές σχέσεις που δημιουργούν χρηματικές ροές από και προς τους ιδιώτες και από και προς τις επιχειρήσεις, αποτελούν τον Κύκλο του Χρήματος. Για να λειτουργήσει ο κύκλος του χρήματος, είναι αναγκαίο να δραστηριοποιηθούν στην αγορά οι μηχανισμοί διανομής αγαθών και συγκέντρωσης – ανακατανομής των διαθέσιμων κεφαλαιακών πόρων, οι οποίοι είναι :

- Τα δίκτυα Διανομής
- Το χρηματοοικονομικό σύστημα ( Πιστωτικά ιδρύματα – Χρηματιστηριακές Αγορές ).

Το χρηματοοικονομικό σύστημα περιλαμβάνει τα πιστωτικά ιδρύματα και τα χρηματιστήρια αξιών και παραγώγων.

#### 2.2 Έννοια και Χρησιμότητα των χρηματιστηρίων Αξιών

Τα Χρηματιστήρια είναι μια οργανωμένη και ελεγχόμενη αγορά κινητών αξιών ( αξιόγραφων ), οι τιμές των οποίων προσδιορίζονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν αντικείμενο τα Χρηματιστηριακά πράγματα τα οποία είναι οι κινητές αξίες. Κινητές αξίες είναι οι τίτλοι, που εκδίδουν το Κράτος, Δημόσιοι Οργανισμοί, Τράπεζες, Ανώνυμες Εταιρίες και που παρέχουν ορισμένα δικαιώματα στους κατόχους τους. Οι κινητές αξίες είναι κυρίως οι μετοχές, οι ομολογίες και τα ομόλογα. Αυτές τις αξίες τις αποκαλούμε γενικώς χρεόγραφα.

Προσφέρουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους. Το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου ( ιδιαίτερα της αγοράς κεφαλαίου ). Το Χρηματιστήριο είναι η επίσημη δευτερογενής αγορά για τα αξιόγραφα των εταιριών που είναι ήδη εισαγμένες σ' αυτό. Στο Χρηματιστήριο κάθε εργάσιμη ημέρα εκτελούνται πράξεις και διαμορφώνονται οι τιμές αγοράς των αξιόγραφων που διακινούνται σ' αυτό.

Οι υπηρεσίες που προσφέρουν τα Χρηματιστήρια Αξιών στους επενδυτές σε γενικές γραμμές είναι οι εξής :

- Παρέχουν την αναγκαία τεχνική υποδομή για την πραγματοποίηση συναλλαγών επί τίτλων.
- Οργανώνουν, επιβλέπουν και ελέγχουν τις συναλλαγές ώστε να αποκλειστούν ( κατά το δυνατό ) κερδοσκοπικές ενέργειες εις βάρος των επενδυτών.
- Διασφαλίζουν ( στο μέτρο του δυνατού ) τη φερεγγυότητα των τίτλων επί των οποίων πραγματοποιούνται συναλλαγές ( μέσω περιορισμών για την εγγραφή και παραμονή των αντίστοιχων εταιριών στο Χρηματιστήριο ).
- Παρέχουν πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με τις πραγματοποιούμενες συναλλαγές ( π. χ ημερήσιες τιμές, αξία συναλλαγών κ.λ.π ).

Οι τίτλοι που γίνονται αντικείμενα συναλλαγής στο Χρηματιστήριο, είτε είναι νέοι, δηλαδή εκδίδονται για πρώτη φορά, είτε είναι παλαιοί δηλαδή έχουν εκδοθεί σε προηγούμενο χρόνο.

Στην πρώτη περίπτωση, η τιμή του αξιόγραφου είναι γνωστή και παραμένει αμετάβλητη για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, το οποίο καθορίζεται από τους ανάδοχους και την εταιρία, τα αξιόγραφα της οποίας διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά. Οι συναλλαγές επί των τίτλων αυτών συνιστούν την Πρωτογενή Αγορά και έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων αξιόγραφων ή την απόσυρση παλαιών. Η δημιουργία νέων αξιόγραφων έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση κεφαλαίων από τους νέους αγοραστές ( επενδυτές ) στον εκδότη αυτών των αξιόγραφων. Τα αξιόγραφα ομόλογα ή ομολογίες αποσύρονται όταν ο εκδότης αυτών καταβάλλει τον τόκο της τελευταίας περιόδου και ένα χρηματικό ποσό ίσο με την ονομαστική αξία του χρεογράφου ( αν αυτά εξοφλούνται στο άρτιο ). Οι κύριοι πρωταγωνιστές στην αγορά αυτή είναι οι εκδότριες εταιρίες ( ιδιωτικές ή δημόσιες ), οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Οι επενδυτές ή αγοραστές αξιόγραφων αγοράζουν τα νέα αξιόγραφα από τους αντιπροσώπους των εταιριών που τα έχουν εκδώσει. Οι αντιπρόσωποι συνήθως είναι οι ανάδοχοι, οι Τράπεζες και το Χρηματιστήριο Αξιών. Τα χρήματα από την πώληση των νέων αξιόγραφων εισπράττονται από τον εκδότη των αξιόγραφων.

Από την άλλη πλευρά, οι πράξεις επί παλαιών τίτλων που πραγματοποιούνται μεταξύ επενδυτών ( οι τίτλοι « αλλάζουν χέρια » ), συνιστούν τη Δευτερογενή Αγορά. Η αγορά αυτή δίνει την ευχέρεια στους επενδυτές να ρευστοποιήσουν τους τίτλους τους, να επενδύσουν σε συνδυασμό τίτλων, να αλλάξουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους κ.λ.π. Έτσι, οι επενδυτές ενθαρρύνονται να επενδύσουν στην πρωτογενή αγορά αφού δεν είναι υποχρεωμένοι να δεσμεύουν τα επενδύσιμα κεφάλαιά τους για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Αντίθετα αυτοί έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν με δικά τους κριτήρια τον ορίζοντα της επένδυσής τους, δεδομένου ότι η δευτερογενής αγορά τους επιτρέπει τη ρευστοποίηση των τίτλων τους σε επίπεδο ημέρας. Στην προκειμένη περίπτωση οι συναλλαγές με αξιόγραφα δε δημιουργούν νέα αξιόγραφα, απλά τα υπάρχοντα αλλάζουν ιδιοκτήτες. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν άμεσα την εταιρία που τα έχει εκδώσει. Ο εκδότης δεν εισπράττει νέα χρήματα. Τα χρήματα εισπράττονται από τον πωλητή και καταβάλλονται από τον νέο αγοραστή. Η εκδότρια εταιρία επηρεάζεται έμμεσα ( αλλά σημαντικά ) με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιόγραφων στη δευτερογενή αγορά ( κυρίως στο Χρηματιστήριο Αξιών ) επηρεάζουν την αγοραία αξία ( χρηματιστηριακή ) της εταιρίας.

Η συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών δεν εξαντλείται στον εφοδιασμό των οικονομικών μονάδων με ίδια και μακροπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια. Λόγω της προτίμησης που δείχνουν οι επενδυτές στις μονάδες με τις σχετικά καλύτερα προοπτικές, χρηματοδοτούνται κατά προτεραιότητα εκείνες που λειτουργούν αποτελεσματικότερα και δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους. Έτσι στο βαθμό που οι εισηγμένες εταιρίες είναι αρκετές και εκπροσωπούν σημαντικό μέρος της οικονομικής δραστηριότητας, το χρηματιστήριο συμβάλλει ουσιαστικά στην οικονομική ανάπτυξη, διότι ευνοεί την επιλεκτική τροφοδότηση των επιχειρήσεων με αποταμιευτικό κεφάλαιο, δίνοντας την ευκαιρία στις σχετικά δυναμικότερες να διαμορφώσουν υγιείς κεφαλαιακές δομές και να αναπτυχθούν ταχύτερα και ασφαλέστερα.

Η χρησιμότητα οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών είναι ιδιαίτερα σημαντική για την εταιρία, για τους επενδυτές καθώς και για την εθνική οικονομία.

Για την εταιρία :

- ✓ Παρέχουν τα μέσα και τον τρόπο διαμόρφωσης αντικειμενικών τιμών.
- ✓ Αν λειτουργούν σωστά, οι χρηματιστηριακές τιμές αντιπροσωπεύουν την καλύτερη εκτίμηση για την οικονομική αξία των αξιόγραφων και τη συνολική οικονομική αξία της εταιρίας.
- ✓ Διευκολύνουν τις εταιρίες στην άντληση νέων κεφαλαίων ( με την έκδοση νέων αξιόγραφων ) από την πρωτογενή αγορά κεφαλαίου.
- ✓ Βοηθούν την εταιρία να προσδιορίσει το κόστος κεφαλαίου για αξιολόγηση νέων επενδυτικών έργων.
- ✓ Βοηθούν τις εταιρίες να εξαγοράσουν άλλες εταιρίες με έκδοση νέων αξιόγραφων.

Για τους επενδυτές :

- ✓ Η ύπαρξη οργανωμένων αγορών αξιόγραφων δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης στους επενδυτές.
- ✓ Η ποικιλία αξιόγραφων στο Χρηματιστήριο δημιουργεί πολλαπλούς συνδυασμούς απόδοσης και κινδύνου που επιτρέπουν την καλύτερη επιλογή χαρτοφυλακίων.
- ✓ Παρέχουν τα απαιτούμενα στοιχεία στους μετόχους ( τιμή αξιόγραφων, προσδιορισμός κινδύνου και απαιτούμενης απόδοσης ) για την αποτελεσματική παρακολούθηση της εταιρίας.
- ✓ Καθιστούν τα εισαγμένα σ' αυτό αξιόγραφα εμπορεύσιμα επιτρέποντας έτσι την άμεση ρευστοποίησή τους.
- ✓ Συμμετέχουν, αναλογικά, στα κέρδη, κίνδυνο και καθαρή θέση της εταιρίας.
- ✓ Διευκολύνουν όλους όσους θέλουν να αναβάλουν τη δαπάνη των υπαρχόντων σήμερα χρηματικών πλεονασμάτων επενδύοντας αυτά με σκοπό τη μεγαλύτερη μελλοντική κατανάλωση.
- ✓ Διευκολύνουν όλους όσους θέλουν και μπορούν να καταναλώσουν σήμερα περισσότερο απ' ό,τι τους επιτρέπουν τα εισοδήματά τους.

Για την εθνική οικονομία :

- ✓ Καθιστούν ελκυστική την αγορά νέων τίτλων στην πρωτογενή αγορά χρεογράφων, διευκολύνοντας έτσι νέες εταιρίες να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο για πρώτη φορά. Ταυτόχρονα επιτρέπουν τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων με νέα κεφάλαια και για τις ήδη εισαγμένες και για τις νεοεισαγμένες εταιρίες.

- ✓ Παρέχει τα μέσα για τη δημιουργία νέων επενδύσεων σε πάγια στοιχεία ( μηχανήματα, εργαλεία, βιομηχανικό εξοπλισμό κ.α ).
- ✓ Διευκολύνει την αποταμίευση επειδή δεν αναγκάζει τους συμμετέχοντες να αποφασίσουν, σε μια δεδομένη στιγμή, αμετάκλητα για την αναβολή της κατανάλωσης. Σε καλές οργανωμένες και επίσημες αγορές αξιόγραφων, οι έχοντες αγοράσει αξιόγραφο μπορούν να τα ρευστοποιήσουν άμεσα.
- ✓ Η διαμόρφωση αντικειμενικών τιμών επιτρέπει τη μέτρηση αντικειμενικών αγοραίων αναμενόμενων αποδόσεων, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση των επιδόσεων, των υπεύθυνων α) των εισαγμένων εταιριών, β) των θεσμικών επενδυτών, γ) των δημοσίων επιχειρήσεων. Παρέχονται με άλλα λόγια αντικειμενικά μέτρα για την αξιολόγηση σημαντικών τομέων της Εθνικής Οικονομίας.
- ✓ Η μεγάλη ποικιλία συνδυασμών απόδοσης και κινδύνου επιτρέπουν στους υπεύθυνους των ταμείων συντάξεως να αξιοποιήσουν τα κεφάλαια τους αποτελεσματικά στα πλαίσια των αρχών του Χαρτοφυλακίου.

### **2.3 Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

Η ελληνική κοινότητα της Βιέννης κατά το 18<sup>ο</sup> αιώνα, γνώρισε μεγάλη ακμή και πέτυχε να συγκεντρώσει στα χέρια της όλη σχεδόν την εμπορική κίνηση της πόλης. Πολύ κοντά στην ελληνική εκκλησία της Βιέννης, υπήρχε ένα πολύ μικρό γωνιακό καφενείο, το ονομαζόμενο « Café Grec », στο οποίο πραγματοποιούνταν χρηματιστηριακές πράξεις με την ευρύτερη έννοια. Αυτό ήταν και το πρώτο ελληνικό χρηματιστήριο που δημιουργήθηκε από Έλληνες της διασποράς, αφού η πατρίδα τότε βρισκόταν υπό τουρκική κατοχή. Το 1864 στην Ερμούπολη της Σύρου που αποτελούσε την πρώτη ναυτική και εμπορική πόλη της Ελλάδος, πραγματοποιούνταν αξιολογή συναλλακτική κίνηση με ξένα νομίσματα σε ελεύθερη διαπραγμάτευση και τιμές που διέφεραν από τις επίσημες. Την εποχή εκείνη εκδιδόταν στη Σύρο και μια εφημερίδα με το όνομα « Χρηματιστήριο », χωρίς όμως να υπάρχει πραγματικό χρηματιστήριο. Από το 1868 οι πλούσιοι Συριανοί σε συνεργασία με το Δήμαρχο Πειραιώς, σχεδίαζαν την ίδρυση χρηματιστηρίου για τη διαπραγμάτευση της Εθνικής τράπεζας, της Ελληνικής Ατμοπλοϊκής εταιρίας και ενός ομολογιακού δανείου ύψους 6.000.000 δρχ. Στον Πειραιά ιδρύθηκε το πρώτο χρηματιστηριακό μέγαρο. Πολύ σύντομα όμως περιέπεσε σε απραξία, αφού με τις 15.000 κατοίκους που είχε τότε ο Πειραιάς, το χρηματιστήριο ήταν πολυτέλεια. Αυτά συνέβησαν στον Πειραιά. Ας δούμε τι γινόταν και στη μικρή τότε Αθήνα, πρωτεύουσα του ελληνικού κράτους. Στις αρχές του 1870 η κυβέρνηση Ζαΐμη, έταξε ως κύριο έργο της την τακτοποίηση των δημόσιων οικονομικών με την έκδοση ομολογιών. Στο καφενείο « Η Ωραία Ελλάς » που βρισκόταν στο κέντρο της πόλης ( γωνία Ερμού και Αιόλου ) δημιουργήθηκε η εμπορική λέσχη « Ερμής », όπου οι έμποροι καθημερινά διαπραγματεύονταν, μεταξύ άλλων υποθέσεων τους και τις ομολογίες των εκδιδόμενων δανείων. Έτσι με τον καιρό αναπτύχθηκε η διάθεση για συστηματική συναλλαγή των χρεογράφων. Με την ίδρυση της Τράπεζας Βιομηχανικής Πίστεως, τον Οκτώβριο του 1872 και πολλών ανωνύμων μεταλλευτικών εταιριών οι χρηματιστηριακές πράξεις διεξάγονται σε όλη την τότε ελληνική επικράτεια. Στα τέλη του 1873 σχεδόν 10.000 μετοχές της ανωνύμου εταιρίας Μεταλλουργείων Λαυρίου αποτελούν σχεδόν αποκλειστικό αντικείμενο της λέσχης. Ο τότε Πρωθυπουργός Δεληγιώργης μελετά την ίδρυση χρηματιστηρίου, σκέψη που υλοποιήθηκε τρία χρόνια αργότερα επί κυβερνήσεως Αλ. Κουμουνδούρου με

απόφαση του υπουργικού συμβουλίου και έκδοση βασιλικού διατάγματος στις 30/09/1876. Ο πρώτος κανονισμός του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δημοσιεύτηκε στις 12/11/1876. Σύντομα όμως αυτός ο κανονισμός οδηγήθηκε σε αδράνεια εξαιτίας της χρηματιστηριακής απραξίας εκείνης της εποχής και τελικά αντικαταστάθηκε από ένα νεότερο και πιο πλήρη που δημοσιεύτηκε στις 11/1/1880. ο τελευταίος αυτός κανονισμός επέτρεπε τις συναλλαγές σε εμπορεύματα, συνάλλαγμα και χρεόγραφα. Επίσης όριζε τα καθήκοντα των μεσιτών, τον τρόπο διεκπεραίωσης συναλλαγών, τα καθήκοντα επιτροπής του Χρηματιστηρίου κ.α. τα επίσημα εγκαίνια του Χρηματιστηρίου έγιναν στις 2/5/1880. Εγκαταστάθηκε στην οικία Μελά, επί της πλατείας Κοτζιά. Το 1890 μεταφέρθηκε στην οικία Νοταρά, όπου βρίσκεται σήμερα το κεντρικό κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1891 έως το 1931 λειτούργησε στην οδό Πεσμαζόγλου και από το 1934 έως σήμερα σε κτίριο ιδιοκτησίας της Εθνικής Τράπεζας, επί της οδού Σοφοκλέους 10, γι' αυτό και το ΧΑΑ συνηθίζεται να αποκαλείται γενικά « Η Σοφοκλέους ».

Το 1995 με το Ν. 2324 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία, με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1997 με το Ν. 2533 τίθεται το πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου. Το 2000 αποφασίζεται η εισαγωγή των μετοχών του Χρηματιστηρίου στην Κύρια Αγορά. Για το λόγο αυτό ιδρύθηκε η εταιρία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ( Ε.Χ.Α.Ε ) η οποία εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο τον Αύγουστο του 2000.

Το 2002 η εταιρία Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε συγχωνεύτηκε με απορρόφηση από την εταιρία Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε ( Χ.Α ). Η νέα εταιρία ονομάστηκε Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Σκοπός της εταιρίας είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών, επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, η προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Σήμερα το Χ.Α είναι Ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο την Ε.Χ.Α.Ε. Το Δ.Σ του Ελληνικού Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αποτελείται από έντεκα μέλη τριετούς θητείας. Ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζεται από τον Υπουργό Εθνική Οικονομίας έπειτα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Βουλής. Αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της εταιρίας, αρμόδιο για κάθε θέμα που αφορά τη λειτουργία της, ενώ έχει και τη γενική εποπτεία των εργασιών της. Στο Δ.Σ υπάρχουν ακόμα δύο Αντιπρόεδροι, οι οποίοι διορίζονται επίσης από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, ο οποίος διορίζει δύο ακόμα μέλη. Τα υπόλοιπα έξι μέλη διορίζονται ως εξής :

- Ένα μέλος από τους εργαζομένους του ΧΑΑ
- Ένα μέλος από την Τράπεζα της Ελλάδος
- Ένα μέλος από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
- Ένα μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών ( ΕΒΕΑ )
- Δύο μέλη από τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα πιστωτικά ιδρύματα κατά βάση συγκεντρώνουν κεφάλαια από τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν συγκυριακά ή μόνιμα πλεονάζουσα ρευστότητα ( διαθέσιμα υψηλότερα από τα αναγκαία ) και τα χορηγούν σε ιδιώτες και επιχειρήσεις που τα έχουν ανάγκη για μικρό ή μεγάλο χρονικό διάστημα. Τα πιστωτικά διαστήματα δανείζονται και δανείζουν για λογαριασμό τους. Αυτό σημαίνει ότι η

ανακατανομή της ρευστότητας γίνεται με δική τους ευθύνη και επομένως με δικό τους κίνδυνο.

Οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν μηχανισμούς οι οποίοι διευκολύνουν την επένδυση χρηματικών διαθέσιμων σε μετοχές και ομολογίες ( αγορές αξιών ) και την εξουδετέρωση χρηματοοικονομικών κινδύνων ( αγορές παραγώγων ).

Στα πλαίσια του χρηματοοικονομικού συστήματος και με στόχο την αποτελεσματική εξυπηρέτηση των επιχειρήσεων και των ιδιωτών, δραστηριοποιούνται « ενδιάμεσοι », δηλαδή ιδιώτες και επιχειρήσεις οι οποίοι λειτουργούν κατά κάποιο τρόπο ως δίκτυα των πιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματιστηριακών αγορών. Ενδεικτικά αναφέρονται οι επιχειρήσεις προώθησης τραπεζικών προϊόντων, οι χρηματιστηριακές εταιρίες.

### **2.3.1 Τα μέλη του χρηματιστηρίου Αθηνών**

Τα μέλη του Χρηματιστηρίου διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα.

#### **Τα τακτικά μέλη**

1. Η Χρηματιστηριακή Εταιρία είναι η ανώνυμη επενδυτική εταιρία με κύριο σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επίσης μπορεί να :
  - Παρέχει επενδυτικές συμβουλές για επενδύσεις σε χρηματιστηριακά πράγματα.
  - Διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών της αποτελούμενο από μετρητά, χρηματιστηριακά πράγματα και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων.
  - Φυλάσσει σαν θεματοφύλακας τους τίτλους πελατών της.
  - Παρέχει οποιαδήποτε κύρια ή παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία.
2. Ο χρηματιστής ο οποίος διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και πρέπει να έχει τα εξής προσόντα :
  - Να έχει ηλικία τουλάχιστον 25 ετών.
  - Να έχει πτυχιούχος Α.Ε.Ι ή Τ.Ε.Ι
  - Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις, αν έχει αυτήν την υποχρέωση, ή να έχει απαλλαγεί από αυτές.
  - Να μην έχει καταδικαστεί για αδικήματα τέτοια, που αποτελούν κώλυμα διορισμού σε θέση Δημοσίου Υπαλλήλου.
  - Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά, με πλήρη απασχόληση για μια τριετία τουλάχιστον, με χρηματιστηριακό αντικείμενο.

Ο διοριζόμενος νέος χρηματιστής είναι υποχρεωμένος πριν από την έναρξη των επαγγελματικών του εργασιών να καταβάλλει και να καταθέσει σαν εγγύηση, στο « Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών » την ατομική του μερίδα, της οποίας το ύψος κάθε φορά προσδιορίζεται έτσι ώστε να διασφαλίζονται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές. Αυτό ισχύει και για το Α.Χ.Ε.

Η κείμενη νομοθεσία ρυθμίζει τις λεπτομέρειες για την άψογη λειτουργία του Χρηματιστηρίου και τις υποχρεώσεις των Χρηματιστών και των χρηματιστηριακών εταιριών και προβλέπει σαν όργανα για την παρακολούθηση και τον έλεγχο τόσο των συναλλαγών όσο και των συνεδριάσεων του Χρηματιστηρίου, οι οποίες είναι Δημόσιες, το Διοικητικό συμβούλιο, την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς και τον Κυβερνητικό επόπτη. Οι υπηρεσίες του Χρηματιστηρίου διέπονται από εσωτερικό

οργανισμό και οι υπάλληλοί του υπάγονται στις διατάξεις του Κώδικα Δημοσίων Υπαλλήλων.

Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου ρυθμίζεται και από πρακτική Νομοθεσία. Σε πρώτη φάση γίνεται ο προσδιορισμός των Χρηματιστηριακών συναλλαγών, που είναι οι δικαιοπράξεις, που συνάπτονται χρηματιστηριακά. Αυτό προσδιορίζεται από τον τύπο της εκφώνησης και αντιφώνησης από χρηματιστή ή εκφωνητή, το χρόνο, τις ώρες συνεδρίασης και τον τόπο, που είναι η αίθουσα συναλλαγών του χρηματιστηρίου. Αν δεν πληρούνται αυτά τα στοιχεία οι συναλλαγές είναι άκυρες.

### **Τα έκτακτα μέλη**

Οι αντικρουστές, δηλαδή τα μέλη του ΧΑΑ είναι υπάλληλοι και βοηθούν τους χρηματιστές στο έργο τους, δεσμεύουν με τις πράξεις τους και τις συναλλαγές τους, τους χρηματιστές και τις χρηματιστηριακές εταιρίες, που είναι εργοδότες τους. Είναι υπάλληλοι που εξυπηρετούν έναν μόνο χρηματιστή ή ΑΧΕ. Παλαιότερα όταν εκφωνούσε εντολές στο χρηματιστηριακό κύκλο λεγόταν εκφωνητής.

### **2.3.2 Η κύρια αγορά και οι προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρίας στο ΧΑΑ**

Η κύρια αγορά του ΧΑΑ είναι η χρηματιστηριακή αγορά όπου διεξάγονται οι συναλλαγές σε αξίες κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις και εντός του χρηματιστηριακού νομικού πλαισίου.

Ως αξιόπιστο μέτρο καταγραφής των τάσεων των μετοχών των εισηγμένων εταιριών που διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά, υπάρχει ο Γενικός Δείκτης της κύριας αγοράς, όπου επιλέγονται οι 60 πρώτες μετοχές ( εύρωστες, δυναμικές εταιρίες ), οι οποίες και καλύπτουν τις συγκεκριμένες από το νόμο προϋποθέσεις εισαγωγής.

Οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή εταιρίας στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ είναι :

- Να διαθέτει τα προβλεπόμενα ίδια κεφάλαια κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, που ορίζεται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Να έχει δημοσιεύσει ως Α.Ε ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής και να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εταιρίας οι οποίες έχουν μικρότερο χρόνο ζωής μπορούν να εισαχθούν κατ' εξαίρεση μετά από απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της.
- Να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως. Σε περίπτωση που η εταιρία συντάσσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις , η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται κ σ' αυτές της ενοποίησης.
- Κατά την εισαγωγή της Α.Ε πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο ευρύ κοινό εκτός της ελληνικής επικράτειας ή επικράτειας άλλου ή άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Να υφίσταται σύμβαση με ανάδοχο πιστωτικό ίδρυμα, ΕΠΕΥ κλπ, που να εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση δια δημόσιας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρίας και την πληρότητα και ακρίβεια του

περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος είναι υποχρεωμένος να ανακοινώσει έως την προηγούμενη της έναρξης της δημόσια εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής ( όχι πάνω από το 10 % ). Η τιμή προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών ( book building ).

- Οι προς εισαγωγή μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερες διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες.
- Η αίτηση εισαγωγής στο ΧΑΑ πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί.
- Η νομική κατάσταση της εταιρίας και των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη προς τη νομοθεσία στην οποία υπόκειται.
- Η εταιρία πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό πρέπει να έχει δημοσιεύσει ένα ενημερωτικό δελτίο, που ενέκρινε το Δ.Σ του ΧΑΑ και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

#### **2.4. Οι Χρηματιστηριακοί Τίτλοι**

Χρηματιστηριακός τίτλος είναι ένα τυποποιημένο μεταβιβάσιμο έγγραφο το οποίο ενσωματώνει κάποια αξία, ως αποτέλεσμα των δικαιωμάτων που εξασφαλίζει στον κομιστή του. Λόγω της ποικιλίας των χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν οι επιμέρους τίτλοι, είναι αναγκαίο να αναφερθούν ταξινομημένοι σε ευρύτερες κατηγορίες, αντί να απαριθμηθούν μεμονωμένα

##### Κριτήριο κατάταξης

##### Είδος τίτλου

##### α) Φύση του εκδότη

\*Τίτλοι επιχειρήσεων

\*Τίτλοι Δημόσιου Τομέα (Δημόσιο, Δήμοι κ.λ.π.)

\*Όλα τα είδη τίτλων

\*Τίτλοι δανεισμού

##### β) Είδος δικαιώματος που παρέχεται στον εκδότη

\*Τίτλοι συμμετοχής στο κεφάλαιο

\*Τίτλοι δανεισμού

\* Μετοχές

Ομολογίες / Ομόλογα / Έντοκα  
Γραμμάτια /

Έντοκα γραμμάτια

\*Λοιποί τίτλοι

\* Μετατρέψιμα χρεόγραφα

\* Δικαιώματα (Options )

\*Συμβόλαια Μελλοντικής

Εκπλήρωσης (futures) κλπ

Η κατάταξη ενός τίτλου σε καθεμιά από τις πιο πάνω κατηγορίες εμπεριέχει μια αντίστοιχη πληροφορία γι' αυτόν. Ειδικότερα, η φύση του εκδότη έχει σχέση με το επίπεδο κινδύνου ( πιο ασφαλείς οι τίτλοι του Δημοσίου τομέα ), το δε είδος του παρεχόμενου δικαιώματος αποσαφηνίζει την κατηγορία του της επενδυτικής



ευκαιρίας που προσφέρεται και το είδος του κινδύνου που αναλαμβάνεται ( τοποθέτηση των κεφαλαίων με μορφή δανείου ή ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου μέσω συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης ).

Θα πρέπει να τονιστεί ότι το δεύτερο κριτήριο ( του παρεχόμενου δικαιώματος ) είναι σημαντικότερο διότι ομαδοποιεί τους τίτλους σε κατηγορίες που διαφέρουν ριζικά μεταξύ τους από άποψη επενδυτικών χαρακτηριστικών.

#### **2.4.1 Οι μετοχές και η διαδικασία εισαγωγής τους στο ΧΑΑ**

Ο τρόπος λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών και ιδιαίτερα η έννοια των τιμών αγοράς των μετοχών είναι σπουδαία σημασίας για τους ασχολούμενους με τη χρηματοοικονομική διοίκηση.

Οι μετοχές διακρίνονται σε ονομαστικές ή ανώνυμες, καθώς και σε κοινές ή προνομιούχες.

- Ονομαστικές είναι εκείνες οι μετοχές στο σώμα των οποίων αναγράφονται εκτός από τα στοιχεία της εταιρίας και τα στοιχεία του δικαιούχου.
- Ανώνυμες είναι εκείνες οι μετοχές οι οποίες φέρουν μόνο τα στοιχεία της εταιρίας, είναι δηλαδή στον κομιστή.
- Κοινές είναι εκείνες που έχουν δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρίας, συμμετέχουν στη διανομή των κερδών, έχουν δικαίωμα προτίμησης σε αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και δικαιούνται να συμμετέχουν στη διανομή των ιδίων κεφαλαίων της, σε περίπτωση εκκαθάρισης της.
- Προνομιούχες είναι οι μετοχές που συνήθως δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, παρέχουν όμως άλλα πλεονεκτήματα που καθορίζονται από το καταστατικό της εταιρίας. Τα πλεονεκτήματα αυτά είναι ότι προηγούνται των κοινών μετοχών στη διανομή μερίσματος και στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης της εταιρίας σε περίπτωση πτώχευσής της. Επίσης, είναι δυνατόν να δικαιούνται μερίσματος ακόμη και σε περιόδους κατά τις οποίες σημειώθηκαν ζημιές. Οι μετοχές αυτές είναι δυνατόν να δικαιούνται σωρευτικού μερίσματος για τις χρήσεις εκείνες κατά τις οποίες η εταιρία δε διανέμει μέρισμα.

Οι κοινές μετοχές είναι τίτλοι οι οποίοι αποδεικνύουν συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας και για το λόγο αυτό παρέχουν στους κομιστές τους ορισμένα δικαιώματα, όπως :

1. Συμμετοχή στα κέρδη της χρήσης, αφού πρώτα ικανοποιηθούν τα δικαιώματα των κομιστών ομολογιών και προνομιούχων μετοχών. Το μέρισμα είναι δυνατόν να καταβάλλεται και σε ( νέες ) μετοχές.
2. Κατά προτεραιότητα συμμετοχή στις εκδόσεις νέων μετοχών, εκτός από ειδικές περιπτώσεις ( εισαγωγή στο Χρηματιστήριο κλπ ) που έχει παραιτηθεί ρητά από το δικαίωμα αυτό, με απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρίας.
3. Συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης της επιχείρησης, αλλά μετά την ικανοποίηση όλων των άλλων δικαιούχων.
4. Συμμετοχή στο κυρίαρχο όργανο της εταιρίας, τη Γενική Συνέλευση, με δικαίωμα ψήφου.

Από την άποψη του επενδυτή, οι κοινές μετοχές είναι λιγότερο ασφαλείς σε σχέση με τις προνομιούχες και τις ομολογίες, διότι συμμετέχουν μετά από αυτές στο

πλεόνασμα της χρήσης και στη διανομή της περιουσίας. Όμως του παρέχουν δικαίωμα ψήφου και ακόμη, διατηρούν την προοπτική αποκόμισης υψηλών αποδόσεων στις περιπτώσεις που οι αντίστοιχες επιχειρήσεις ακολουθούν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και πραγματοποιούν μεγάλα κέρδη.

Από την άποψη της επιχείρησης, οι κοινές μετοχές δεν προκαλούν κινδύνους, όπως οι ομολογίες σε περίπτωση μη καταβολής τόκων, ούτε τη δεσμεύουν να καταβάλλει αναδρομικό μέρισμα ή τόκο, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των προνομιούχων μετοχών. Παρόλα αυτά, τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω της έκδοσης των μετοχών αυτών κοστίζουν τελικά περισσότερο από εκείνα που προέρχονται από άλλες πηγές. Πιο συγκεκριμένα όταν ένας επενδυτής αγοράζει κοινές μετοχές προσδοκά κάποια απόδοση που θα υπερβαίνει εκείνη των ( ασφαλέστερων ) τίτλων σταθερού εισοδήματος ( πχ ομολογίες ). η επαλήθευση των προσδοκιών του θα έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της τιμής της μετοχής στα αρχικά της επίπεδα ή και την αύξηση της. Μια τέτοια εξέλιξη προϋποθέτει ότι η επιχείρηση θα θεωρεί τις προσδοκώμενες από τους μετόχους της αποδόσεις ως κόστος των ιδίων της κεφαλαίων και θα κατορθώνει να καλύπτει ο κόστος αυτό. Αν το πετύχει θα μπορεί να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια από την αγορά ( όταν το θελήσει ), βρίσκοντας πρόθυμους αγοραστές για τις νέες μετοχές της και ακόμη θα τις διαθέσει σε αντίστοιχα υψηλές τιμές, περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό την αραιώση των δικαιωμάτων των μετοχών της.

Αντίθετα, η νοοτροπία ότι τα ίδια κεφάλαια έχουν χαμηλό κόστος, μπορεί να οδηγήσει σε πρόκριση δραστηριοτήτων αντίστοιχα χαμηλής απόδοσης, και επομένως σε αποτελέσματα που δεν θα ικανοποιούν τους μετόχους. Σε μια τέτοια περίπτωση θα ακολουθήσουν οι αντίστροφες από τις εξελίξεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω.

Η αποτίμηση της αξίας μιας μετοχής παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον, διότι αυτή διαμορφώνει τη χρηματιστηριακή τιμή της και επομένως συνδέεται με τη δυνατότητα αποκόμισης κερδών. Γι' αυτό το λόγο, πολλοί ερευνητές προσπάθησαν να εντοπίσουν τόσο τις μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν την αξία των μετοχών όσο και την μορφή ( και την έκταση ) της επιρροής που ασκούν σ' αυτή.

Πάντως, τα υποδείγματα που προτάθηκαν κατά καιρούς δεν είναι αποδεκτά από τη θεωρία, διότι η αξία μιας επιχείρησης X ( και κατ' επέκταση η αξία της μετοχής της επιχείρησης της ) διαμορφώνεται τόσο από τα δομικά στοιχεία της επιχείρησης όσο και από τις προοπτικές της, οι οποίες αλλάζουν διαρκώς, επηρεαζόμενες από τις εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Πχ η σημαντική άνοδος των τιμών του πετρελαίου σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, επηρέασε αντίστοιχα το κόστος παραγωγής πολλών κατηγοριών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα δε εκείνων που ασχολούνται με μεταφορές και παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας με πετρελαιομηχανές. Επίσης οι σημαντικές κλιματολογικές αλλαγές που εδραιώθηκαν κατά τα τελευταία χρόνια αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τις επιχειρήσεις του πρωτογενούς τομέα, τις ασχολούμενες με τον τουρισμό κλπ. και μάλιστα σε διαφορετικό βαθμό από χώρα σε χώρα. Ακόμη η φάση της επιχειρηματικής δραστηριότητας ( αρχική φάση λειτουργίας, ακμή, στασιμότητα, παρακμή ), η ανταγωνιστική κατάσταση της επιχείρησης, η είσοδος νέων μονάδων στον κλάδο, η υποκαταστασιμότητα των προϊόντων της, η ελαστικότητα ζήτησής τους κλπ διαφοροποιούν σε διαρκή βάση τις προοπτικές και επομένως την αξία της. Αν στα πιο πάνω προστεθούν οι επιδράσεις τυχαίων ή έκτακτων γεγονότων ( καταστροφές, ανακαλύψεις νέων υλικών, βίαιες ανατροπές των κοινωνικοοικονομικών δεδομένων από πολέμους, δικτατορίες κλπ ) και οι επιρροές των φάσεων του οικονομικού κύκλου σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι δε μπορεί να εντοπιστεί κάποια στατική

μαθηματική σχέση η οποία να επιτρέπει τη μέτρηση της αξίας μιας επιχείρησης σε ικανοποιητική προσέγγιση και μάλιστα σε μακροπρόθεσμη βάση.

Ένα χαρακτηριστικό υπόδειγμα αποτίμησης μετοχών που αναπτύχθηκε το 1962 στις ΗΠΑ από τους Whitbeck – Kisor :

$$(P/E) = a + a_1g_j + a_2b_j + a_3\sigma_j + e_j$$

$a, a_1, a_2, a_3$  : συντελεστές παλινδρόμησης

$\sigma_j$  : τυπική απόκλιση της ιστορικής ανάπτυξης κερδών

$e_j$  : αποκλίσεις από τις πραγματικές τιμές

οι συντελεστές των Whitbeck – Kisor , οι οποίοι υπολογίστηκαν με βάση τα δεδομένα της εποχής εκείνης για επιχειρήσεις που λειτουργούσαν στις ΗΠΑ ήταν οι εξής :

$$a = 8,2$$

$$a_1 = 1,5$$

$$a_2 = 6,7$$

$$a_3 = 0,2$$

Για να εισαχθεί μια μετοχή στο ΧΑΑ υπάρχουν κάποιες προϋποθέσεις, οι οποίες είναι :

- απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της εταιρίας για την εισαγωγή και την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.
- Απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου για τον τρόπο και τις διαδικασίες εισαγωγής με τη ποσότητα των νέων μετοχών, το είδος ( κοινές ή προνομιούχες ) των νέων μετοχών, την τιμή διάθεσης και το αναμενόμενο κεφάλαιο αύξησης.
- Ορισμό του αναδόχου της αύξησης.
- Σύνταξη ενημερωτικού δελτίου.
- Αίτηση της εταιρίας στο ΧΑΑ για εισαγωγή με κατάθεση πλήρη φακέλου.
- Έγκριση του ενημερωτικού δελτίου από το Δ.Σ του ΧΑΑ.
- Υποβολή του Ενημερωτικού Δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και έγκριση της έκδοσης με δημόσια εγγραφή.
- Απόφαση του Χρηματιστηρίου για το χρόνο της δημόσιας εγγραφής.
- Παράδοση στο Χρηματιστήριο φακέλου όπου και βρίσκονται τα ονόματα των μετοχών, η κάλυψη της έκδοσης, η διασπορά και ό, τι αναφέρει η χρηματιστηριακή νομοθεσία.

#### **2.4.2 Ομολογίες**

Οι ομολογίες είναι πιστοποιητικά χρέους με διάρκεια ζωής μεγαλύτερη από ένα έτος. Η έκδοση ομολογιών αντιπροσωπεύει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις δανείζονται χρήματα από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Με τον τρόπο αυτό ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη επιμερίζεται σε πολλούς επενδυτές. Με τα

ενιαία τραπεζικά δάνεια, ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη αναλαμβάνεται από τη δανείζουσα τράπεζα ή από τον όμιλο τραπεζών που έχουν δανείσει την επιχείρηση.

Ο εκδότης των ομολογιών αναλαμβάνει την υποχρέωση να εξυπηρετήσει πρώτα τις νόμιμες απαιτήσεις των ομολογιούχων, ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών της επιχείρησης και μετά τις απαιτήσεις των μετόχων. Αν η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να καταβάλλει τους τόκους και να εξοφλήσει το αρχικό ποσό του δανείου, οι ομολογιούχοι έχουν το δικαίωμα να προσφύγουν στο αρμόδιο Διοικητικό Δικαστήριο. Η παραπάνω αναφερθείσα υποχρέωση της εταιρίας, η καταβολή τόκων και η εξόφληση του δανείου ανεξάρτητα από το μέγεθος των κερδών, δημιουργεί ένα νέο είδος κινδύνου στα κέρδη των μετοχών. Ο κίνδυνος αυτός είναι γνωστός ως χρηματοδοτικός κίνδυνος. Ο άλλος βασικός κίνδυνος των κερδών των μετόχων, προέρχεται από την επίδραση όλων εκείνων των πολιτικών και οικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν της οικονομικές δραστηριότητες κάθε επιχείρησης. Ο κίνδυνος αυτός είναι γνωστός ως επενδυτικός ή επιχειρηματικός κίνδυνος.

Οι ομολογίες διακρίνονται σε ομολογίες σταθερής προσόδου και μεταβλητής προσόδου.

Με ομολογίες σταθερής προσόδου εννοούμε εκείνη την κατηγορία χρεογράφων το επιτόκιο των οποίων καθορίζεται κατά την έκδοσή τους και παραμένει σταθερό για όλη τη διάρκεια της ζωής τους. Με ομολογίες μεταβλητής προσόδου εννοούμε εκείνη την κατηγορία χρεογράφων για την οποία το επιτόκιο δεν παραμένει σταθερό διαχρονικά. Στην περίπτωση αυτή το επιτόκιο του πρώτου έτους είναι γνωστό κατά την έκδοση, τα δε επιτόκια των επόμενων ετών καθορίζονται περίπου τρεις ημέρες πριν από την αποκοπή του τοκομεριδίου της εκάστοτε τοκοφόρας περιόδου. Το επιτόκιο των επόμενων ετών είναι συνάρτηση ( του επιπέδου ) των επιτοκίων που θα επικρατήσουν στην αγορά τη χρονική στιγμή κατά την οποία καθορίζεται το επιτόκιο για την επόμενη τοκοφόρα περίοδο. Να τονίσουμε ότι και στις δύο κατηγορίες ομολογιών ισχύει η υποχρέωση της επιχείρησης να καταβάλλει τους τόκους ( και το κεφάλαιο ) στους ομολογιούχους πριν από την καταβολή των μερισμάτων. Ο τόκος προσδιορίζεται με βάση το επιτόκιο της έκδοσης, το οποίο μπορεί να είναι σταθερό ή μεταβλητό. Στη δεύτερη περίπτωση, αυτό προσδιορίζεται σε σχέση με κάποιο δείκτη αναφοράς ( πχ Euribor + 1 % ).

Οι ομολογίες εκδίδονται ονομαστικές ή ανώνυμες και φέρουν ειδικές αποδείξεις, τα τοκομερίδια. Κάθε απόδειξη χρησιμοποιείται για την είσπραξη του δεδουλευμένου τόκου μιας περιόδου. Ένας τίτλος μπορεί να είναι απλός, οπότε αντιπροσωπεύει μια ομολογία ή πολλαπλός, οπότε είναι ισοδύναμος με περισσότερες ομολογίες ( αντίστοιχο είναι και το ύψος των τόκων των συνημμένων τοκομεριδίων ).

Η επιστροφή του κεφαλαίου που δανείζεται ο εκδότης ομολογιών γίνεται εφάπαξ στο τέλος της δανειστικής περιόδου ή με περιοδικές κληρώσεις ή με σταδιακή απόσυρση ομολογιών ( πχ εξαγορά μέρους των κυκλοφορούντων ομολογιών απευθείας από τους ομολογιούχους – συνήθως καταβάλλεται κάποιο πριμ ) ή με πρόωρη απόσυρση των ομολογιών ( callable issues ).

Οι ομολογίες διακινούνται μέσω τραπεζών, από το χρηματιστήριο ή και άμεσα από τον εκδότη.

Ο κομιστής ομολογιών προσδοκά την αποκόμιση κερδών από δύο πηγές, τον τόκο και τη θετική μεταβολή ( αύξηση της τιμής τους ). Η τελευταία μπορεί να προκύψει σε περιπτώσεις όπου προσδοκούνται επίπεδα επιτοκίων δανεισμού κατώτερα εκείνου που προσφέρει το συγκεκριμένο ομολογιακό δάνειο.

Για παράδειγμα αν το επιτόκιο ομολογιών ονομαστικής αξίας 1000 € είναι 6 % και προσδοκάται ότι τα επιτόκια δανεισμού αντίστοιχης διάρκειας και κινδύνου θα

διαμορφωθούν σε 5 %, τότε οι ομολογίες αυτές θα ζητούνται σε τιμές ανώτερες των 1000 €, διότι για αποκόμιση ισόποσου εισοδήματος (  $6\% * 1000\text{ €} = 60\text{ €}$  ) θα απαιτείται υψηλότερη επένδυση (  $60\text{ €} : 5\% = 1200\text{ €}$  ).

Ένα δεύτερο στοιχείο που προσδιορίζει την επιθυμητότητα των ομολογιών είναι ο κίνδυνος μη ανταπόκρισης του εκδότη στις υποχρεώσεις του για την καταβολή των προβλεπόμενων τόκων και την αποπληρωμή του κεφαλαίου. Για παράδειγμα, οι κρατικές ομολογίες είναι οι σχετικά ασφαλέστερες ενώ οι ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων οι πιο ριψοκίνδυνες. Ακριβώς λόγω της κλιμάκωσης αυτής, οι ομολογίες κατατάσσονται από πλευράς έκτασης κινδύνου, σε κατηγορίες ισοδύναμου κινδύνου ( risk classes ).

Είναι φανερό ότι, όσο πιο ασφαλής θεωρείται μια ομολογία, τόσο περιορίζεται η ζητούμενη από τους επενδυτές αποδοτικότητα της. Το αντίστροφο, βέβαια, ισχύει για τις ομολογίες σχετικά υψηλού κινδύνου.

Για τη διασφάλιση των επενδυτών και επομένως για το περιορισμό του κόστους των ομολογιακών δανείων, αυτά καλύπτονται πολλές φορές με υποθήκες ή εκδίδονται με ρήτρα κάποιου ισχυρού νομίσματος ( πχ δολαρίου ).

Τέλος, για την προσέλκυση των αποταμιευτών, οι ομολογίες συνοδεύονται από διάφορα προνόμια, όπως η δυνατότητα μετατροπής τους σε μετοχές ( υπό όρους ), η εξόφλησή τους πάνω από την ονομαστική τους, η συμμετοχή τους σε λαχειοφόρες κληρώσεις κλπ.

Η διαπραγμάτευση των ομολογιακών τίτλων πραγματοποιείται τόσο εντός όσο και εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς. Στην Ελλάδα ο κύριος όγκος συναλλαγών για τίτλους αυτής της κατηγορίας πραγματοποιείται εκτός κύκλου, με αποτέλεσμα να μη λειτουργούν άμεσα και αποτελεσματικά οι μηχανισμοί προσαρμογής των τιμών και να δημιουργούνται με τον τρόπο αυτό ευκαιρίες για αξιόλογα κέρδη ή κίνδυνοι αντίστοιχων απωλειών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις περισσότερο αναπτυγμένες οικονομίες, η δευτερογενής αγορά ομολόγων έχει αξιόλογο μέγεθος και βάθος. Παρόλα αυτά σημαντικό μέρος των συναλλαγών επί ομολογιών παραμένει και εκεί εκτός χρηματιστηρίου ( πχ ΗΠΑ ).

Η βασική πληροφόρηση που παρέχεται για τα δεδομένα διαπραγμάτευσης μιας ομολογίας , είναι συναφής με εκείνη που αφορά τη διαπραγμάτευση των μετοχών. Ειδικότερα, αναφέρεται η τιμή του κλεισίματος, η μέγιστη, η ελάχιστη τιμή της ημέρας και ο όγκος των συναλλαγών. Τα στοιχεία αυτά συνοδεύονται συνήθως από την τρέχουσα αποδοτικότητα της ομολογίας, και βέβαια τα δεδομένα της έκδοσης. Η αναφορά στις τιμές γίνεται σε εκατοστιαία βάση. Ο τρόπος αυτός είναι συνηθισμένος στις ΗΠΑ.

### Παράδειγμα

Είδος	Τρέχουσα	Όγκος	Μέγιστη	Ελάχιστη	Τιμή
Ομολογίας	αποδοτικότητα	συναλλαγών	τιμή	τιμή	κλεισίματος
ATC 5s 19(*)	8,47%	276	83	82 <sup>3/8</sup>	82 <sup>5/8</sup>

Επειδή η ονομαστική αξία είναι συνήθως 1000 \$, το στοιχείο αυτό παραλείπεται ως αυτονόητο. Η ομολογία του πιο πάνω παραδείγματος, αποφέρει ετήσιο τόκο 1000 \$ \*

7 % = 70 \$. Η εκατοστιαία βάση στην οποία αναφέρονται οι τιμές εξυπηρετεί την άμεση αντίληψη της σχέσης μεταξύ τρέχουσας και ονομαστικής τιμής. Στο πχ η ένδειξη 83 σημαίνει 83 % της ονομαστικής αξίας ή 830 \$. Ανάλογη είναι η έννοια των ενδείξεων  $\frac{3}{8}$  και  $\frac{5}{8}$  82 82 .

Η αξία μιας ομολογίας είναι ίση με την παρούσα αξία των εισροών που αυτή εξασφαλίζει στον κομιστή της, ήτοι των περιοδικών τόκων και της ονομαστικής αξίας της στη λήξη της δανειστικής περιόδου :

$$P_t = \frac{T_1}{(1+r)} + \frac{T_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{T_n + OA}{(1+r)^n} \quad (\alpha)$$

Όπου :

$P_t$  : Η παρούσα αξία της ομολογίας, δηλαδή η τρέχουσα τιμή της.

$T_1, T_2, \dots, T_n$  : Ο ετήσιος τόκος των περιόδων 1, 2, ..., n αντίστοιχα.

$r$  : Ο συντελεστής προεξόφλησης των χρηματικών ροών.

$OA$  : Η ονομαστική αξία της ομολογίας.

Είναι προφανές ότι για ομολογίες σταθερού επιτοκίου θα ισχύει  $T_1 = T_2 = \dots = T_n$ . Στην περίπτωση αυτή, η πιο πάνω σχέση εκφράζεται ως εξής :

$$P_t = \sum_{t=1}^n \frac{T}{(1+r)^t} + \frac{OA}{(1+r)^n} \quad (\beta)$$

Όταν χρησιμοποιούνται πίνακες για τον προσδιορισμό της παρούσας, η (β) μπορεί να εκφραστεί πρακτικότερα, ως εξής :

$$P_t = T * \text{ΠΑ} ( \text{ράντας } 1, r, n ) + OA * \text{ΠΑ} ( 1, r, n ) \quad (\gamma)$$

όπου :

$\text{ΠΑ} ( \text{ράντας } 1, r, n )$  = Παρούσα αξία μιας χρηματικής ροής η οποία περιλαμβάνει την εισπραξη 1 ευρώ / έτος, επί n χρόνια, με συντελεστή προεξόφλησης r.

$\text{ΠΑ} ( 1, r, n )$  = Παρούσα αξία 1 ευρώ, το οποίο θα εισπραχθεί μετά n περιόδους, προεξοφλημένο με συντελεστή προεξόφλησης r.

Όταν ο τόκος καταβάλλεται κατά εξάμηνο, ισχύουν οι παρακάτω σχέσεις :

$$P_t = \sum_{t=1}^{2n} \frac{T/2}{(1+r/2)^t} + \frac{OA}{(1+r/2)^{2n}} \quad (\delta)$$

και

$$P_t = T * \text{ΠΑ} ( \text{ράντας } 1, r / 2, 2n ) + OA * \text{ΠΑ} ( 1, r / 2, 2n ) \quad (\epsilon)$$

Είναι προφανές ότι ανεξάρτητα με τη συχνότητα της καταβολής των τόκων ( π.χ ετησίως ), αν ο συντελεστής προεξόφλησης ισούται με το ονομαστικό επιτόκιο της έκδοσης, τότε η παρούσα αξία της ομολογίας δεν διαφέρει από την ονομαστική της αξία.

Αντίστοιχα θα ισχύουν τα εξής :

- Αν ο συντελεστής προεξόφλησης είναι μεγαλύτερος από το ονομαστικό επιτόκιο, η τρέχουσα αξία της ομολογίας θα υπολείπεται της ονομαστικής αξίας ( η ομολογία πωλείται σε discount ).
- Αν ο συντελεστής προεξόφλησης είναι μικρότερος από το ονομαστικό επιτόκιο, η τρέχουσα αξία είναι μεγαλύτερη της ονομαστικής ( η ομολογία πωλείται σε premium ).

### 2.5 Το τραπεζικό σύστημα

Οι τράπεζες, τα παλαιότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, έχουν υποστεί ραγδαίες αλλαγές όσον αφορά την αρχική τους λειτουργία. Από ανταλλάκτες και εκδότες χρημάτων, έχουν πλέον εξελιχθεί στους σημαντικότερους συλλέκτες και διανομείς των χρηματοοικονομικών πληροφοριών στην οικονομία. Οι τράπεζες δεν είναι μόνες στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, αλλά όλο και περισσότερο ανταγωνίζονται άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, όπως τα αποταμιευτικά ιδρύματα ( συμπεριλαμβανομένων των στεγαστικών ταμειυτηρίων και των κτηματικών τραπεζών ), τις πιστωτικές ενώσεις, τις επενδυτικές εταιρίες ( αμοιβαία κεφάλαια), τα αντισταθμιστικά ταμεία ( hedge funds ), τις χρηματοοικονομικές εταιρίες, τις ασφαλιστικές εταιρίες και άλλους χρηματοοικονομικούς ομίλους επιχειρήσεων και εταιρίες συμμετοχών.

Σήμερα, έχουν δημιουργηθεί πολλοί εξωτραπεζικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που ανταγωνίζονται τις τράπεζες στον χρηματοοικονομικό τομέα, προσφέροντας παρόμοιες υπηρεσίες και, επομένως καθιστώντας όλο και δυσκολότερη τη διάκριση μεταξύ τραπεζών και άλλων προμηθευτών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Εντούτοις, οι τράπεζες ως μεγαλύτερες οντότητες, τείνουν να προσφέρουν ένα ευρύτερο φάσμα υπηρεσιών από οποιουδήποτε άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Οι κύριες λειτουργίες και υπηρεσίες που προσφέρονται από τις τράπεζες και τους χρηματοπιστωτικούς ανταγωνιστές τους περιλαμβάνουν :

- Το δανεισμό και την επένδυση των χρημάτων ( πιστωτική λειτουργία )
- Τις πληρωμές των πελατών τους, προκειμένου να τους διευκολύνουν στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών ( λειτουργία πληρωμών )
- Τη διαχείριση και προστασία των χρημάτων και περιουσιών των πελατών ( λειτουργία διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων, ( κινδύνων και καταπιστεύματος )
- Τη βοήθεια στους πελάτες για τη συλλογή νέων κεφαλαίων και την αποδοτική επένδυσή τους ( μέσω των χρηματιστηρίων, των επενδυτικών τραπεζικών εργασιών και των προϊόντων αποταμίευσης ).

Σημαντικές τάσεις που έχουν επιπτώσεις στη λειτουργία και την απόδοση των εν λόγω οργανισμών και ιδρυμάτων περιλαμβάνουν σήμερα τα εξής :

- Τη διεύρυνση των επιλογών των τραπεζών ( πχ τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση των προϊόντων
- Την παγκοσμιοποίηση της χρηματοοικονομικής αγοράς και τη διάδοση των υπηρεσιών παγκοσμίως ( πχ τη γεωγραφική διαφοροποίηση )
- Τη χαλάρωση ή την ελαχιστοποίηση των κυβερνητικών κανόνων ( πχ την άρση των ελέγχων )
- Τον αυξανόμενο ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών και των πιο στενών χρηματοπιστωτικών ανταγωνιστών τους
- Την τάση εξομίωσης όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εφόσον προσφέρουν παρόμοιες υπηρεσίες
- Τη μείωση του αριθμού των τραπεζών ( συγχωνεύσεις )
- Την αυξανόμενη αυτοματοποίηση της παραγωγής και της πώλησης χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (δηλαδή τεχνολογική αλλαγή ), ώστε να προσφέρονται μεγαλύτερες ευκολίες στους πελάτες για να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις ευρύτερες αγορές και να προωθείται μ' αυτόν τον τρόπο η μείωση του κόστους.

Σε πολλές χώρες οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι αυστηρώς ελεγχόμενα σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις, όχι μόνο εξαιτίας του σημαντικού ρόλου που διαδραματίζουν στην προσέλκυση και εξασφάλιση των οικονομιών των νοικοκυριών, αλλά και λόγω της παράλληλης παροχής πιστώσεων σε ένα μεγάλο εύρος δανειστών και της δημιουργίας χρήματος ως κύριου μέσου ανταλλαγών σε μια οικονομία. Παράδειγμα ισχυρής παρέμβασης για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την επάνοδο της ηρεμίας στις αγορές αποτέλεσε ο νόμος Sarbanes – Oxley Accounting Standards, ο οποίος επέβαλε νέους κανόνες στη χρηματοοικονομική λογιστική πρακτική, που χρησιμοποιούν οι χρηματοοικονομικές και άλλες επιχειρήσεις.

Η άρση των λεπτομερών ελέγχων του τραπεζικού συστήματος παρέχει μια νέα και ισχυρή δύναμη αναδιαμόρφωσης των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς οι εποπτικές αρχές προσπαθούν να ενθαρρύνουν την αύξηση του ανταγωνισμού και τη μεγαλύτερη πειθαρχία της αγοράς. Παρ' όλο που η άρση των ελέγχων έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο σε όλο τον κόσμο, υπάρχουν σημαντικά θέματα εποπτείας που παραμένουν ακόμη εκκρεμή. Συχνά τίθεται το ερώτημα αν θα έπρεπε οι τράπεζες και οι βιομηχανικές επιχειρήσεις να κρατηθούν χωριστά η μια από την άλλη, για να προστατευθεί η ασφάλεια της κοινωνικής αποταμίευσης.



Κομβικό ίδρυμα του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η κεντρική τράπεζα της κάθε χώρας, η οποία εποπτεύει τη τήρηση χρηματικών και πιστωτικών όρων χρησιμοποιώντας εργαλεία, όπως παρεμβάσεις στην ανοιχτή αγορά, έμμεση προσφορά ρευστών στο τραπεζικό σύστημα ή επικουρικές πιστωτικές διευκολύνσεις και υποχρεωτικά ρευστά διαθέσιμα. Η κεντρική τράπεζα έχει δυναμική επιρροή στην κερδοφορία, τη μεγέθυνση και τη βιωσιμότητα των τραπεζών και των ανταγωνιστών τους στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

Οι τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικοί ανταγωνιστές τους έχουν αλλάξει ριζικά με το πέρασμα του χρόνου, δρώντας συχνά από απλές επιχειρήσεις ως περισσότεροι πολύπλοκοι μηχανισμοί, οι οποίοι εξυπηρετούν το κοινό και τελικά ως χρηματοπιστωτικές εταιρίες συμμετοχών οι οποίες αποκτούν το μετοχικό κεφάλαιο μιας ή περισσότερων τραπεζών και εξωτραπεζικών επιχειρήσεων.

Η ταχεία ανάπτυξη των σημερινών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων απεικονίζει μια επιθυμία για μεγαλύτερη ένταση στις υπηρεσίες παραγωγής και πωλήσεων. Με το μεγαλύτερο συνολικό μέγεθος των διαδικασιών έρχεται η δυνατότητα των οικονομιών κλίμακας (όσον αφορά την παραγωγή κάθε μεμονωμένης χρηματοοικονομικής υπηρεσίας) και των οικονομιών φάσματος (όσον αφορά την παραγωγή πολλών υπηρεσιών), χρησιμοποιώντας την ίδια οργάνωση και τους ίδιους πόρους. Αυτές οι οικονομίες εάν επιτυγχάνονται, μπορούν να οδηγήσουν τόσο στη μείωση του κόστους παραγωγής, όσο και σε μια ισχυρότερη ανταγωνιστική παρουσία στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Όλες αυτές οι σαρωτικές αλλαγές στην οργάνωση των τραπεζικών εργασιών συμβάλλουν στις θεμελιώδεις αλλαγές στην παραγωγή και την πώληση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Οι τράπεζες και οι ανταγωνιστές τους εδραιώνονται – καταλήγοντας σε λιγότερους αλλά πολύ μεγαλύτερους προμηθευτές υπηρεσιών – και συγκλίνουν με τους επιβιώσαντες να προσφέρουν έναν ευρύτερο κατάλογο υπηρεσιών, που τους επιτρέπει να εισβάλλουν στις νέες βιομηχανίες και να πραγματοποιούν μείωση των πιθανών κινδύνων με τη διαφοροποίηση των προϊόντων.

Καθώς οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παγώνονται και συγκλίνουν, αυξάνεται το δημόσιο ενδιαφέρον για τη λειτουργική αποδοτικότητά τους (για να συνεχίσουν τις λειτουργικές δαπάνες με το χαμηλότερο δυνατό κόστος) και την εταιρική διακυβέρνησή τους (σχέσεις μεταξύ της διοίκησης, των μετόχων και των καταθετών). Σήμερα ίσως η διοίκηση μερικών τραπεζών και άλλων εταιριών παροχής υπηρεσιών να εστιάζει σε λανθασμένους στόχους και να επιδεικνύει δαπανηρές συμπεριφορές εις βάρος των μετόχων και των καταθετών, δημιουργώντας έτσι προβλήματα αντιπροσώπευσης. Τα τελευταία χρόνια συνεχώς αυξάνεται το ενδιαφέρον για το πόσο αποδοτικές είναι οι τράπεζες και οι ανταγωνιστές τους και ιδιαίτερα η διαχείρισή τους.

Οι τράπεζες εξυπηρετούν τους πελάτες τους και παρέχουν αποδόσεις στους μετόχους τους. Ακόμα, υιοθετούν μέτρα για την καλύτερευση των τραπεζικών αποδόσεων, τα οποία χρησιμοποιούνται και από τους εξωτραπεζικούς ανταγωνιστές των τραπεζών, συμπεριλαμβανομένων των ταμειωτηρίων, των μεσιτών και εμπόρων χρεογράφων, των αμοιβαίων κεφαλαίων, των χρηματοδοτικών επιχειρήσεων και των ασφαλιστικών εταιριών. Όλο και περισσότερο οι τραπεζίτες και οι ανταγωνιστές τους αναγκάζονται να αξιολογούν την απόδοσή τους κατά τη διάρκεια του χρόνου, να αναλύουν τους λόγους για την εμφάνιση οποιονδήποτε προβλημάτων απόδοσης και να βρίσκουν τρόπους, ώστε να ενισχυθεί η απόδοσή τους στο μέλλον.

Οι δύο βασικές διαστάσεις της λειτουργίας των τραπεζών και των περισσότερων άλλων εταιριών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών είναι η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος. Τα ικανοποιητικά κέρδη και οι επαρκείς έλεγχοι κινδύνου συντηρούν το

κεφάλαιο, παρέχοντας μια βάση για την αναπαραγωγή και τη μελλοντική ανάπτυξη μιας χρηματοοικονομικής εταιρίας.

Για τις μεγαλύτερες τράπεζες και τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα η αγοραστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου είναι συνήθως ο καλύτερος γενικός δείκτης τόσο της αποδοτικότητας όσο και της έκθεσης στον κίνδυνο. Για τις μικρότερες χρηματοπιστωτικές εταιρίες, των οποίων οι μετοχές δε διαπραγματεύονται ενεργώς κάθε μέρα, οι διαφορές στους βασικούς δείκτες αποδοτικότητας, όπως η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού ( return on assets ), η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ( return on equity capital ) και το καθαρό περιθώριο επιτοκίου ( net interest margin ), αποτελούν σημαντικά μέτρα απόδοσης και σπουδαίους στόχους των διοικήσεών τους. Η αναζήτηση της αποδοτικότητας πρέπει πάντα να συνυπολογίζεται με την ανησυχία για την έκθεση στα είδη κινδύνου, όπως ο πιστωτικός κίνδυνος ή κίνδυνος αθέτησης, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος αγοράς για την αξία των στοιχείων του ενεργητικού και των στοιχείων του παθητικού που διακρατούνται, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο κίνδυνος κερδών και ο κίνδυνος κεφαλαίου, ο οποίος και συγκεντρώνει την πιθανότητα της πλήρους αποτυχίας, όταν μια οικονομική εταιρία έχει ανεπάρκεια ιδίων κεφαλαίων για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει. Όλο και περισσότερο οι τράπεζες και οι άλλες χρηματοπιστωτικές εταιρίες προσθέτουν στον κατάλογο των κριτηρίων απόδοσης τη λειτουργική αποδοτικότητα, η οποία αναφέρεται στα μέτρα ελέγχου της δαπάνης και της παραγωγικότητας των υπαλλήλων, στη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού, των κερδών και του εισοδήματος.

### **2.5.1 Νέες πηγές χρηματοδότησης**

Μερικές από τις νεότερες πηγές χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνου, που οι τράπεζες και πολλοί από τους κορυφαίους χρηματοπιστωτικούς ανταγωνιστές χρησιμοποιούν σήμερα, είναι οι εξής :

- Η τιτλοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού. Ο ρόλος της είναι να μετατρέπει ορισμένα παραδοσιακά μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία, όπως είναι τα δάνεια, σε διαπραγματεύσιμους τίτλους, μετατοπίζοντάς τους από τον ισολογισμό σε έναν λογαριασμό ειδικού σκοπού. Οι τίτλοι που εκδίδονται έναντι των πακέτων δανείων παρέχουν, κατά συνέπεια, τη βάση για τη χρηματοδότηση με το νέο κεφάλαιο.
- Η πώληση των δανείων ή μέρους τους σε άλλους επενδυτές, όπως οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι ξένες τράπεζες. Συντελεί στη μείωση της έκθεσης στον κίνδυνο των δανείων και στη συλλογή νέων κεφαλαίων για άλλες επιχειρήσεις.
- Η έκδοση εγγυητικών επιστολών. Βελτιώνουν το επίπεδο αξιοπιστίας και πιστοληπτικής ικανότητας του οφειλέτη. Ασφαλίζει τους δανειστές σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής του δανείου και μειώνει τα χρηματοοικονομικά έξοδα των πρώτων. Παράλληλα βοηθά το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να υποστηρίξει τον πελάτη του, χωρίς να χορηγήσει κεφάλαια.
- Χρησιμοποίηση πιστωτικών παραγώγων. Πρόκειται για συμβάσεις που περιλαμβάνουν αφενός τους δανειστές που επιθυμούν να μεταβιβάσουν μερικούς από τους κινδύνους αθέτησης των χαρτοφυλακίων των δανείων που έχουν χορηγήσει και αφετέρου, τους επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αναλάβουν και να αντιμετωπίσουν τους εν λόγω κινδύνους, προσδοκώντας αύξηση της αξίας των παραγώγων.

Τα προηγούμενα ενδεικτικά αναφερόμενα εργαλεία υπόσχονται μερικά οφέλη για τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς που τα χρησιμοποιούν και τα οποία είναι :

- Η μεγαλύτερη ευελιξία στη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού προκειμένου να επιτευχθεί ένα περισσότερο ισορροπημένο, με μεγαλύτερη ρευστότητα και ανθεκτικότερο στον κίνδυνο χαρτοφυλάκιο για τις χρηματοοικονομικές εταιρίες που ειδικεύονται στη χρήση των νέων αυτών εργαλείων.
- Η αποδοτικότερη χρήση του υπάρχοντος αποθέματος κεφαλαίου ενός χρηματοδοτικού οργανισμού, με συνέπεια την αποφυγή πώλησής του ή άλλων εργαλείων, ώστε να αυξηθεί το νέο κεφάλαιο, όταν οι συνθήκες στην αγορά είναι δυσμενείς.
- Η βοήθεια των πελατών στη συλλογή κεφαλαίων και στην αντιμετώπιση του κινδύνου, με αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων πηγών εισοδήματος για την τράπεζα, ή για οποιαδήποτε άλλη χρηματοοικονομική επιχείρηση.
- Η σχεδίαση και η εμπορευσιμότητα των εργαλείων αυτών απαιτεί εξειδικευμένες ικανότητες. Παράλληλα, η αποδοχή τους από τη ρυθμιστική Αρχή – η οποία ενδιαφέρεται όλο και περισσότερο για την αντιμετώπιση της κερδοσκοπικής δραστηριότητας και την αυξημένη μεταβλητότητα των εξειδικευμένων αυτών προϊόντων και αγορών – απαιτεί προσπάθεια και πειστικά επιχειρήματα.

### **2.5.2 Ρευστότητα**

Μια αποτελεσματική τράπεζα ή άλλη χρηματοοικονομική εταιρία, είναι αυτή που μπορεί, όταν προκύπτει η ανάγκη για ρευστότητα, να αυξήσει τα μετρητά στο ποσό που απαιτείται με λογικό κόστος.

Μεταξύ των οργανισμών που δέχονται καταθέσεις, οι δύο πιο συνήθεις ανάγκες για μετρητά παρουσιάζονται όταν αποσύρουν οι καταθέτες τα κεφάλαιά τους και όταν τα αιτήματα για δάνεια αυξάνονται. Οι ανάγκες ρευστότητας ικανοποιούνται γενικά είτε με την πώληση των στοιχείων του ενεργητικού ( πχ διαθέτοντας αποθηκευμένη ρευστότητα ), είτε με το δανεισμό στη χρηματαγορά ( πχ χρησιμοποιώντας την αγορασμένη ρευστότητα ), είτε με το συνδυασμό αυτών των δύο προσεγγίσεων.

Οι τραπεζίτες και πολλοί από τους ανταγωνιστές τους έχουν αναπτύξει πολλές διαφορετικές μεθόδους για να υπολογίσουν το μέγεθος ρευστότητας του ιδρύματός τους, που είναι πιθανόν να χρειαστεί σήμερα και στο μέλλον. Μια από αυτές τις μεθόδους εκτίμησης, είναι η μέθοδος των πηγών και των χρήσεων των κεφαλαίων, με την οποία οι συνολικές πηγές και οι χρήσεις των κεφαλαίων προβάλλονται σε ένα επιθυμητό ορίζοντα προγραμματισμού και τα ελλείμματα και τα πλεονάσματα ρευστότητας υπολογίζονται από τη διαφορά μεταξύ των πηγών και των χρήσεων κεφαλαίων.

Μια άλλη μέθοδος εκτίμησης ρευστότητας είναι η μέθοδος της διάρθρωσης των κεφαλαίων. Η μέθοδος αυτή απαιτεί από κάθε χρηματοοικονομική εταιρία να ταξινομήσει τις χρήσεις και τις πηγές κεφαλαίων της σύμφωνα με την πιθανότητα της αύξησης ή μείωσης των κεφαλαίων, που οφείλεται ιδιαίτερα στις αλλαγές των επιτοκίων αγοράς. Ο προσδιορισμός των πιθανοτήτων της αύξησης ή της μείωσης θα δώσει μια ποσοτική εκτίμηση των μελλοντικών αναγκών ρευστότητας.

Η προσέγγιση εκτίμησης ρευστότητας αποτελεί την τρίτη μέθοδο και εστιάζει στους χρηματοοικονομικούς δείκτες ρευστότητας, οι οποίοι βοηθούν στον υπολογισμό της θέσης ρευστότητας των τραπεζών ή άλλων χρηματοοικονομικών

εταιριών και στις δύο πλευρές του ισολογισμού τους, με τον αρμόδιο που είναι υπεύθυνος για την ρευστότητα να ψάχνει για στοιχεία που θα επηρεάσουν δυσμενώς τη ρευστότητα του ιδρύματος.

Σήμερα οι τράπεζες και οι ανταγωνιστές τους μπορούν να βασιστούν σε πολλές πηγές ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού και στη δανειακή ρευστότητα. Οι βασικές πηγές ρευστότητας από την πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού περιλαμβάνουν κεφάλαια που διακρατούνται από τους οργανισμούς που δέχονται καταθέσεις και πωλήσεις κυβερνητικών τίτλων και άλλων ιδιαίτερα ρευστοποιήσιμων εργαλείων της χρηματαγοράς. Οι σημαντικότερες δανειακές πηγές ρευστότητας περιλαμβάνουν το δανεισμό από τη θυρίδα προεξοφλήσεων της κεντρικής τράπεζας, την αγορά διαπραγματευτικών κεφαλαίων, την υιοθέτηση των συμφωνιών επαναγοράς ( RPs ), την έκδοση πιστοποιητικών καταθέσεων ( CDs ) ή άλλων καταθέσεων, το δανεισμό καταθέσεων ευρονομισμάτων και την έκδοση εμπορικών χρεογράφων ( commercial papers ).

Σημαντικός για τη διαχείριση της ρευστότητας είναι ο υπεύθυνος για τα υποχρεωτικά διαθέσιμα μιας τράπεζας ή ενός ανταγωνιστικού ιδρύματος. Αυτά τα υποχρεωτικά διαθέσιμα περιλαμβάνουν τα μετρητά που διακρατούνται στα θησαυροφυλάκια των οργανισμών που δέχονται καταθέσεις και ένα λογαριασμό καταθέσεων που τηρείται στην κεντρική τράπεζα. Αυτά πρέπει να ελέγχονται τακτικά, ώστε να διατηρείται ένα επιθυμητό επίπεδο υποχρεωτικών διαθεσίμων για κάθε περίοδο που χρειάζεται συντήρηση του αποθεματικού. Η αποτυχία διατήρησης επαρκών υποχρεωτικών διαθεσίμων επιφέρει μεγαλύτερη επιτήρηση και επιβολή ποινών από τις ρυθμιστικές Αρχές.

Οι υπεύθυνοι ρευστότητας και οι διαχειριστές των χρημάτων επιλέγουν τις πηγές ρευστότητάς τους βασιζόμενοι σε διάφορους κρίσιμους παράγοντες, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται :

1. Η αμεσότητα της ανάγκης για ρευστότητα
2. Η διάρκεια της ανάγκης για ρευστότητα
3. Η πρόσβαση στην αγορά
4. Το σχετικό κόστος και οι κίνδυνοι
5. Η προοπτική εξέλιξης των επιτοκίων της αγοράς
6. Η προοπτική της νομισματικής πολιτικής και του δανεισμού της κυβέρνησης
7. Η ικανότητα για την αντιστάθμιση
8. Οι κυβερνητικοί κανονισμοί.

### **2.5.3 Νέες υπηρεσίες στην επενδυτική τραπεζική**

Τα τελευταία χρόνια οι τράπεζες και οι ανταγωνιστές τους έχουν αρχίσει να προσφέρουν νέες υπηρεσίες. Οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προχωρούν πέρα από τα παραδοσιακά όρια του τραπεζικού κλάδου για να προσφέρουν τα μη παραδοσιακά προϊόντα, όπως οι ασφάλειες ζωής, οι ασφάλειες ατυχημάτων και ιδιοκτησίας, η επενδυτική τραπεζική ( investment banking ) και η μεσιτεία των μετοχών, των ομολόγων, των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων τίτλων. Αυτές οι μη παραδοσιακές υπηρεσίες παρέχουν τις νέες πηγές εισοδήματος για τις τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επίσης, προσφέρουν διαφοροποιημένες υπηρεσίες, με ενδεχομένως χαμηλότερο κίνδυνο, καθώς και οικονομίες φάσματος, στις οποίες η διαχείριση, οι χρηματοδοτικές

διευκολύνσεις και άλλοι επιχειρησιακοί πόροι χρησιμοποιούνται πιο εντατικά και αποτελεσματικά για να παράγουν κέρδη.

Μεταξύ των σημαντικότερων νέων υπηρεσιών που προσφέρονται από τις τράπεζες είναι η επενδυτική τραπεζική, η οποία παρέχει συμβουλές στις επιχειρήσεις, στις κυβερνήσεις και σε άλλα ιδρύματα που ενδιαφέρονται να επεκταθούν στις νέες αγορές, επιδιώκοντας συγχωνεύσεις και εξαγορές ή προσφέροντας χρεωστικά ομόλογα και μετοχές στην οικονομική αγορά. Όταν η οικονομία επεκτείνεται, η επενδυτική τραπεζική μπορεί να είναι μεταξύ των πιο κερδοφόρων οικονομικών υπηρεσιών.

Στην αρχή της δεκαετίας του 1990 εκατοντάδες τράπεζες και άλλοι οργανισμοί που δέχονται καταθέσεις άρχισαν να προσφέρουν επενδυτικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένης της αγοραπωλησίας μετοχών, ομολόγων, μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων οικονομικών εργαλείων εξ' ονόματος των πελατών τους, αποκομίζοντας προμήθειες από τη διαδικασία αυτή. Οι πωλήσεις αυτών των υπηρεσιών αντισταθμίζουν την απώλεια των καταθέσεων και υφαρπάζουν τους πελάτες από τους οργανισμούς που δέχονται καταθέσεις με δέλεαρ τις υψηλές αποδόσεις που έχουν στις αγορές οι μετοχές, τα ομόλογα και άλλες επενδύσεις.

Η επόμενη κατηγορία είναι οι υπηρεσίες διαφύλαξης περιουσίας που αφορούν τη διαχείριση της ιδιοκτησίας και των οικονομικών συμφερόντων ενός πελάτη. Οι υπηρεσίες αυτές παρέχουν σε μια ευρεία γκάμα νοικοκυριών και επιχειρήσεων τη δυνατότητα της προετοιμασίας των διαθηκών και των σχεδίων των κτημάτων, της βοήθειας των επιχειρήσεων για τη δημιουργία και τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών σχεδίων των υπαλλήλων τους, καθώς και της πώλησης των τίτλων τους στο κοινό ( συμπεριλαμβανομένης της διατήρησης των αρχείων των τίτλων ιδιοκτησίας και των πληρωμών διανομής εξ' ονόματος των εταιρικών πελατών ), αλλά και άλλων πολυάριθμων εξειδικευμένων οικονομικών υπηρεσιών. Οι υπηρεσίες αυτές δημιουργούν εισόδημα από τις προμήθειες και προσελκύουν συχνά τις νέες καταθέσεις σε μια τράπεζα ή άλλους οργανισμούς που δέχονται καταθέσεις.

Οι πωλήσεις των ασφαλιστικών συμβολαίων και η κάλυψη των ασφαλιστικών κινδύνων έχουν προστεθεί στον κατάλογο υπηρεσιών πολλών μεγάλων τραπεζών και άλλων μη τραπεζικών χρηματοδοτικών οργανισμών, ιδιαίτερα από την ψήφιση του νόμου Gramm – Leach – Bliley το 1999, που επιτρέπει το σχηματισμό των εταιριών συμμετοχών. Οι πωλήσεις των ασφαλειών ζωής και των ασφαλειών ιδιοκτησίας και ατυχημάτων για να καλύψουν τους οικονομικούς κινδύνους από το θάνατο, τη συνταξιοδότηση ή τη ζημιά της προσωπικής και επιχειρησιακής ιδιοκτησίας παράγουν τις ουσιαστικές αμοιβές και προμήθειες για τις τράπεζες και τις χρηματοοικονομικές εταιρίες που προσφέρουν αυτές τις υπηρεσίες. Επίσης, οι μεγαλύτεροι τραπεζικοί οργανισμοί έχουν πρόσφατα επεκταθεί στην κάλυψη ασφαλιστικών κινδύνων, στο πλαίσιο της αναζήτησης κερδών από την επένδυση και τη διαχείριση των κεφαλαίων των ασφαλισμένων .

Δεδομένου ότι οι τράπεζες και οι ανταγωνιστές τους έχουν επεκταθεί σε μη παραδοσιακά προϊόντα, έχουν γίνει συλλέκτες πληροφοριών για τις επιχειρήσεις, συγκεντρώνοντας λεπτομερή προσωπικά στοιχεία των πελατών τους. Αυτή η συγκέντρωση πληροφοριών βοηθάει τις τράπεζες και τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να επινοούν νέες υπηρεσίες που ταιριάζουν περισσότερο στις ανάγκες των πελατών τους. Ωστόσο, δημιουργούνται κίνδυνοι κλοπής ταυτοτήτων ή διανομής προσωπικών δεδομένων πελατών μεταξύ επιχειρήσεων. Ο νόμος Gramm – Leach – Bliley παρέχει στους πελάτες τη δυνατότητα να αποκρύψουν πληροφορίες που τους αφορούν και που μοιράζονται οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.

#### **2.5.4 Συστατικά του κεφαλαίου των τραπεζών**

Ο όρος κεφάλαιο στις τραπεζικές εργασίες και στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αναφέρεται στα κεφάλαια που συνεισφέρουν οι ιδιοκτήτες, χρήματα που επενδύουν σε μια τράπεζα ή άλλη χρηματοοικονομική εταιρία και που τοποθετούνται με κίνδυνο έναντι της προοπτικής απόκτησης μιας υψηλής απόδοσης. Οι τράπεζες είναι οργανισμοί και οι ιδιοκτήτες τους είναι μέτοχοι – επενδυτές κοινών και προνομιούχων μετοχών, ενώ για μερικούς άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως οι πιστωτικές ενώσεις και οι τράπεζες αμοιβαίων αποταμιεύσεων, οι ιδιοκτήτες είναι πελάτες που επενδύουν τις καταθέσεις τους στο ίδρυμα, και το κεφάλαιο αποτελεί συσσώρευση των επανεπενδυμένων κερδών.

Το κεφάλαιο αποτελείται κυρίως:

- από τις κοινές και τις προνομιούχες μετοχές
- την υπεραξία ( η επιπλέον αξία της μετοχής πέρα από την ονομαστική της )
- τα αποθεματικά για ενδεχόμενες ζημιές
- τα αδιανέμητα κέρδη
- τα δικαιώματα μειοψηφίας στις συγχωνευμένες θυγατρικές
- τα τραπεζικά ομόλογα κεφαλαίου.

Οι περισσότερες τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δε διαθέτουν όλους αυτούς τους τύπους των εργαλείων στο λογαριασμό κεφαλαίων τους. Οι σημαντικότερες πηγές κεφαλαίων περιλαμβάνουν τις μετοχές, την υπεραξία, τα αδιανέμητα κέρδη και τα δικαιώματα μειοψηφίας. Εντούτοις, όλο και περισσότερο τα τελευταία χρόνια οι τράπεζες και μερικά στεγαστικά ταμειυτήρια έχουν εκδώσει μακροπρόθεσμα χρέη μειωμένης εξασφάλισης ( long-term – dept subordinated ) για τις απαιτήσεις των καταθετών, τα οποία αναγνωρίζονται επίσης ως κεφάλαιο από τις περισσότερες εποπτικές αρχές.

Το κεφάλαιο είναι η τελευταία γραμμή προστασίας από την αποτυχία και την πτώχευση, που εξασφαλίζει στην τράπεζα και στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς χρόνο να αποκριθούν στα διάφορα είδη κινδύνων που αντιμετωπίζουν και να γίνουν πάλι αποδοτικές. Επίσης, προσφέρει χρήματα μακροπρόθεσμα για να ξεκινήσει μια νέα τράπεζα ή ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός, παρέχοντας έτσι μια βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη και προωθώντας την εμπιστοσύνη της κοινής γνώμης σε κάθε χρηματοοικονομική εταιρία και σε κάθε χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ο όγκος του κεφαλαίου που μια τράπεζα ή ένας ελεγχόμενος χρηματοπιστωτικός οργανισμός κατέχει και η αναπροσαρμογή της αξίας της κεφαλαιακής κατάστασής τους καθορίζονται από τους κανονισμούς και τη χρηματοοικονομική αγορά. Επειδή όμως δε δημοσιοποιούνται στο κοινό όλες οι πληροφορίες για τις αληθινές χρηματοοικονομικές καταστάσεις των τραπεζών και των ελεγχόμενων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η αγορά μπορεί από μόνη της να μην είναι απολύτως αξιόπιστη ως αποτελεσματικός ρυθμιστής για την προώθηση του δημοσίου συμφέροντος. Δημιουργείται έτσι ένα επιπλέον καθήκον για κυβερνητική εποπτεία της κεφαλαιακής κατάστασης των ιδρυμάτων.

### **2.5.5 Εποπτεία των τραπεζών**

Στα περισσότερα κράτη οι εποπτικές Αρχές θέτουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες σύμφωνα με τους κανόνες που σχεδιάστηκαν στη συμφωνία της Βασιλείας για τα διεθνή τραπεζικά πρότυπα, η οποία είναι μια από τις πρώτες επιτυχείς προσπάθειες στην ιστορία για επιβολή κοινών κανόνων στις τράπεζες διαφορετικών χωρών. Οι εποπτικές Αρχές προδιαγράφουν τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις και αξιολογούν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Η εποπτεία της επάρκειας των κεφαλαίων, που πρωτίστως στόχευε στις μεγάλες διεθνείς τράπεζες, άρχισε τυπικά το 1988 με μία επίσημη συμφωνία, τη γνωστή ως Βασιλεία I ( Basel I ). Αυτό το σύνολο το διεθνών κανόνων απαιτεί από τις μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες να διαχωρίσουν τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού, είτε εμφανίζονται στον ισολογισμό είτε όχι ( off - balance - sheet ), όσο και τις υποχρεώσεις τους σε κατηγορίες κινδύνου, και στη συνέχεια να πολλαπλασιάσουν κάθε στοιχείο του ενεργητικού με τον κατάλληλα σταθμισμένο κίνδυνό του, προκειμένου να καθοριστεί η συνολική έκθεση των στοιχείων του ενεργητικού στον κίνδυνο. Ο δείκτης του συνολικού εποπτικού κεφαλαίου σχετίζεται με το συνολικό σταθμισμένο κίνδυνο που εγκυμονούν τα στοιχεία του ενεργητικού και οι εκτός ισολογισμού υποχρεώσεις και είναι ένας βασικός δείκτης της πιστωτικής επιφάνειας κάθε τράπεζας. Υπάρχουν δείκτες ελάχιστης κεφαλαιακής επάρκειας ( capital adequacy capital ) που όλες οι τράπεζες πρέπει να ικανοποιούν.

Οι αδυναμίες τις διεθνούς συμφωνίας της Βασιλείας I και ειδικά η ανεπάρκειά της να ανταπεξέλθει στις αλλαγές και τις καινοτομίες των αγορών, οδήγησαν στη συμφωνία της Βασιλείας II ( Basel II ), που προγραμματίζεται να εφαρμοστεί το 2007. Αυτή η νέα προσέγγιση της διαχείρισης και της εποπτείας του κεφαλαίου θα απαιτήσει από τις μεγαλύτερες τράπεζες να πραγματοποιούν συνεχή εσωτερική αξιολόγηση της έκθεσής τους στον κίνδυνο, συμπεριλαμβανομένου και του ελέγχου του υποδείγματος κινδύνων, ώστε να υπολογίζουν κάθε φορά το απαραίτητο επίπεδο του κεφαλαίου τους. Κατά συνέπεια κάθε συμμετέχουσα τράπεζα θα έχει τις δικές της απαιτήσεις κεφαλαίου με βάση το δικό της προφίλ κινδύνου. Οι μικρότερες τράπεζες θα χρησιμοποιήσουν πιθανώς μια απλούστερη τυποποιημένη προσέγγιση για τον καθορισμό των ελαχίστων κεφαλαιακών απαιτήσεών τους ή τουλάχιστον μια παραλλαγή των κανόνων της Βασιλείας I.

Οι τράπεζες και οι άλλες χρηματοπιστωτικές εταιρίες που έχουν ανάγκη από πρόσθετο κεφάλαιο διαθέτουν ποικίλες πηγές για να το αντλήσουν, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών και εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Η κυριότερη εσωτερική πηγή είναι τα αδιανέμητα κέρδη ( non distributed profits ). Οι εξωτερικές πηγές μεταξύ άλλων περιλαμβάνουν :

1. την πώληση κοινών μετοχών
2. την πώληση προνομιούχων μετοχών
3. την έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές
4. την πώληση στοιχείων του ενεργητικού
5. τη μίσθωση των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού
6. την ανταλλαγή των μετοχών με χρέος.

Η επιλογή μεταξύ των διαφόρων πηγών κεφαλαίου προϋποθέτει την ανάγκη να εξετάσει η οικονομική διαχείριση ενός χρηματοδοτικού οργανισμού το σχετικό

κόστος και τον κίνδυνο κάθε πηγής κεφαλαίου, τη γενική έκθεση του ιδρύματος στον κίνδυνο, τον πιθανό αντίκτυπο κάθε πηγής στις αποδόσεις.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΕΦΑΝΟ ΓΕΡΑΚΑ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΟΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΩΝ

#### **3.1. Η απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων**

Τα αποτελέσματα των ενεργειών της επιχείρησης στα πλαίσια υλοποίησης της δράσης της, εκφράζονται σε χρηματικές αξίες και καταγράφονται στα λογιστικά της βιβλία με το διπλογραφικό σύστημα τήρησης λογαριασμών. Σύμφωνα με το σύστημα αυτό, κάθε ενέργεια της επιχείρησης που έχει οικονομικό πρόβλημα εκφράζεται με τη μεταβολή δύο τουλάχιστον λογαριασμών της. Για παράδειγμα, η καταβολή μέρους των υποχρεώσεων της επιχείρησης στους προμηθευτές της εκφράζεται με μείωση του υπολοίπου του λογαριασμού « Προμηθευτές » ( χρέωση ) και μείωση των διαθεσίμων ( πίστωση ).

Στους βασικούς στόχους της πραγματοποίησης των πιο πάνω εγγράφων περιλαμβάνονται ο ακριβής προσδιορισμός των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων της, των εσόδων και των δαπανών της κλπ. Τα στοιχεία αυτά αποτυπώνονται στις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις της, οι οποίες περιλαμβάνουν :

- Τον ισολογισμό, που αποτελείται από το Ενεργητικό ( παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ) και το Παθητικό ( όπου καταγράφονται οι υποχρεώσεις της προς τους μετόχους και τρίτους ).
- Την κατάσταση αποτελεσμάτων, στην οποία εμφανίζονται τα συνολικά έσοδα και έξοδα της επιχείρησης για μια οικονομική χρήση ( 1 έτος ), καθώς και το τελικό αποτέλεσμα της δραστηριότητάς της στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο ( κέρδος ή ζημιά ).
- Την κατάσταση Διανομής Κερδών, η οποία δείχνει τον τρόπο διανομής των κερδών της χρήσης μεταξύ μετόχων και επιχείρησης ή τον τρόπο κάλυψης της αντίστοιχης ζημιάς.

Η έκφραση όμως, κάθε γεγονότος σε χρηματικές μονάδες, δεν είναι πάντοτε εύκολη. Κάποια από τα προβλήματα που συνδέονται με αυτή είναι τα εξής :

- Πως θα υπολογιστεί το κόστος πωληθέντων ;
- Πως θα υπολογιστεί το κόστος ενός προϊόντος, όταν η επιχείρηση το παράγει ταυτόχρονα με πολλά άλλα ;

Για τη λύση των πιο πάνω προβλημάτων έχουν καθιερωθεί αρχές ( Λογιστικές Αρχές ), κανόνες και πρακτικές γενικής αποδοχής , με σημαντικότερες τις εξής :

- Αρχή της συντηρητικότητας : να αποφεύγονται αδικαιολόγητα αισιόδοξες αποτιμήσεις ).
- Αρχή της λογιστικής μονάδας : κάθε επιχειρηματική μονάδα θεωρείται ότι έχει δικά της μέσα δράσεως και δικές της υποχρεώσεις, τόσο έναντι τρίτων, όσο και έναντι των φορέων της και ότι αποτελεί ξεχωριστή και αυτοτελή οντότητα. Υπάρχουν περιπτώσεις που θεωρείται λογιστική οντότητα, για λόγους σκοπιμότητας, ένας όμιλος επιχειρήσεων.

- Αρχή της συνέχειας : η λογιστική μονάδα συνεχίζει τη δραστηριότητά της για αόριστο χρονικό διάστημα ( μέχρι να υλοποιήσει το πρόγραμμά της και να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της ).
- Αρχή της νομισματικής μονάδας : οι λογιστικές εκθέσεις χρησιμοποιούν μια και μόνο μια νομισματική μονάδα.
- Αρχή της περιοδικότητας : έχει επιβληθεί η συμβατική διαίρεση της ζωής των επιχειρηματικών μονάδων σε ίσα χρονικά διαστήματα και ο περιοδικός προσδιορισμός των αποτελεσμάτων τους ( λογιστική περίοδος = τρίμηνο, εξάμηνο, έτος ).
- Αρχή του κόστους : η καταγραφή και παρουσίαση των στοιχείων μιας λογιστικής μονάδας γίνεται πάντα με βάση το κόστος. Το κόστος είναι καθορισμένο, αντικειμενικό και επαληθεύσιμο.
- Αρχή της πραγματοποίησης εσόδων : ένα έσοδο θεωρείται ότι έχει πραγματοποιηθεί και μπορεί να έχει αναγνωριστεί, όταν έχει λάβει χώρα συναλλαγή – ανταλλαγή. Η πώληση ( αγαθών ή παροχή υπηρεσιών ) είναι το κρίσιμο γεγονός για την επίτευξη του εσόδου.
- Αρχή της συσχέτισης των εξόδων με τα έσοδα : τα έξοδα θεωρούνται ότι πραγματοποιούνται κατά την ίδια λογιστική χρήση που πραγματοποιούνται και τα έσοδα που συνδέονται με αυτά. Επομένως η αναγνώριση των εσόδων προηγείται και έπεται αυτή των εξόδων.
- Αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων : το λογιστικό αποτέλεσμα της χρήσεως προκύπτει ως διαφορά μεταξύ των εσόδων και των εξόδων με βάση την αρχή της συσχέτισης. Έσοδα ή έξοδα προηγούμενων ή επομένων χρήσεων δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Κάθε χρήση θεωρείται ανεξάρτητη.
- Αρχή της συνέπειας των λογιστικών μεθόδων : οι επιχειρηματικές μονάδες οφείλουν να χρησιμοποιούν τις ίδιες λογιστικές μεθόδους και διαδικασίες από περίοδο σε περίοδο, ώστε να αποκλείονται οι αλλοιώσεις των λογιστικών μεγεθών από τις λογιστικές αλλαγές.
- Αρχή της αντικειμενικότητας : οι λογιστικές μετρήσεις και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτές πρέπει να είναι αμερόληπτα και επαληθεύσιμα ( αποδεικτικά έγγραφα, δικαιολογητικά ).
- Αρχή της επαρκούς αποκαλύψεως : οι λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνουν όλες εκείνες τις πληροφορίες που θεωρούνται αναγκαίες, ώστε να μην είναι παραπλανητικές.

### **3.1.1. Ισολογισμός**

Ισολογισμός είναι η οικονομική κατάσταση η οποία εμφανίζει σε ορισμένη χρονική στιγμή την επιχειρηματική ή επαγγελματική περιουσία. Με τον όρο επιχειρηματική ή επαγγελματική περιουσία νοούνται :

- Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης
- Οι υποχρεώσεις της επιχείρησης
- Τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης ή καθαρή θέση

Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης καλούνται Ενεργητικό.

Τα ίδια κεφάλαια και οι υποχρεώσεις καλούνται Παθητικό της επαγγελματικής περιουσίας. Δηλαδή το παθητικό εμφανίζει τα κεφάλαια που η επιχείρηση χρησιμοποίησε για να αποκτήσει την περιουσία ( ή το ενεργητικό ). Μεταξύ ενεργητικού και παθητικού υπάρχει η εξής ισότητα :

**Ενεργητικό = Παθητικό**

ή

**Ενεργητικό = Ίδια Κεφάλαια + Υποχρεώσεις**

ή

**Ενεργητικό – Υποχρεώσεις = Ίδια κεφάλαια ( ή καθαρή θέση )**

### **3.1.2 Περιουσιακά στοιχεία**

Περιουσιακά στοιχεία είναι σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ελεγχόμενοι από την επιχείρηση πόροι, ως αποτέλεσμα γεγονότων του παρελθόντος από τα οποία αναμένεται η εισροή οικονομικών ωφελειών στο μέλλον. Τα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι είτε ενσώματα είτε ασώματα, ο έλεγχος επ' αυτών δεν προϋποθέτει και το δικαίωμα ιδιοκτησίας, τα δε αναμενόμενα από αυτά οφέλη εκφράζονται με την άμεση ή έμμεση εισροή ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδυνάμων. Συναλλαγές ή γεγονότα που αναμένεται να συμβούν στο μέλλον δεν πληρούν τον ορισμό του περιουσιακού στοιχείου. Επομένως, για να διαπιστώσουμε εάν ένα γεγονός συνιστά περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης πρέπει να ερευνήσουμε εάν υφίστανται τα εξής στοιχεία :

- ✓ Αποτελεί ελεγχόμενο από την επιχείρηση πόρο. Με τον όρο ελεγχόμενοι από την επιχείρηση πόρο εννοούμε περιουσιακά στοιχεία επί των οποίων η επιχείρηση, ανεξάρτητα αν έχει την κυριότητα επί αυτών, έχει τη δυνατότητα να απολαμβάνει τα οικονομικά οφέλη τους π. χ εάν μια βιομηχανία απέκτησε ένα μηχάνημα με χρηματοδοτική μίσθωση ( leasing ), παρότι τυπικά ότι την κυριότητα του μηχανήματος την έχει η εταιρία leasing ( εκμισθωτής ), εν τούτοις βάσει της ουσίας και της οικονομικής πραγματικότητας, το μηχάνημα αυτό αποτελεί περιουσιακό στοιχείο της βιομηχανίας επειδή ο μισθωτής ( βιομηχανία ) αποκτά τα οικονομικά οφέλη της χρήσεως του μηχανήματος για το μεγαλύτερο μέρος της ωφέλιμης ζωής του, με αντάλλαγμα την ανάληψη υποχρεώσεως εκ μέρους της βιομηχανίας ( μισθωτής ) να πληρώνει γι' αυτό το δικαίωμα, ένα ποσό που πλησιάζει την πραγματική αξία του περιουσιακού στοιχείου και τα συναφή χρηματοοικονομικά έξοδα.
- ✓ Αποτελέσματα προγενέστερων γεγονότων. Τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχειρήσεως είναι αποτέλεσμα προηγούμενων συναλλαγών ή άλλων γεγονότων. Οι επιχειρήσεις κανονικά αποκτούν τα περιουσιακά στοιχεία με αγορά ή σε ορισμένες περιπτώσεις τα παράγουν οι ίδιες, μολονότι και άλλες συναλλαγές ή γεγονότα μπορεί να δημιουργήσουν περιουσιακά στοιχεία, όπως πχ η μεταβίβαση

ενός γηπέδου σε μια επιχείρηση από το κράτος ως επιχορήγηση για την οικονομική ανάπτυξη μιας περιοχής. Συναλλαγές ή γεγονότα που αναμένεται να συμβούν στο μέλλον, δε δημιουργούν από μόνα τους περιουσιακά στοιχεία.

- ✓ Υφίσταται η προσδοκία ότι μελλοντικά οικονομικά οφέλη θα εισρεύσουν στην επιχείρηση. Μια επιχείρηση συνήθως απασχολεί τα περιουσιακά στοιχεία της για να παράγει αγαθά ή υπηρεσίες, ικανά να καλύψουν τη ζήτηση ή τις ανάγκες των πελατών. Εξαιτίας του ότι αυτά τα αγαθά ή οι υπηρεσίες μπορούν να καλύπτουν την άνω ζήτηση ή τις άνω ανάγκες, οι πελάτες είναι έτοιμοι να πληρώσουν για αυτά και, επομένως να συνεισφέρουν στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Επομένως το μελλοντικό οικονομικό όφελος που ενσωματώνεται σε ένα περιουσιακό στοιχείο είναι κατ' αρχήν, η δυνατότητα να συνεισφέρει, άμεσα ή έμμεσα, στη ροή ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδυνάμων στην επιχείρηση. Τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που ενσωματώνονται σε ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να εισρέουν στην επιχείρηση με πολλούς τρόπους.

Πχ ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί :

- ✚ Να χρησιμοποιείται από μόνο του ή σε συνδυασμό με άλλα περιουσιακά στοιχεία για την παραγωγή αγαθών ή υπηρεσιών που πωλούνται από την επιχείρηση.
- ✚ Να ανταλλάσσεται με άλλα περιουσιακά στοιχεία
- ✚ Να χρησιμοποιείται για το διακανονισμό μιας υποχρέωσης
- ✚ Να διανέμεται στους ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι από το μελλοντικό όφελος που ενσωματώνεται σε ένα περιουσιακό στοιχείο είναι η δυνατότητα που έχει αυτό το στοιχείο να συνεισφέρει άμεσα ή έμμεσα, στη ροή ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδυνάμων στην επιχείρηση.

Η δυνατότητα αυτή επιτυγχάνεται :

- Είτε με τη χρησιμοποίηση του περιουσιακού στοιχείου για την παραγωγή αγαθών ή υπηρεσιών, τα οποία εν συνεχεία πωλούνται στους πελάτες και από τις πωλήσεις αυτές επιτυγχάνεται ροή ταμειακών διαθεσίμων
- Είτε με τη μετατρεψιμότητα των απαιτήσεων σε ταμειακά διαθέσιμα.

Είτε με το διακανονισμό και τη μείωση των υποχρεώσεων

Ειδικά η αναμονή ότι μελλοντικά οικονομικά οφέλη θα εισρεύσουν στην επιχείρηση πρέπει να είναι επαρκώς βέβαιη για να μπορεί να καταχωρηθεί ως περιουσιακό στοιχείο στο ενεργητικό του ισολογισμού.

Ένα περιουσιακό στοιχείο καταχωρείται στο ενεργητικό του ισολογισμού όταν :

- Είναι πιθανόν ότι τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη από τη χρησιμοποίηση του περιουσιακού στοιχείου θα εισρεύσουν στην επιχείρηση και
- Το περιουσιακό στοιχείο έχει ένα κόστος ή αξία που μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Ένα περιουσιακό στοιχείο δεν καταχωρείται στον ισολογισμό όταν αφορά δαπάνες και έξοδα από τα οποία θεωρείται απίθανο ότι θα εισρεύσουν στην επιχείρηση οικονομικά οφέλη τις επόμενες χρήσεις. Μια τέτοια πράξη καταλήγει μάλλον στην καταχώρηση της άνω δαπάνης ως εξόδου στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Αυτός ο χειρισμός δε σημαίνει είτε ότι η πρόθεση της διοικήσεως της επιχειρήσεως

κατά την ανάληψη δαπανών ήταν άλλη από το να δημιουργήσει μελλοντικά οικονομικά οφέλη για την επιχείρηση είτε ότι η διοίκηση της επιχειρήσεως παραπλανήθηκε. Το μόνο πρόβλημα έγκειται στο ότι ο βαθμός βεβαιότητας, ότι θα εισρεύσουν στην επιχείρηση οικονομικά οφέλη στις επόμενες χρήσεις, είναι ανεπαρκής για να δικαιολογηθεί η καταχώρηση ενός περιουσιακού στοιχείου.

Υπάρχει επομένως μια στενή σχέση μεταξύ της πραγματοποιήσεως δαπανών και της δημιουργίας περιουσιακών στοιχείων, αλλά οι δύο αυτές σχέσεις δε συμπίπτουν αναγκαστικά. Συνεπώς, όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί δαπάνες, αυτό μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι αναζητήθηκαν μελλοντικά οικονομικά οφέλη, αλλά δεν είναι οριστική απόδειξη ότι έχει αποκτηθεί κάποιο περιουσιακό στοιχείο, που πληρεί τον ορισμό του περιουσιακού στοιχείου.

Καταχώρηση είναι η διαδικασία ενσωμάτωσης στον ισολογισμό ενός κονδυλίου που ανταποκρίνεται στον ορισμό του περιουσιακού στοιχείου και πληρεί τα ανωτέρω περιγραφόμενα κριτήρια για καταχώρηση στον ισολογισμό. Η καταχώρηση πραγματοποιείται με την περιγραφή του κονδυλίου με λέξεις και με ένα πραγματικό ποσό, ώστε να συμπεριληφθεί, με τα λοιπά ποσά του ενεργητικού, στο σύνολο αυτού.

### **3.1.3 Οι Υποχρεώσεις της Επιχείρησης**

Υποχρέωση είναι μια παρούσα δέσμευση της επιχείρησης, που προκύπτει από προγενέστερα γεγονότα, ο διακανονισμός της οποίας αναμένεται να καταλήξει σε μια εκροή πόρων από την επιχείρηση που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη.

Ουσιαστικό χαρακτηριστικό μιας υποχρέωσης είναι ότι η επιχείρηση έχει μια παρούσα οφειλή ή δέσμευση, κυρίως λόγω αγοράς αγαθών ή υπηρεσιών με πίστωση. Ωστόσο υποχρεώσεις ανακύπτουν και από την κανονική εμπορική πρακτική και συνήθεια.

Μια υποχρέωση κανονικά προκύπτει όταν το περιουσιακό στοιχείο παραληφθεί ή η επιχείρηση κατάρτισε μια ανέκκλητη συμφωνία να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο την οποία δεν μπορεί να ακυρώσει και το πιθανότερο είναι ότι η επιχείρηση δεν θα αποφύγει τελικά την εκροή πόρων για εξόφλησή της .

Ο διακανονισμός μιας παρούσας υποχρέωσης, μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους, όπως πχ :

- ❖ Με πληρωμή τοις μετρητοίς
- ❖ Με μεταβίβαση άλλων περιουσιακών στοιχείων
- ❖ Με παροχή υπηρεσιών
- ❖ Με αντικατάσταση της συγκεκριμένης υποχρέωσης με μια άλλη ή
- ❖ Μετατροπή της υποχρέωσης σε κεφάλαιο
- ❖ Με την εκ μέρους του πιστωτή παραίτηση από το σχετικό δικαίωμα.

Οι υποχρεώσεις είναι αποτέλεσμα προηγούμενων συναλλαγών ή άλλων γεγονότων. Πχ η απόκτηση αγαθών και η χρήση υπηρεσιών δημιουργούν υποχρεώσεις πληρωτέες ( εκτός εάν η πληρωμή έγινε προκαταβολικά ή κατά την παράδοση), καθώς επίσης και η λήψη ενός τραπεζικού δανείου συνεπάγεται την υποχρέωση εξόφλησής του. Μια επιχείρηση μπορεί επίσης να καταχωρήσει ως υποχρεώσεις μελλοντικές εκπτώσεις που στηρίζονται στις ετήσιες πωλήσεις αγαθών ή υπηρεσιών προς τους πελάτες της. Σ' αυτήν την περίπτωση, η πώληση των αγαθών ή των υπηρεσιών κατά το παρελθόν είναι η συναλλαγή που δημιουργεί την υποχρέωση για τις μελλοντικές εκπτώσεις.

Αντιθέτως μια απόφαση της διοικήσεως μιας επιχείρησης να αποκτήσει περιουσιακά στοιχεία στο μέλλον δε δημιουργεί, μόνη της, αυτή η ενέργεια, μια παρούσα δέσμευση.

Οι υποχρεώσεις διακρίνονται σε βέβαιες υποχρεώσεις και σε ενδεχόμενες υποχρεώσεις ή προβλέψεις. Οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις εμφανίζονται στο παθητικό του ισολογισμού με αξία η οποία έχει προκύψει μετά από εκτίμηση της υποχρέωσης αυτής, δηλαδή αποτιμώνται με εκτίμηση. Όταν μια πρόβλεψη συνεπάγεται μια παρούσα οφειλή ή δέσμευση της επιχείρησης και πληρεί το υπόλοιπο του ορισμού, αυτή αποτελεί υποχρέωση, ακόμα και αν πρέπει να εκτιμηθεί. Αν για παράδειγμα, μια επιχείρηση αποφασίζει για λόγους πολιτικής, να επανορθώσει ελαττώματα στα προϊόντα της, ακόμα και όταν αυτά εμφανίζονται μετά τη λήξη της περιόδου εγγυήσεως, τα ποσά που αναμένεται να δαπανηθούν για αγαθά που ήδη έχουν πωληθεί, αποτελούν ενδεχόμενες υποχρεώσεις ή προβλέψεις.

Μια υποχρέωση καταχωρείται στον ισολογισμό, όταν είναι πιθανόν ότι μια εκροή πόρων που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη θα προέλθει από το διακανονισμό μιας παρούσας οφειλής και το ποσό, κατά το οποίο ο διακανονισμός θα λάβει χώρα, μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

### **3.1.4 Ίδια κεφάλαια**

Ίδια κεφάλαια ( ή καθαρή θέση ή καθαρή περιουσία ), είναι το ίδιο κεφάλαιο κάθε οικονομικής μονάδας, το οποίο για τις εταιρίες αποτελείται από το μετοχικό ή εταιρικό κεφάλαιο από τα κάθε είδους και φύσεως αποθεματικά και από το εκάστοτε υπόλοιπο εις νέον κερδών ή ζημιών. Τα ίδια κεφάλαια μεταβάλλονται με το αποτέλεσμα που η οικονομική μονάδα πέτυχε κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Έτσι τα ίδια κεφάλαια προσαυξάνονται με το κέρδος της χρήσεως και μειώνονται με τις ζημιές της χρήσεως.

### **3.1.5 Μέρη στα οποία διαιρείται το Ενεργητικό και το Παθητικό**

Το ενεργητικό διακρίνεται σε πάγιο ενεργητικό και σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Το πάγιο ενεργητικό περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία ( αγαθά, αξίες και δικαιώματα ) που προορίζονται να μείνουν μακροχρόνια και με την ίδια περίπου μορφή στην επιχείρηση με στόχο να πραγματοποιούνται για την επίτευξη των σκοπών της. Επίσης περιλαμβάνονται οι συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις και οι μακροπρόθεσμες απαιτήσεις ( δηλαδή οι απαιτήσεις των οποίων η προθεσμία είσπραξης λήγει μετά το τέλος της επόμενης χρήσης ).

Ένα περιουσιακό στοιχείο καταχωρείται στον Ισολογισμό όταν είναι πιθανό ότι τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη θα εισρεύσουν στην επιχείρηση και το περιουσιακό στοιχείο έχει μια αξία που μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα. Διαφορετικά καταχωρείται στα αποτελέσματα χρήσεως.

Στο πάγιο ενεργητικό περιλαμβάνονται :

1. Τα έξοδα πολυετούς αποσβέσεως ( έξοδα ιδρύσεως και οργανώσεως, έξοδα-κτίσεως ακινήτων κλπ ). Σημειώνεται ότι δεν προβλέπεται η εμφάνιση τέτοιων εξόδων στο ενεργητικού του Ισολογισμού.
2. Οι ασώματες ακινητοποιήσεις ( αγορά δικαιωμάτων, τεχνογνωσίας κλπ ).

3. Οι ενσώματες ακινητοποιήσεις ( γήπεδα, κτίρια, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα, έπιπλα ).
4. Οι συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων ( ΑΕ, ΕΠΕ, ΟΕ κλπ ), εφόσον συμμετέχουν με ποσοστό τουλάχιστον 10 % στο κεφάλαιο των άλλων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα υπάρχει πρόθεση και διαρκή συμμετοχή στο κεφάλαιο τους. Διαφορετικά χαρακτηρίζονται ως χρεόγραφα και καταχωρούνται στο κυκλοφορούν ενεργητικό.
5. Οι μακροπρόθεσμες απαιτήσεις. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις είναι οι απαιτήσεις των οποίων η προθεσμία είσπραξης λήγει μετά το τέλος της επόμενης χρήσης.

Απόσβεση είναι η χρονική κατανομή του κόστους αποκτήσεως του πάγιου περιουσιακού στοιχείου που υπολογίζεται με βάση την ωφέλιμη διάρκεια της ζωής του. Τα άνω ενσώματα και άυλα περιουσιακά στοιχεία εκτός από τα γήπεδα, τα οικοπέδα και τα έργα τέχνης έχουν ωφέλιμη διάρκεια ζωής περιορισμένη, πάντως μεγαλύτερη από ένα έτος

Επομένως το κόστος αποκτήσεως του άνω παγίου πρέπει να κατανεμηθεί χρονικά με βάση την ωφέλιμη διάρκεια ζωής του. Η κατανομή γίνεται με την απόσβεση.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία ( αγαθά, αξίες και δικαιώματα ) τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν εντός της επόμενης χρήσεως, δηλαδή :

- Τα αποθέματα ( εμπορεύματα, πρώτες ύλες κλπ )
- Τις απαιτήσεις ( από πελάτες, χρεώστες κλπ )
- Τα χρεόγραφα ( τα οποία πρόκειται άμεσα να ρευστοποιηθούν πχ μετοχές, έντοκα και ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου, μερίδα αμοιβαίων κεφαλαίων, ομολογίες κλπ )
- Τα διαθέσιμα ( μετρητά στο ταμείο, καταθέσεις σε τράπεζες ).

Το Παθητικό διακρίνεται στα ίδια κεφάλαια και στις υποχρεώσεις. Οι υποχρεώσεις διακρίνονται σε βέβαιες και κατά πρόβλεψη υποχρεώσεις καθώς και σε μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Μακροπρόθεσμες είναι οι υποχρεώσεις εκείνες για τις οποίες η προθεσμία εξοφλήσεως τους λήγει μετά το τέλος της επόμενης χρήσεως.

Βραχυπρόθεσμες είναι οι υποχρεώσεις εκείνες για τις οποίες η προθεσμία εξοφλήσεως τους λήγει ως το τέλος της επόμενης χρήσεως.

Ενδεχόμενες απομειώσεις και κατά πρόβλεψη υποχρεώσεις είναι εκείνες που διαφαίνονται σαν πιθανές κατά την ημέρα σύνταξης του ισολογισμού, αλλά δεν είναι γνωστό το ακριβές μέγεθός τους ή ο χρόνος στον οποίο θα προκύψουν. Οι ενδεχόμενες απομειώσεις και οι κατά πρόβλεψη υποχρεώσεις διακρίνονται σε :

- Ενδεχόμενες αποζημιώσεις υποτιμήσεως στοιχείων του ενεργητικού
- Προβλέψεις υπερτιμήσεως παθητικού.

Στις ενδεχόμενες απομειώσεις υποτιμήσεως στοιχείων του ενεργητικού περιλαμβάνονται οι υποτιμήσεις του πάγιου ενεργητικού (υποτίμηση ακινήτων, μηχανημάτων, μεταφορικών μέσων, ηλεκτρονικών υπολογιστών, συμμετοχών κλπ ) καθώς επίσης και οι υποτιμήσεις του κυκλοφορούντος ενεργητικού εμφανίζονται αφαιρετικά από τα στοιχεία του ενεργητικού.

Στις προβλέψεις υπερτιμήσεως παθητικού περιλαμβάνονται οι υπερτιμήσεις των υποχρεώσεων της επιχείρησης ( υπερτιμήσεις υποχρεώσεων προς τράπεζες, προμηθευτές, Ελληνικό Δημόσιο, ασφαλιστικά ταμεία, προσωπικό και λοιπούς τρίτους.

Αντιθέτως όμως, ο εμπορικός νόμος δεν επιτρέπει τις προβλέψεις εσόδων, δηλαδή δεν επιτρέπει πρόβλεψη για υπερτίμηση στοιχείου ενεργητικού ή υποτίμηση στοιχείου παθητικού. πχ οι επιχειρήσεις δεν έχουν το δικαίωμα να υπερτιμήσουν αυθαίρετα τα ακίνητά τους ή να διαγράψουν υποχρεώσεις χωρίς την έγκριση του δανειστή. Οι μόνες επιτρεπόμενες υπερτιμήσεις στοιχείων ενεργητικού είναι :

- Η βάση νόμου αναπροσαρμογής της αξίας των ακινήτων
- Η υπερτίμηση στοιχείου ενεργητικού προερχόμενη από αποτίμηση απαιτήσεως σε ξένο νόμισμα που πραγματοποιείται στο τέλος της χρήσεως καθώς επίσης και η υποτίμηση στοιχείου παθητικού προερχόμενη από αποτίμηση υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα που πραγματοποιείται στο τέλος της χρήσεως. Τα Δ.Λ.Π προβλέπουν την αποτίμηση των παγίων σε εύλογες αξίες, βάσει εκτιμήσεων αναγνωρισμένων εκτιμητών, καθώς και των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο μετοχών, οι οποίες μπορούν να αποτιμηθούν στην τρέχουσα αξία αυτών στο Χρηματιστήριο, κατά το χρόνο σύνταξης οικονομικών καταστάσεων

Βέβαιες υποχρεώσεις είναι εκείνες οι υποχρεώσεις για τις οποίες την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού δεν υπάρχει καμία αμφιβολία για το οφειλόμενο ποσό.

### **3.2 Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως**

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως εμφανίζει το οικονομικό αποτέλεσμα ( κέρδος ή ζημιά ) το οποίο η επιχείρηση πέτυχε κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου καθώς και τους προσδιοριστικούς παράγοντες αυτού του αποτελέσματος. Το αποτέλεσμα της χρήσεως, εμφανίζεται ως η αλγεβρική διαφορά μεταξύ των εσόδων και των εξόδων της χρήσεως.

Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως έχει δύο μορφές ανάλυσης.

Η πρώτη μορφή ανάλυσης είναι η μέθοδος των κατά είδος εξόδων. Οι δαπάνες συναθροίζονται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, σύμφωνα με το είδος τους ( για παράδειγμα αποσβέσεις, αγορές υλών, κόστη μεταφοράς, παροχές σε εργαζομένους και κόστη διαφήμισης ) και δεν ανακατανέμονται μεταξύ των διαφόρων λειτουργιών εντός της οντότητας. Η μέθοδος αυτή δύναται να είναι απλή στην εφαρμογή της επειδή δεν απαιτείται επιμερισμός των δαπανών στις λειτουργικές κατατάξεις. Ένα παράδειγμα κατάταξης, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των κατά είδος εξόδων, έχει ως ακολούθως :

Έσοδα	X
Άλλα έσοδα	X
Μεταβολές στα αποθέματα ετοιμών προϊόντων και στην παραγωγή σε εξέλιξη	X
Αναλώσεις πρώτων υλών και υλικών	X
Κόστος παροχών σε εργαζόμενους	X
Δαπάνες αποσβέσεων	X
Άλλες δαπάνες	X
Σύνολο δαπανών	(X)



Η δεύτερη μορφή ανάλυσης της μεθόδου είναι η μέθοδος κατηγορίας εξόδου ή του « κόστους πωληθέντων » και κατατάσσει τις δαπάνες σύμφωνα με τη λειτουργία τους ως μέρος του κόστους πωλήσεων ή για παράδειγμα του κόστους διάθεσης ή διοικητικών λειτουργιών. Κατ' ελάχιστο με τη χρήση αυτής της μεθόδου η οντότητα γνωστοποιεί το κόστος πωληθέντων της ξεχωριστά από άλλες δαπάνες. Αυτή η μέθοδος συχνά παρέχει στους χρήστες πιο σχετικές πληροφορίες από ότι η μέθοδος των κατά είδος εξόδων, αλλά ο επιμερισμός του κόστους στις λειτουργίες μπορεί να είναι αυθαίρετη και απαιτεί σημαντικό βαθμό κρίσης. Ένα παράδειγμα κατάταξης με τη μέθοδο της κατηγορίας εξόδου έχει ως ακολούθως :

Έσοδα	X
Κόστος πωληθέντων	(X)
Μικτό κέρδος	X
Άλλα έσοδα	X
Κόστος διάθεσης	(X)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(X)
Άλλες δαπάνες	(X)
Κέρδος	<u>X</u>

### **3.2.1 Έννοια εσόδου, κόστους και εξόδου**

Έσοδο είναι η χρηματική έκφραση της αγοραστικής δύναμης που αποκτάται άμεσα ή έμμεσα, από τη δραστηριότητα της οικονομικής μονάδας και ειδικότερα από την πώληση ή εκμετάλλευση αγαθών, υπηρεσιών και δικαιωμάτων. Στην έννοια του εσόδου περιλαμβάνονται και τυχόν επιχορηγήσεις και άλλα παρόμοιας φύσεως κονδύλια που καταβάλλονται στην οικονομική μονάδα για την υποβοήθηση επιτεύξεως των σκοπών της. Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο, έσοδο είναι η μικτή ( ακαθάριστη ) εισροή οικονομικών οφειλών, στη διάρκεια της περιόδου, που προκύπτει από τις συνήθεις δραστηριότητες μιας επιχείρησης, όταν αυτές οι εισροές έχουν ως αποτέλεσμα μια αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, εκτός από εκείνη που σχετίζεται με εισφορά των συμμετεχόντων στα ίδια κεφάλαια. Προκύπτει λοιπόν ότι έσοδα είναι η χρηματική έκφραση της αγοραστικής δύναμης που αποκτάται από την αύξηση της καθαρής θέσεως της επιχείρησης εκτός από εκείνη που σχετίζεται με εισφορά των συμμετεχόντων στα ίδια κεφάλαια. Σύμφωνα με τα παραπάνω προκύπτει ότι έσοδο είναι η χρηματική έκφραση της αγοραστικής δύναμης που αποκτάται από την αύξηση της καθαρής θέσεως της επιχείρησης εκτός από εκείνη που σχετίζεται με εισφορά των συμμετεχόντων στα ίδια κεφάλαια. Το έσοδο περιλαμβάνει μόνο τις μεικτές εισροές των οικονομικών οφελών που εισπράχθηκαν και είναι εισπρακτέες από την επιχείρηση για δικό της λογαριασμό. Ποσά εισπραχθέντα για λογαριασμό τρίτων πχ ΦΠΑ δεν αποτελούν οικονομικά οφέλη που εισρέουν στην επιχείρηση και δεν προκαλούν αύξηση των ιδίων κεφαλαίων και επομένως εξαιρούνται των εσόδων.

Το έσοδο πάντα συσχετίζεται με τα αντίστοιχα έξοδα. Από το συσχετισμό αυτό ( μεταξύ εσόδου και εξόδου ) προκύπτει ένα αποτέλεσμα. . Εάν η διαφορά ( έσοδα – έξοδα ) είναι θετική, δηλαδή τα έσοδα της χρήσεως είναι μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα έξοδα, τότε το αποτέλεσμα είναι κέρδος. Εάν η διαφορά αυτή είναι

αρνητική, δηλαδή τα έσοδα της χρήσεως είναι μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα έξοδα, τότε το αποτέλεσμα είναι ζημία. Το έξοδο έστω και στιγμιαία, προϋπάρχει σαν κόστος ενώ δεν ισχύει το αντίστροφο.

Κόστος είναι η διάθεση ή επένδυση αγοραστικής δυνάμεως για την απόκτηση υλικών ή άυλων αγαθών και υπηρεσιών με σκοπό τη χρησιμοποίησή τους για την πραγματοποίηση εσόδων από πωλήσεις ή την κάλυψη κοινωνικών αναγκών. Για παράδειγμα, για μια εμπορική επιχείρηση κόστος συνιστά η αγορά εμπορευμάτων. Το κόστος εξαφανίζεται όταν πωλείται το αγαθό στο οποίο είναι ενσωματωμένο. Τότε το κόστος του αγαθού αυτού μετατρέπεται σε έξοδο και βαρύνει το έσοδο που προκύπτει από την πώληση του. Πχ έμπορος που κάθε πρωί αγοράζει 5 € / τεμάχιο αναψυκτικά για να τα πουλήσει, εν συνεχεία, 8 € / τεμάχιο στους καταναλωτές, δημιουργεί κόστος 5 € το τεμάχιο, το οποίο στη συνέχεια μετατρέπεται σε έξοδο 5 € / τεμάχιο κατά τη χρονική στιγμή πώλησης του αναψυκτικού, ώστε να συσχετιστεί με το αντίστοιχο έσοδο 8 € / τεμάχιο και από τη συσχέτιση αυτή ο έμπορος να προσδιορίζει το αποτέλεσμα από την πώληση το οποίο είναι μικτό κέρδος 3 € / τεμάχιο.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι για τις εμπορικές και τις βιομηχανικές επιχειρήσεις το κόστος, έως τη χρονική στιγμή που το εμπόρευμα ή το έτοιμο προϊόν θα πωληθεί αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού της επιχείρησης. Από χρονική στιγμή που το εμπόρευμα ή το έτοιμο προϊόν πωληθεί, τότε το κόστος μετατρέπεται σε έξοδο, το οποίο αποτελεί στοιχείο διαμορφωτικό των αποτελεσμάτων της χρήσεως, μέσα στην οποία πραγματοποιείται.

### **3.2.2 Διάκριση των εσόδων, του κόστους και των εξόδων**

Τα έσοδα διακρίνονται σε οργανικά και ανόργανα, καθώς επίσης σε ομαλά και ανώμαλα έσοδα.

Οργανικά έσοδα είναι εκείνα που αναφέρονται στην ομαλή εκμετάλλευση της χρήσεως και σχετίζονται με το οργανικό κόστος και τα οργανικά έξοδα για τον προσδιορισμό του οργανικού αποτελέσματος εκμεταλλεύσεως της οικονομικής μονάδας. Τα οργανικά έσοδα λοιπόν που πηγάζουν από την κανονική, ομαλή και κατά κανόνα προγραμματισμένη πορεία της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας χαρακτηρίζονται ως ομαλά έσοδα και αποτελούν τα έσοδα εκμεταλλεύσεως πχ βιομηχανική επιχείρηση ενέκρινε τον τιμοκατάλογο πωλήσεων των προϊόντων της από 1.1.2002, με αποτέλεσμα οι πραγματοποιούμενες πωλήσεις προϊόντων βάσει του τιμοκαταλόγου συνιστούν οργανικά- ομαλά έσοδα της χρήσεως 2002. Στην περίπτωση όμως που ένας ανταγωνιστής της άνω επιχείρησης, λόγω απεργίας του προσωπικού του, δεν μπορεί να τροφοδοτήσει την αγορά με τα προϊόντα του και έτσι η άνω βιομηχανική επιχείρηση αυξάνει, για μικρό χρονικό διάστημα, υπέρμετρα τις τιμές πωλήσεων των προϊόντων της. Τα έσοδα που προέρχονται από τις τελευταίες αυτές πωλήσεις συνιστούν μη ομαλό ( ή ανώμαλο ) έσοδο με αποτέλεσμα να μη συμπεριλαμβάνονται στα οργανικά έσοδα της χρήσεως, αλλά στα ανόργανα έσοδα.

Ανόργανα έσοδα είναι εκείνα που προέρχονται από τυχαίες και συμπτωματικές πράξεις, συναλλαγές ή άλλες δραστηριότητες της οικονομικής μονάδας. Στην κατηγορία των ανόργανων εσόδων περιλαμβάνονται και τα έκτακτα έσοδα που, αν και έχουν σχέση με τη βασική και τις δευτερεύουσες δραστηριότητες της οικονομικής μονάδας, η πραγματοποίησή τους οφείλεται σε έκτακτα γεγονότα και περιστατικά όπως πχ οι πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές. Στην τελευταία αυτή περίπτωση εντάσσονται και τα μη ομαλά ( ή ανώμαλα ) έσοδα, δηλαδή εκείνα που οφείλονται σε

απότομες μεταβολές της οικονομικής συγκυρίας ή σε έκτακτα γεγονότα και περιστατικά, που κάτω από κανονικές συνθήκες δεν αναμένονται και η χρονική διάρκειά τους είναι συνήθως περιορισμένη. Πχ τα έσοδα που προέρχονται από σοβαρές και έκτακτες διακυμάνσεις των τιμών από συγκυριακά οικονομικά γεγονότα, που δημιουργούν πρόσκαιρη στενότητα στα μεγέθη προσφοράς και ζήτησης .

Τα κόστη- έξοδα διακρίνονται σε οργανικά και ανόργανα κόστη καθώς επίσης και σε ομαλά και ανώμαλα κόστη – έξοδα.

Οργανικό κόστος – έξοδο είναι εκείνο που αναφέρεται στην ομαλή εκμετάλλευση της χρήσεως και σχετίζεται με τα οργανικά έσοδα για τον προσδιορισμό του οργανικού αποτελέσματος εκμεταλλεύσεως της οικονομικής μονάδας. Το οργανικό κόστος – έξοδο ενσωματώνεται στο κόστος των διαφόρων λειτουργιών της οικονομικής μονάδας ( παραγωγής, εφοδιασμού, διοίκησης, διάθεσης, ερευνών – αναπτύξεως και χρηματοοικονομικής λειτουργίας )και πρέπει να βρίσκεται σε ομαλή σχέση με το έργο που παράγεται από τις λειτουργίες αυτές. Εάν όμως το οργανικό κόστος δε βρίσκεται σε ομαλή σχέση με το έργο που παράγεται από τις άνω λειτουργίες, τότε χαρακτηρίζεται ως μη ομαλό κόστος – έξοδο. Το μη ομαλό κόστος περιλαμβάνεται στην κατηγορία ανόργανα κόστη – έξοδα.

Ανόργανο κόστος – έξοδο είναι εκείνο που δεν αναφέρεται στην ομαλή εκμετάλλευση της χρήσεως και δεν συσχετίζεται με τα οργανικά έσοδα για τον προσδιορισμό του οργανικού αποτελέσματος εκμετάλλευσης.

Στην κατηγορία ανόργανα κόστη – έξοδα εντάσσονται :

1. Το το κόστος που συνδέεται με τυχαίες, απρόβλεπτες, εξαιρετικές, ακανόνιστες και ευκαιριακές πράξεις ή δραστηριότητες. Πχ η περίπτωση ευκαιριακής αγοράς ακινήτου με σκοπό την άμεση μεταπώληση του.
2. Το κόστος – έξοδο προηγούμενων χρήσεων πραγματοποιείται μεν μέσα στη χρήση, ο χρόνος όμως και τα αίτια δημιουργίας τους ανάγονται σε δραστηριότητες προηγούμενων χρήσεων. Πχ το έτος 2002 εκδόθηκε απόφαση δικαστηρίου με την οποία η επιχείρηση υποχρεώθηκε να καταβάλλει στο προσωπικό της αναδρομικές διαφορές αποδοχών από 1.1.2000 έως 31.12.2000 ποσού 50000 €. Τα αναδρομικά αυτά θα καταβληθούν το έτος 2002 πλην όμως, συνιστούν ανόργανο κόστος – έξοδο επειδή η αιτία δημιουργίας ανάγεται σε προηγούμενη χρήση ( το 2000 ).

### **3.2.3 Το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως**

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως διαιρείται σε δύο μέρη :

- Στο αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως
- Στο έκτακτο αποτέλεσμα

Το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως εμφανίζει το αποτέλεσμα που η οικονομική μονάδα πραγματοποιεί, μέσα στη χρήση που κλείνει από την εκμετάλλευση των διαφόρων δραστηριοτήτων της ( κύριες, παρεπόμενες, δευτερεύουσες και επενδυτικές ).

Κύρια δραστηριότητα της οικονομικής μονάδας, είναι αυτή η οποία αποτελεί το κύριο αντικείμενο της. Τα έσοδα από την κύρια δραστηριότητα ονομάζονται « κύκλος εργασιών» ή « πωλήσεις » ή ακαθάριστα έσοδα. Το καθαρό ύψος του κύκλου εργασιών περιλαμβάνει τα ποσά των εσόδων που πραγματοποιούνται από την πώληση προϊόντων ή την παροχή υπηρεσιών μέσα στα πλαίσια της συνήθους

δραστηριότητας της επιχείρησης από τα οποία έχουν αφαιρεθεί οι εκπτώσεις πωλήσεων και οι υπέρ του Δημοσίου και τρίτων φόροι, πχ ΦΠΑ.

Στις παρεπόμενες και δευτερεύουσες δραστηριότητες, σε σχέση με το κύριο αντικείμενο της οικονομικής μονάδας, εντάσσονται : τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών σε τρίτους ή στο προσωπικό, τα έσοδα από προμήθειες και μεσιτείες, τα έσοδα από προνόμια και διοικητικές παραχωρήσεις, τα ενοίκια παγίων κλπ.

Στις επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνονται τα έσοδα που πραγματοποιεί η οικονομική μονάδα από τοποθετήσεις κεφαλαίων της σε συμμετοχές, χρεόγραφα, καταθέσεις και δανεισμούς σε τρίτους.

Το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως προσδιορίζεται εάν από τον κύκλο εργασιών ( τζίρος ) αφαιρέσουμε το κόστος πωληθέντων και τα λοιπά λειτουργικά έξοδα της επιχείρησης.

Το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως συνοπτικά προσδιορίζεται ως εξής :

	Κύκλος εργασιών	X
μείον :	Κόστος πωληθέντων	Ψ
	Μικτό κέρδος	X- Ψ
Πλέον :	Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	A
Μείον :	Έξοδα διοικήσεως	B
	Έξοδα διαθέσεως	Γ
	Έξοδα ερευνών και αναπτύξεως	Δ
Πλέον :	Έσοδα και κέρδη από συμμετοχές χρεόγραφα Και πιστωτικούς τόκους καταθέσεως	E
Μείον :	Έξοδα και ζημίες από συμμετοχές, χρεόγραφα, δάνεια κλπ.	Z

Αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως ( κέρδος ) :  $X - \Psi + A - B - \Gamma - \Delta + E - Z = \Omega$

Αντιθέτως το αποτέλεσμα ( κέρδος ή ζημία ) που προκύπτει από τις μειώσεις των ενσωμάτων και ασωμάτων ακινητοποιήσεων ( πωλήσεις κλπ ) δεν καταχωρείται στο αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως , αλλά στο έκτακτο αποτέλεσμα.

Το κόστος πωληθέντων στις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών καθορίζεται από το άμεσο καθώς και το έμμεσο κόστος παροχής της υπηρεσίας. Πχ το άμεσο κόστος παροχής λογιστικών υπηρεσιών αποτελείται από το κόστος εργασίας των λογιστών που παρέχουν άμεσα υπηρεσίες στον πελάτη συν το έμμεσο κόστος παροχής υπηρεσίας, που μπορεί να είναι η απόσβεση των χρησιμοποιούμενων από το προσωπικό ηλεκτρονικών υπολογιστών.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι μικτό κέρδος είναι η θετική διαφορά ανάμεσα στις πωλήσεις εμπορευμάτων, έτοιμο προϊόντων και υπηρεσιών και τα οποία αποτελούν την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης και του αντίστοιχου κόστους αγοράς πωληθέντων εμπορευμάτων, κόστους παραγωγής πωληθέντων ετοιμών προϊόντων και υπηρεσιών. Από το μικτό κέρδος αφαιρούνται τα έξοδα των λειτουργιών διοίκησης, διάθεσης ερευνών και ανάπτυξης και χρηματοοικονομικών και το υπόλοιπο είναι το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως.

Έξοδα διοικητικής λειτουργίας είναι τα έξοδα που γίνονται για τη λειτουργία των διοικητικών υπηρεσιών ( έξοδα της γενικής συνέλευσης, του διοικητικού συμβουλίου, της διοικήσεως, του γενικού λογιστηρίου, της διευθύνσεως προσωπικού κλπ ).

Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως είναι τα έξοδα που γίνονται για την προώθηση, προετοιμασία και πραγματοποίηση των πωλήσεων προϊόντων ή υπηρεσιών της επιχείρησης ( έξοδα αποθήκης ετοιμών προϊόντων, έξοδα πωλητών κλπ ).

Έξοδα λειτουργίας ερευνών και αναπτύξεως είναι τα έξοδα που γίνονται για τη λειτουργία ερευνών και αναπτύξεως, δηλαδή το κόστος της λειτουργίας ερευνών και αναπτύξεως που αποδίδει έργο μακροχρόνιας αξιοποίησεως, όπως πχ νέες μεθόδους παραγωγικής διαδικασίας, νέες ιδιοσκευές ή ευρεσιτεχνίες που θα αξιοποιηθούν. Το άνω κόστος κατά μέρος που αποδεικνύεται ότι αφορά πραγματική παραγωγή μέρους μακροχρόνιας αξιοποίησεως επιβαρύνει το κόστος ακινητοποιήσεων, διαφορετικά τα αποτελέσματα χρήσεως. Εάν από τον κύκλο εργασιών ( ή τζίρο ) αφαιρέσουμε το κόστος πωληθέντων προσδιορίζουμε το μεικτό κέρδος της επιχείρησης.

Ο συντελεστής μικτού κέρδους προσδιορίζεται από τη σχέση :

$$\frac{\text{Μικτό κέρδος}}{\text{Κύκλος εργασιών}} = \%$$

Ο συντελεστής μεικτού κέρδους συνήθως είναι σταθερός από χρήση σε χρήση. Σε περίπτωση ουσιαστικής μεταβολής, πρέπει να ερευνάται η αιτία μεταβολής του.

Περαιτέρω ανάλυση του αποτελέσματος εκμεταλλεύσεως υπάρχει στην κατάσταση « Αποτέλεσμα Εκμεταλλεύσεως », την οποία η επιχείρηση συντάσσει στο τέλος της χρήσεως και καταχωρεί στο θεωρημένο βιβλίο απογραφών και ισολογισμού, όμως δεν δημοσιεύεται μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις στις εφημερίδες.

Η κατάσταση του λογαριασμού « Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης » περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία :

Τα οργανικά έσοδα από τις κύριες, παρεπόμενες και δευτερεύουσες δραστηριότητες της επιχείρησης. Α

Μείον : το λειτουργικό κόστος, ήτοι :

- Τις μεταβολές των αποθεμάτων Β
- Τα οργανικά έξοδα Γ

Μερικό αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως σε μεταφορά Ψ = Α - Β - Γ

Πλέον : έσοδα και κέρδη από επενδυτικές δραστηριότητες Ε

Μείον : έξοδα και ζημιές από επενδυτικές δραστηριότητες Ζ

Μείον : έξοδα από χρηματοοικονομικές λειτουργίες Κ

Ολικό αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως Λ = Ψ + Ε - Ζ - Κ

### **3.2.4 Έκτακτα Αποτελέσματα**

Στους λογαριασμούς « Έκτακτα και ανόργανα έσοδα » και « Έκτακτα και ανόργανα έξοδα » καταχωρούνται τα έσοδα που δεν προέρχονται από τη συνήθη δραστηριότητα της επιχείρησης όπως αναλυτικά έχουμε αναφέρει.

Έκτακτα έσοδα : ενδεικτικές περιπτώσεις εκτάκτων εξόδων είναι οι εξής :

- Τα πρόστιμα κάθε είδους και οι προσαυξήσεις φόρων
- Οι τόκοι υπερημερίας λόγω καθυστερήσεως εξοφλήσεως των δανειστών

- Οι ποινικές ρήτρες λόγω μη ορθής εκτέλεσης συμφωνίας με τρίτο
- Οι καταπτώσεις εγγυήσεων
- Οι προσαυξήσεις λόγω καθυστερήσεως καταβολής εισφορών και συνεισφορών σε ασφαλιστικούς οργανισμούς
- Οι υπερβολικές φύρες αποθηκείσεως, μεταφοράς και βιομηχανοποίησεως υλικών
- Τα πέρα από τα κανονικά έξοδα ερευνών, πειραμάτων και δοκιμών αναπτύξεως και βελτιώσεως των ειδών που παράγονται
- Οι μειώσεις της αξίας αποθεμάτων λόγω παλαιότητας ή ποιοτικών αλλοιώσεων ή άλλων αιτιών
- Η επιβολή εφάπαξ έκτακτων φόρων
- Η πληρωμή ημερών απεργίας του προσωπικού
- Η καταβολή αποζημιώσεως στην πελατεία για αποκατάσταση ζημιών που προκαλούνται από προϊόντα ελαττωματικής ποιότητας
- Η επισκευή μηχανημάτων ή εγκαταστάσεων για αποκατάσταση ανώμαλων φθορών ή καταστροφών
- Οι χρεωστικές συναλλαγματικές διαφορές
- Οι δωρεές και εισφορές για κοινωφελείς σκοπούς, που θεωρούνται ασυνήθιστα υψηλές σε σχέση με το μέγεθος της οικονομικής μονάδας.
- Οι αποζημιώσεις στο προσωπικό που δεν καλύπτονται από σχετικές προβλέψεις
- Οι απώλειες από πυρκαγιές ή μεταφορές που δεν καλύπτονται ασφαλιστικά
- Οι υπερημερίες που καταβάλλονται στο τελωνείο ή στην ελεύθερη ζώνη λόγω καθυστέρησης παραλαβής φορτίων
- Τα ελλείμματα ταμείου
- Οι κλοπές και οι υπεξαίρέσεις
- Οι απώλειες από πιστώσεις οι οποίες χορηγούνται πέρα από τα όρια που χορηγούνται κανονικά.

Έκτακτα έσοδα : ενδεικτικές περιπτώσεις εκτάκτων εσόδων είναι οι καταπτώσεις εγγυήσεων- ποινικών ρητρών, Πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές, Αναλογούσες στη χρήση επιχορηγήσεις παγίων.

Έκτακτα κέρδη – ζημιές : τα σημαντικότερα έκτακτα κέρδη – ζημιές είναι τα προκύπτοντα από τη μεταβίβαση ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων ( ακινήτων, τεχνικών έργων, μηχανημάτων, μεταφορικών μέσων, επίπλων, δικαιωμάτων και λοιπών ασώματων ακινητοποιήσεων ).

### **3.2.5 Συντελεστής καθαρού κέρδους**

Εάν διαιρέσουμε το καθαρό αποτέλεσμα χρήσεως ( κέρδος προ φόρου ) δια του κύκλου εργασιών προσδιορίζουμε το συντελεστή καθαρού κέρδους της επιχείρησης.

$$\frac{\text{Καθαρό κέρδος χρήσεως ( προ φόρου )}}{\text{Κύκλος εργασιών}} = \%$$

Ο άνω συντελεστής ελέγχεται και πάντοτε από τους φορολογικούς ελεγκτές εάν είναι μικρότερος ή μεγαλύτερος από τους αντίστοιχους συντελεστές τους οποίους το Υπουργείο Οικονομικών προβλέπει για τις επιχειρήσεις βάσει του αντικειμένου των εργασιών τους.

### **3.3 Η σημασία των κερδών για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων**

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και η πρόβλεψη των κερδών μιας επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης. Σύμφωνα με τον Graham et al. (1962) τα αναμενόμενα κέρδη είναι ο κυριότερος παράγοντας προσδιορισμού της εσωτερικής αξίας (intrinsic value) μιας μετοχής.

Στα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια η ανάγκη για ενημέρωση των αναλυτών και επενδυτών ώθησε τις εισηγμένες εταιρίες στη δημοσίευση τριμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων. Εκτιμιόταν ότι η δημοσίευση ενδιάμεσων λογιστικών καταστάσεων θα λειτουργούσε συμπληρωματικά με τα ετήσια στοιχεία. Αντίθετα αρκετοί πιστεύουν ότι οι πληροφορίες που περιέχονται στις δημοσιευόμενες εξαμηνιαίες και τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις είτε μας οδηγούν σε λανθασμένες αποφάσεις είτε είναι ανακριβείς με αποτέλεσμα η δημοσίευση τους να μην προσθέτει κάποιο επιπλέον στοιχείο στην πληροφορία, η οποία ήδη περιέχεται στις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις.

Στην Ελλάδα η απόφαση για τη δημοσίευση των εξαμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων και πρόσφατα των τριμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων σκοπό έχει την καλύτερη ενημέρωση των αναλυτών επιχειρήσεων και του επενδυτικού κοινού έτσι ώστε οι διαμορφούμενες τιμές στην αγορά να αντανακλούν πραγματικές δυνάμεις της αγοράς. Με αυτό τον τρόπο στοχεύεται η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αφού σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς η τιμή μιας μετοχής στην αγορά θα πρέπει να αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που επηρεάζουν τα αποτελέσματα μιας επιχείρησης και δεν θα μπορεί κάποιος να πραγματοποιήσει κέρδη αγοράζοντας ή πουλώντας μια μετοχή χρησιμοποιώντας εσωτερικές πληροφορίες στις οποίες δεν έχουν πρόσβαση όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά.

### **3.4 Ο κυρίαρχος ρόλος του E.V.A στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων**

Μέσω των λογιστικών καταστάσεων αξιολογούμε τον τρόπο λειτουργίας μιας επιχείρησης απολογιστικά, στο τέλος δηλαδή μιας χρήσης και αφού ενδεχομένως έχει ληφθεί μια σειρά αποφάσεων και έχει υλοποιηθεί ένα φάσμα ενεργειών (υλοποίηση επενδύσεων, υπογραφές συμβάσεων), όπου η επιχείρηση δεν μπορεί να κάνει πίσω. Ο καλύτερος λοιπόν τρόπος είναι να προβλέψουμε τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων και όχι να ερχόμαστε εκ των υστέρων να κρίνουμε, αν η επιχείρηση λειτουργεί αποδοτικά και προς το συμφέρον των μετόχων της. Γιατί η πρόληψη είναι καλύτερη από την θεραπεία. Αυτό που επίσης είναι κρίσιμο στην αξιολόγηση των επιχειρηματικών αποφάσεων, είναι τα κριτήρια της αξιολόγησης. Σε πολλές εταιρίες κριτήρια μιας μελλοντικής απόφασης ή της αξιολόγησης μιας ήδη υπάρχουσας επιχειρηματικής λειτουργίας είναι το λογιστικό κέρδος προ φόρων (EBT), ή το κέρδος προ τόκων και φόρων (EBIT), ή ακόμη το κέρδος προ τόκων και αποσβέσεων (EBITDA). Τα κέρδη EBITDA μετρούν καλύτερα τις οικονομικές επιδόσεις μιας εταιρείας ή ενός κλάδου για μια οικονομική περίοδο. Γνωρίζοντας τα κέρδη EBITDA σε συνδυασμό με το διαθέσιμο ταμείο και τις υποχρεώσεις στις τράπεζες μιας εταιρείας μπορούμε να έχουμε μια πολύ καθαρή εικόνα τόσο για την χρηματοοικονομική της διάρθρωση όσο και για την οικονομική της πορεία γενικότερα. Αντίθετα, οι περισσότερες μεγάλες εταιρίες στον κόσμο σήμερα χρησιμοποιούν

παραλλαγές του λεγόμενου E.V.A. (Economic Value Added) ως μέτρο της οικονομικής τους επίδοσης. Προτιμούν το E.V.A., διότι δίνει μια πιο πλήρη εικόνα του αποτελέσματος απ' ότι το λογιστικό κέρδος. Το λογιστικό κέρδος δεν λέει τίποτε για τα κεφάλαια που απασχολήθηκαν για να παραχθεί αυτό το κέρδος. Είναι η μισή αλήθεια. Το E.V.A. συνδυάζει σε ένα νούμερο τόσο το κέρδος όσο και τα κεφάλαια που απασχολήθηκαν για την πραγματοποίησή του. Ακολουθεί ένα παράδειγμα, για να γίνει αντιληπτή η διαφορά μεταξύ κέρδους και EVA. Ας υποθέσουμε ότι κάποιος έχει μια κατάθεση στην τράπεζα. Σας λέει ότι πέρσι είχε έσοδα τόκων από αυτή την κατάθεση 2.000 ευρώ: η πληροφορία αυτή δεν σας επιτρέπει να αξιολογήσετε αν πρόκειται για μια καλή τοποθέτηση των χρημάτων του, ή όχι. Πρέπει να γνωρίζουμε και τί ποσό είχε κατατεθειμένο στην τράπεζα κατά τη διάρκεια της περσινής χρονιάς. Έτσι, αν το ποσό της κατάθεσης ήταν κατά μέσο όρο 200.000 ευρώ, θα μπορούσατε να τον συμβουλέψετε να αλλάξει τράπεζα, διότι η απόδοση των 2.000 ευρώ είναι μόλις 1% της κατάθεσης, ενώ θα μπορούσε πολύ εύκολα να βρει τη διπλάσια σχεδόν απόδοση σε άλλη τράπεζα. Έτσι ακριβώς αν σας πει κάποιος ότι η επιχείρησή του είχε κέρδη 2.000 ευρώ την περσινή χρονιά, η πληροφορία αυτή δεν σας φτάνει για να αξιολογήσετε αν τα κέρδη αυτά ήταν ικανοποιητικά ή όχι. Για να το κάνετε αυτό, χρειάζεται να γνωρίζετε και τί κεφάλαιο απασχολούσε κατά μέσο όρο η επιχείρηση του συνομιλητή σας κατά το ίδιο χρονικό διάστημα. Αν απασχολούσε 100.000 ευρώ, θα μπορούσατε να συμβουλεύσετε το φίλο σας να κλείσει την επιχείρηση, αφού θα μπορούσε να καταθέσει τα χρήματα αυτά στην τράπεζα και να εισπράττει το ίδιο ποσό, 2.000 ευρώ, χωρίς κανένα σχεδόν κίνδυνο. Από το παραπάνω παράδειγμα γίνεται σαφές ότι για να αξιολογήσει κανείς αν μια επιχειρηματική δραστηριότητα έχει ικανοποιητική απόδοση, δε φτάνει να γνωρίζει ποιο είναι το παραχθέν κέρδος, αλλά χρειάζεται και δύο ακόμη πληροφορίες: Πρώτον, πόσο κεφάλαιο απασχολήθηκε για να παραχθεί αυτό το κέρδος και δεύτερον, ποια είναι η απόδοση του κεφαλαίου σε εναλλακτικές τοποθετήσεις ίσου ή μικρότερου κινδύνου. Όλες αυτές οι πληροφορίες περιέχονται σε έναν αριθμό, στο E.V.A. ή «οικονομικό κέρδος». Ένα τέτοιο νούμερο θα μπορούσε να προκύψει από τον παρακάτω τύπο:

$$E.V.A. = \text{λειτουργικό κέρδος} - (W.A.C.C. \times \text{ύψος απασχολούμενων κεφαλαίων})$$

Όπου:

- > Λειτουργικό κέρδος είναι το κέρδος προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.
- > W.A.C.C. (Weighted Average Cost of Capital) είναι το μέσο σταθμικό κόστος χρήσης των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η συγκεκριμένη επιχείρηση. Για να βρεθεί αυτό, εξετάζεται το κόστος κάθε υποκατηγορίας κεφαλαίου (ίδια κεφάλαια, τραπεζικός δανεισμός, ομολογιακά δάνεια, προμηθευτές, κ.λπ.) και μετά προκύπτει ο σταθμικός μέσος όρος τους, με το συντελεστή στάθμισης να είναι η συμμετοχή κάθε κατηγορίας κεφαλαίου στο συνολικό ύψος των κεφαλαίων, δηλαδή στο παθητικό (ή ενεργητικό).
- > Το ύψος των απασχολούμενων κεφαλαίων είναι το σύνολο του παθητικού, ή του ενεργητικού.

Αν για παράδειγμα, το EBITDA της εταιρίας Α' είναι 10 εκατ. ευρώ, το WACC είναι 8% και το ύψος του ενεργητικού της είναι 50 εκατ. ευρώ, τότε το E.V.A. της συγκεκριμένης εταιρίας είναι:



$$E.V.A. = 10 - (0,08 \times 50) = 6 \text{ εκατ. ευρώ}$$

Αν για παράδειγμα, το EBITDA της εταιρίας Α' είναι 1 εκατ. ευρώ, το WACC είναι 11%, το ύψος του ενεργητικού της είναι 100 εκατ. ευρώ και τα προ φόρων κέρδη της είναι 400.000 ευρώ, τότε το E.V.A. της συγκεκριμένης εταιρίας είναι:

$$E.V.A. = 1 - (0,11 \times 100) = -0,1 \text{ εκατ. ευρώ}$$

Δηλαδή, μπορεί να συνυπάρχει ταυτόχρονα κερδοφόρο λογιστικό αποτέλεσμα (400.000 ευρώ), αλλά αρνητικό E.V.A. (οικονομικό κέρδος) 0,1 εκατ. ευρώ. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η ένδειξη των προ φόρων αποτελεσμάτων για την αποτελεσματικότητα μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας αποδεικνύεται ότι είναι παραπλανητική.

### **3.5 Ο Δείκτης Τιμής προς Κέρδη ( P / E )**

Ο δείκτης P/E, όπως υπολογίζεται με βάση τα πρόσφατα απολογιστικά κέρδη, εκφράζει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται για να συγκεντρωθεί ένα ποσόν κερδών ανά μετοχή (KAM) ίσο με την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Ουσιαστικά, βέβαια, οι επενδυτές που αποδέχονται π.χ. έναν P/E ίσο με 20 δεν είναι διατεθειμένοι να περιμένουν 20 χρόνια για να συσσωρευθούν KAM ίσα με την τιμή που έχει η μετοχή στην αγορά. Απλά, πιστεύουν ότι τα KAM των επόμενων περιόδων θα ακολουθήσουν μια ανοδική πορεία, έτσι ώστε ο P/E των περιόδων αυτών θα μειωθεί αντίστοιχα.

Για παράδειγμα, έστω ότι η μετοχή της επιχείρησης Α έχει τρέχουσα τιμή 5 ευρώ και KAM 0,2 ευρώ. Ο P/E της Α είναι προφανώς 25 ( $=5/0,2$ ). Όμως, αν οι επενδυτές εκτιμούν ότι τα KAM θα αυξάνονται π.χ. με ετήσιο ρυθμό 50%, θα προσδοκούν ότι αυτά θα γίνουν 0,675 ευρώ σε τρία χρόνια. Υποθέτοντας ότι η τιμή της μετοχής δεν θα μεταβληθεί, ο νέος P/E θα διαμορφωθεί αρκετά χαμηλά, στο 7,4. Στην πράξη, οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται διαρκώς, κάτω από την επίδραση της προσφοράς και της ζήτησης. Στο πιο πάνω παράδειγμα, αν οι επενδυτές είναι ικανοποιημένοι με P/E π.χ. 15, θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν (στο τέλος του τρίτου χρόνου) 10,125 ευρώ για να αποκτήσουν την μετοχή της Α ( $15 \times 0,675$ ). Στην υποθετική αυτή περίπτωση, όσοι αγόρασαν μετοχές της Α (στα 5 ευρώ) και τις κράτησαν για 3 χρόνια, υπερδιπλασίασαν τα επενδυθέντα κεφάλαια, αφού μπορούσαν να τις ρευστοποιήσουν στα 10,125 ευρώ.

#### **3.5.1 Προσδιορισμός P / E Στατικών Εταιριών**

Για να προσδιορίσουμε το P / E μιας μετοχής διαιρούμε την τρέχουσα ( συνήθως ) τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι ( συνήθως ) τα κέρδη της τελευταίας οικονομικής χρήσεως. Για τον προσδιορισμό του P / E χρησιμοποιούμε συνήθως ιστορικά στοιχεία. Θα μπορούσαμε λοιπόν να λέγαμε ότι το P / E μας λέει : πόσες φορές τα κέρδη ανά μετοχή της τελευταίας χρήσεως αξίζει η μετοχή αυτή τη στιγμή. Για την κατανόηση του πραγματικού νοήματος P / E, θα πρέπει να κατανοήσουμε τα δύο συστατικά του, την τιμή ανά μετοχή και τα κέρδη ανά μετοχή.

Ως γνωστόν, οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές επειδή επιθυμούν να γίνουν συνέταιροι της εταιρίας. Όταν αγοράζουμε μια μετοχή, καταβάλουμε ένα ποσό χρημάτων  $P$ . Η αμοιβή μας για την επένδυση αυτή είναι ίση με τα κέρδη ανά μετοχή, κάθε χρόνο, για όσα χρόνια είμαστε συνέταιροι της εταιρίας. Ας υποθέσουμε ότι κάποιος επενδυτής καταβάλλει σήμερα ένα ποσό χρημάτων  $P$  για μια μετοχή την οποία επιθυμεί να κρατήσει στο διηνεκές. Τα αναμενόμενα κέρδη από τη μετοχή υποθέτουμε ότι είναι διαχρονικά σταθερά. Επίσης υποθέτουμε ότι η εταιρία που εξετάζουμε είναι στατική. Σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα η σχέση μπορεί να απεικονισθεί ως ακολούθως :

$T_0$	$T_1$	$T_2$	...	$T_{\infty}$
$P$	$E$	$E$		$E$

Το  $P$  είναι η τιμή σήμερα των αναμενόμενων κερδών  $E$ . Η αλγεβρική σχέση είναι η εξής :

$$P = \frac{E}{(1+k)^1} + \frac{E}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E}{(1+k)^{\infty}}$$

ή

$$P = \frac{E}{k} \quad (1)$$

Διαιρώντας και τα δύο μέλη της σχέσης ( 1 ) με το  $E$  θα έχουμε:

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{k} \quad (2)$$

Από τη σχέση ( 2 ) παρατηρούμε ότι το θεμελιώδες  $P / E$  μπορεί να θεωρηθεί ως η παρούσα αξία ενός ευρώ λαμβανομένου κάθε έτος για πάντα.

Η σχέση ( 2 ) δείχνει πόσο αξίζει σήμερα μια σειρά ( ακολουθία ) ευρώ, λαμβανομένων κάθε χρόνο στο διηνεκές. Εναλλακτικά το  $P / E$  μιας μετοχής δείχνει πόσες φορές τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή (  $E$  ) είναι διατεθειμένη η αγορά να καταβάλλει σήμερα για την αγορά της μετοχής. Κατά συνέπεια, το  $P / E$  είναι η τιμή μιας σειράς ευρώ, σήμερα. Το  $P / E$  είναι συνάρτηση όλων εκείνων των παραγόντων που επηρεάζουν το  $P$  καθώς επίσης και το  $E$ . Με τη σχέση ( 2 ) προσδιορίζουμε τη

θεμελιώδη ή κανονική τιμή του P / E, χρησιμοποιώντας την ίδια λογική με τη σχέση ( 1 ), με την οποία προσδιορίζουμε τη θεμελιώδη αξία ( οικονομική αξία ) της μετοχής.

Περισσότερη διερεύνηση της σχέσης ( 2 ) αποκαλύπτει τη σημαντική επίδραση του κινδύνου των κερδών ανά μετοχή στην τιμή της μετοχής και συνεπώς, στη διαμόρφωση της τιμής του P / E.

Η απαιτούμενη απόδοση και είναι συνάρτηση του κινδύνου των κερδών της μετοχής. Συγκεκριμένα, όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος, τόσο πιο μεγάλη είναι η τιμή του k και συνεπώς, τόσο πιο μικρή θα είναι η τιμή της μετοχής και του P / E.

### **3.5.2 Θεμελιώδες P / E δυναμικών εταιριών**

Γνωρίζουμε ότι η τιμή μιας μετοχής δυναμικής εταιρίας δίνεται από τη σχέση :

$$P = \frac{E_0 ( 1 + br ) * ( 1 - b )}{( k - br )} \quad ( 3 )$$

Διαιρώντας και τα δύο μέλη της σχέσης ( 3 ) δια  $E_0$  καταλήγουμε στη σχέση :

$$\frac{P}{E} = \frac{( 1 + br ) * ( 1 - b )}{( k - br )}$$

Παρατηρούμε ότι για μια δυναμική εταιρία το P / E είναι :

1. Αύξουσα συνάρτηση :
  - Του ρυθμού αύξησης των κερδών ( b \* r )
  - Του μερίσματος της μετοχής ή ακριβέστερα του λόγου διανομής κερδών ( 1 - b ) και
2. Φθίνουσα συνάρτηση :
  - του k ή του κινδύνου της μετοχής.

Συνεπώς είναι πολύ επικίνδυνο να συγκρίνουμε τα P / E ( με ιστορικά E ) εταιριών οι οποίες έχουν διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης στα κέρδη και διαφορετικό κίνδυνο. Επιλογές μετοχών με αυτήν την τεχνική ( του P / E ) όχι μόνο δεν θα αποφέρει κέρδη, αλλά ίσως αποβεί και επιζήμια για τον επενδυτή.

### **3.5.3 Προβλήματα από τη χρησιμοποίηση Ιστορικών, Δημοσιευμένων P / E**

Γνωρίζουμε ότι οι ιστορικές τιμές των κερδών ανά μετοχή δεν αντιπροσωπεύουν τη μέση τιμή της κατανομής πιθανοτήτων των μελλοντικών δυνατών τιμών των κερδών ανά μετοχή που χρησιμοποιεί η αγορά κεφαλαίου για τη διαμόρφωση της τρέχουσας τιμής μιας μετοχής. Αφού οι ιστορικές τιμές είναι διαφορετικές από τις αναμενόμενες, ή μέσες τιμές, το P / E μιας μετοχής, βασισμένο σε ιστορικά E, είναι πολύ πιθανόν ( ή ακόμα και βέβαιο ) ότι θα είναι είτε μικρότερο είτε μεγαλύτερο από το θεμελιώδες P / E.

### **3.5.4 Χρησιμότητα του ( Θεμελιώδους ) P / E στην Αποτίμηση μετοχών**

Το P / E έχει την ίδια χρησιμότητα που έχει η χρηματιστηριακή τιμή. Μας δείχνει την αποτίμηση των οικονομικών δραστηριοτήτων της εταιρίας από την αγορά. Μπορούμε να το χρησιμοποιήσουμε για την αποτίμηση άλλων παρόμοιων μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών, ή για την αποτίμηση μετοχών εταιριών που πρόκειται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο για πρώτη φορά.

Θα εξηγήσουμε την εφαρμογή αυτή με ένα απλό παράδειγμα. Θα υποθέσουμε ότι η εταιρία « Μαραθόκαμπος » υπάγεται στον κλάδο τροφίμων και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών. Το κανονικό P / E της μετοχής είναι 5. Η εταιρία « Παγώνδας », μια εταιρία που ανήκει στον κλάδο τροφίμων δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών. Η κεφαλαιακή σύνθεση της εταιρίας « Παγώνδας » είναι ίδια μ' αυτήν της εταιρίας « Μαραθόκαμπος ». Και οι δύο εταιρίες έχουν το ίδιο επίπεδο επενδυτικού κινδύνου. Επίσης αναμένεται η ίδια αύξηση στα μερίσματα και για τις δύο εταιρίες. Υποθέτουμε ότι τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας « Παγώνδας » είναι 1000 δρχ. Μια λογική εκτίμηση για την τιμή της μετοχής της εταιρίας « Παγώνδας » είναι :

$$P / 1000 = 5 \Rightarrow$$

$$P = 5000 \text{ δρχ.}$$

Συνεπώς αν γνωρίζουμε το κανονικό ή θεμελιώδες P / E που αντιστοιχεί σε μια εταιρία μη εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών ( ή ενός επενδυτικού προγράμματος ) μπορούμε να προβούμε σε λογική εκτίμηση της οικονομικής αξίας της μετοχής της εταιρίας.

### **3.5.5 Προσδιορισμός του κόστους του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας**

Το P / E μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για τον προσδιορισμό του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου στατικών εταιριών. Σύμφωνα με το στατικό υπόδειγμα αποτίμησης, η τιμή μιας μετοχής είναι :

$$P = \frac{E}{k}$$

διαιρώντας και τα δύο μέλη της σχέσης με E έχουμε :

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{k}$$

Από τη σχέση ( 2 ) παρατηρούμε ότι το P / E είναι το αντίστροφο του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι το P / E μιας μετοχής της εταιρίας « Στατική » είναι 5. Με τα δεδομένα αυτά, το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου είναι  $1 / 5 = 0,20$ . Να τονίσουμε ότι το αντίστροφο του P / E δεν αποτελεί ικανοποιητική εκτίμηση για το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δυναμικών εταιριών, επειδή η διαδικασία αυτή αγνοεί το ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων και κατά συνέπεια, υποεκτιμά το κόστος του μετοχικού της εταιρίας.

### **3.5.6 Συμπεράσματα**

- σε αποτελεσματικές αγορές κεφαλαίου, το P / E ( αν εκτιμηθεί σωστά ) αποτελεί κριτήριο για την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων.
- Είναι εξαιρετικά δύσκολο να γνωρίζουμε αν το P / E των μετοχών είναι υψηλό ή χαμηλό. Κατά συνέπεια είναι δύσκολο να χρησιμοποιηθεί ως κριτήριο για την επιλογή μετοχών.
- Για στατικές εταιρίες, το αντίστροφο του P / E αποτελεί το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.
- Όταν συγκρίνουμε τα P / E εταιριών θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τις διαφορετικές λογιστικές μεθόδους που ίσως να έχουν χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό των κερδών ανά μετοχή.
- Το θεμελιώδες P / E δεν παρατηρείται, είναι δε, πάρα πολύ δύσκολο να προσδιορίσουμε την πραγματική τιμή του.

### **3.5.7 Η γρήση του πολλαπλασιαστή κερδών στην επενδυτική απόφαση.**

Ο δείκτης P/E έχει τη σημασία του για την επιστήμη όμως είναι πρώτα από όλα μία μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών. Υπάρχουν τρεις τρόποι (μέθοδοι) που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση μετοχών με τον πολλαπλασιαστή κερδών. Η μέθοδος του ορθού (δίκαιου) πολλαπλασιαστή, η μέθοδος της ιστορικής σύγκρισης και η μέθοδος του benchmarking.

- **Μέθοδος του ορθού πολλαπλασιαστή κερδών :** Για τη συγκεκριμένη μέθοδο χρησιμοποιούμε τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης για να καταλήξουμε σε ένα δείκτη P/E που θα ήταν σωστός για αυτή τη μετοχή. Η μέθοδος αυτή ανήκει στις μεθόδους bottom-up δηλαδή στις μεθόδους που ξεκινούν τη μελέτη από μία συγκεκριμένη επιχείρηση.

$$P/E = (D/E)/k-g.$$

Αυτό σημαίνει ότι αν μπορούμε να προσδιορίσουμε το payout ratio, την απαιτούμενη απόδοση και την ανάπτυξη των μερισμάτων της μετοχής που εξετάζουμε μπορούμε και να καταλήξουμε στον πολλαπλασιαστή κερδών που δικαιολογείται από αυτά τα μεγέθη. Αν, για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι αυτή η επιχείρηση θα παρακρατήσει το 60% των κερδών της και υπολογίζουμε ότι τα μερίσματά της θα αναπτύσσονται με ένα ρυθμό 4% και έχουμε εκτιμήσει ότι με βάση τον κίνδυνο της συγκεκριμένης μετοχής και το ακίνδυνο επιτόκιο η απαιτούμενη απόδοσή της είναι 8% τότε ο δείκτης P/E που θα ήταν σωστός για αυτή τη μετοχή θα ισούταν με 10. Μειονέκτημά της είναι ότι οι εκτιμήσεις που απαιτούνται για να καταλήξουμε στις τιμές για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται είναι δύσκολες και αμφιβόλου αποτελεσματικότητας. Η δυσκολία αυτή μειώνει και ένα μεγάλο πλεονέκτημα του P/E που είναι η απλότητά του. Κύριο πρόβλημα είναι ο ρυθμός ανάπτυξης και η απαιτούμενη απόδοση. Το ύψος τους είναι δύσκολο να βρεθεί.

- **Μέθοδος της ιστορικής σύγκρισης** : Αυτή η μέθοδος είναι απλούστερη από την προηγούμενη. Σε αυτήν μελετώντας μία μετοχή ο επενδυτής κοιτά στο παρελθόν για να δει ποιο ήταν το ιστορικό μέσο P/E της και να το συγκρίνει με το τρέχον. Αν ιστορικά ο πολλαπλασιαστής κερδών ήταν 18 και σήμερα είναι 16 τότε σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η μετοχή μπορεί να θεωρηθεί παροδικά υποτιμημένη και άρα ελκυστική για τον επενδυτή. Αυτή η μέθοδος υποθέτει ότι οι τιμές του P/E διαχρονικά περιστρέφονται γύρω από ένα ιστορικό μέσο και τελικά η κατεύθυνση της τιμής θα είναι προς τα εκεί. Για την εφαρμογή αυτής της μεθόδου συνήθως χρησιμοποιούνται μόνο ιστορικά μεγέθη. Δηλαδή, ο ιστορικός μέσος συγκρίνεται με το τρέχον P/E. Αυτό γιατί δεν έχει κάποιο ιδιαίτερο νόημα να ερευνήσουμε τα μελλοντικά κέρδη αφού αυτή η μέθοδος έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, εκτός και αν έχει μεσολαβήσει κάποιο σημαντικό γεγονός που να έχει εν τω μεταξύ ωθήσει την τιμή της μετοχής ή τα μελλοντικά κέρδη σε πολύ υψηλά(χαμηλά) επίπεδα.
- **Μέθοδος του benchmarking** : Η πιο συχνή χρήση του P/E είναι για απευθείας σύγκριση μετοχών ώστε να επιλεγεί η πιο ελκυστική. Η σύγκριση επιχειρήσεων για να εντοπιστούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία της κάθε μίας ονομάζεται στην επιστήμη της Διοίκησης Επιχειρήσεων benchmarking. Από εκεί αντλεί το όνομα της και αυτή η μέθοδος. Για να εφαρμοστεί αυτή η μέθοδος αρχικά χρειάζεται να επιλεγεί το αντικείμενο της σύγκρισης. Συχνά χρησιμοποιούνται το μέσο P/E του κλάδου, της Αγοράς, της κοντινότερης -προς την υπό μελέτη- επιχείρησης σε χαρακτηριστικά, ο μέσος της στρατηγικής ομάδας (strategic group) ή ακόμα και σύγκριση με όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου. Οι μέσοι όροι γενικά έχουν το πλεονέκτημα ότι μειώνουν το τυχαίο σφάλμα που μπορεί να υποκρύπτει για παράδειγμα η κοντινότερη επιχείρηση. Όσο πιο ευρύς ο μέσος τόσο λιγότερα τα τυχαία λάθη. Από την άλλη όμως όσο πιο πολλές μετοχές εισάγονται στο μέσο τόσο πιο πολλά χαρακτηριστικά που δε μας ενδιαφέρουν θα έχουν ενσωματωθεί σε αυτόν. Αφού επιλεγεί το αντικείμενο της σύγκρισης εξάγεται ο πολλαπλασιαστής κερδών για αυτό. Στη συνέχεια συγκρίνεται με τον πολλαπλασιαστή κερδών της μετοχής που εξετάζουμε. Οι όποιες διαφορές υπάρχουν γίνεται προσπάθεια να εξηγηθούν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης και του αντικειμένου της σύγκρισης. Αν πράγματι η διαφορά εξηγείται από τις διαφορές στο ρυθμό ανάπτυξης ή την απαιτούμενη απόδοση τότε η μετοχή που εξετάζουμε είναι σωστά τιμολογημένη. Αν όμως η διαφορά δεν

εξηγείται από τις διαφορές στα δύο αυτά μεγέθη τότε η μετοχή ενδέχεται να είναι υπεριμολογημένη ή υποτιμολογημένη.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ : ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

#### 4.1 Μελέτες ερευνητών και τα συμπεράσματά τους

Η διαχρονική σχέση ανάμεσα στα κέρδη των επιχειρήσεων όπως εμφανίζονται στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις και τις τιμές των μετοχών τους στη χρηματιστηριακή αγορά, αποτελεί ένα δυναμικό αντικείμενο επιστημονικής έρευνας τα τελευταία 30 χρόνια. Στον τομέα της λογιστικής αναπτύσσονται θεωρίες και εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία στη σχέση μεταξύ πληροφορίας λογιστικών κερδών και αποδόσεων μετοχών. Σ' αυτό το κεφάλαιο συνοψίζουμε τη θεωρία και τα αποδεικτικά στοιχεία, στο πώς μετράμε τις πληροφορίες κερδών σχετικά με τις αποδόσεις μετοχών της εταιρίας, ιδιαίτερα για το όφελος των μαθητών και επαγγελματιών. Επιπλέον παρουσιάζονται νέα αποδεικτικά στοιχεία στη σχέση ανάμεσα στις αλλαγές κερδών και αποδόσεων, παραθέτοντας τρεις κλασσικές μεθόδους, χρησιμοποιώντας δεδομένα από το 1988 μέχρι το 2002.

Τα κέρδη αντιπροσωπεύουν το λογιστικό μέτρο των επιδόσεων της εταιρίας. Ο αριθμός των κερδών μιας εταιρίας είναι ένα συνολικό αποτέλεσμα λογιστικού μέτρου κερδών ή ζημιών της εταιρίας από επιχειρηματικές δραστηριότητες και γεγονότα κατά τη διάρκεια ενός τριμήνου ή μιας ετήσιας περιόδου.

Η απόδοση της μετοχής της εταιρίας, που είναι ίση με την αλλαγή της αγοραστικής αξίας της εταιρίας κατά τη διάρκεια περιόδου συν τα μερίσματα που πληρώνονται αντιπροσωπεύει το μέτρο της κεφαλαιακής αγοράς των επιδόσεων της εταιρίας, κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Στόχος αυτού του κεφαλαίου λοιπόν είναι να παρέχουμε θεωρία, ερευνητικές μεθόδους και εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία για τη σχέση μεταξύ υπολογισμού κερδών και των αποδόσεων των μετοχών στην κεφαλαιακή αγορά.

Μολονότι τα κέρδη και η συνολική αξία μιας επιχείρησης είναι λογικό να συσχετίζονται ( μάλιστα ομόρροπα ), έρευνες που έγιναν στη διάρκεια της περασμένης κυρίως δεκαετίας κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αποτιμήσεις των μετοχών είναι ελάχιστα εξαρτημένες από τα κέρδη όταν πια αυτά αποδίδονται προς δημοσίευση στον Τύπο. Υποστηρίχθηκε αντιθέτως πως σε οικονομικά αποτελέσματα ( efficient ) αγορές ή μεταβολές των τιμών είναι ο πλέον αξιόπιστος κύριος δείκτης ( leading indicator ) της κερδοφορίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών. Κατά συνέπεια, στην αναζήτηση ενός μοντέλου που προσδιορίζει οικονομικά τη σχέση κερδών- τιμών, η ερμηνευτική μεταβλητή είναι ακριβώς οι τιμές και όχι τα κέρδη ( δηλαδή  $E = f(P)$  ).

Η σύνδεση των κερδών με την αξία της επιχείρησης – την ικανότητα της κατά μία έννοια, να δημιουργεί εισόδημα για τους μετόχους της- δικαιολογήθηκε από τους νομπελίστες καθηγητές Franco Modigliani και Merton Miller, οι οποίοι απέδειξαν ότι η αποτίμηση της αξίας ενός οικονομικού οργανισμού φθάνει κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις στο ίδιο αποτέλεσμα, ανεξάρτητα από το αν γίνεται με βάση το προσδοκώμενο μερίσμα ( dividend approach ) ή τα προσδοκώμενα κέρδη ( earnings approach ) από την επιχειρηματική δράση. Στους μαθηματικούς τους υπολογισμούς οι Modigliani και Miller, αλλά και όλοι όσοι ασχολήθηκαν με το ίδιο θέμα αργότερα,



χρησιμοποίησαν τον οικονομικό ορισμό του κέρδους, που είναι ακριβώς η παρούσα αξία των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών εισροών από τις αντιληφθείσες επενδύσεις. Για διάφορους λόγους, οι οποίοι αφορούν κυρίως στην αυστηρότητα των κανονιστικών συνθηκών που διέπουν τις γενικώς αποδεκτές λογιστικές αρχές, το κέρδος, όπως ερμηνεύεται οικονομικά, δεν αντικατοπτρίζεται στις λογιστικές καταστάσεις. Ο σχετικός λογαριασμός σ' αυτές καταγράφει περιοδικά μόνο την πραγματοποιηθείσα μεταβολή στη συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης συν το διαθέσιμο μερισματικό εισόδημα στους μετόχους. Συνεπώς δε δίνει απολογιστική σημασία στα προσδοκώμενα έσοδα και έξοδα. (cash flows), άρα το οικονομικό κέρδος απομένει πρακτικά αφηρημένη έννοια και σπάνια υπολογίζεται – ειδικά στην Ελλάδα – σε επίσημες λογιστικές αναφορές προς το ευρύ κοινό.

Οι ακαδημαϊκοί έχουν αναπτύξει μια μεγάλη μάζα θεωρίας και έχουν συναρμολογήσει έναν πλούτο από εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τα κέρδη και τις αποδόσεις μετοχών.

Συγκεκριμένα ο Beaver το 1988 εξέτασε τη σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και αποδόσεων μετοχών. Τα links που εξέτασε ήταν τα εξής :

- Η συλλογή πρόσφατων λογιστικών κερδών παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για την πρόβλεψη μελλοντικών λογιστικών μεγεθών.
- Οι προβλέψεις μελλοντικών λογιστικών μεγεθών παρέχουν πληροφορίες για να αναπτυχθούν προσδοκίες για τα μερίσματα μετοχών σε μελλοντικές περιόδους.
- Η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων καθορίζει την τιμή της μετοχής.

Από τις μελέτες των παραπάνω συνδέσμων, βρέθηκε ότι αλλαγές σε ετήσια κέρδη περιέχουν πληροφορίες με περισσότερη αξία από τις αλλαγές στις ετήσιες χρηματοροές, τονίζοντας τη σημασία της πληροφορίας που περιέχεται στις λογιστικές καταστάσεις. Τα αποτελέσματα των ερευνών ενισχύουν τις σημαντικές συνέπειες της πληροφορίας κερδών για τιμές μετοχών και αποκαλύπτουν γιατί οι συμμετέχοντες της κεφαλαιακής αγοράς αφιερώνουν τόσο πολύ χρόνο και προσπάθεια για να προβλέψουν κέρδη.

Επίσης οι Ball & Brown το 1968 εξέτασε τους τρεις συνδέσμους, χρησιμοποιώντας δεδομένα από το 1988 μέχρι το 2002 τριών κλασικών μελετών. Τα συμπεράσματα από τη μελέτη ήταν οι εξής :

- ✓ Οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται σημαντικά με τις ετήσιες αλλαγές των λογιστικών μεγεθών.
- ✓ Παρατηρήθηκε στα δείγματα της εταιρίας τους ότι όταν τα λογιστικά κέρδη αυξάνονταν, οι αποδόσεις των μετοχών νικούσαν εταιρίες αντίστοιχου βεληνεκούς κατά μέσο όρο 19,2 % κατά τη διάρκεια των ετών που τα κέρδη αυξάνονταν.
- ✓ Το μέγεθος των αλλαγών των λογιστικών μεγεθών αποτελεί σημαντική πληροφορία, όπως επίσης και οι αλλαγές στις λειτουργικές χρηματοροές έχουν μια σημαντική αλλά πιο αδύναμη συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών, απ' ό,τι τα λογιστικά κέρδη.

Στη συνέχεια οι Kormendi & Lipe το 1987 εξέτασαν την παραμονή κερδών για κάποιο χρονικό διάστημα και επιπλέον το πώς η παραμονή αυτή βοηθάει στο να εξηγηθούν διαφορές στη σχέση αποδόσεων μετοχών και λογιστικών κερδών ( σύνδεσμος 1 ). Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν ήταν τα εξής :

- Οι αποδόσεις των μετοχών όταν σχετίζονται με τις αυξήσεις κερδών, είναι σημαντικά υψηλότερες για εταιρίες που έχουν διάρκεια στα κέρδη από εταιρίες με μικρή διάρκεια κερδών
- Οι αποδόσεις των μετοχών ενεργούν περισσότερο δυναμικά σε αλλαγές στα λογιστικά μεγέθη ( κέρδη ) που είναι πιθανό να επαναληφθούν, παρά σε παροδικές αλλαγές.

Οι Bernard & Tomas το 1989 εξέτασαν πως αντιδρά η κεφαλαιακή αγορά στις νέες πληροφορίες κερδών και χρησιμοποίησαν στην έρευνά τους, τους τρεις συνδέσμους. Η έρευνά τους κατέληξε στα παρακάτω συμπεράσματα :

Η αγορά προβλέπει πληροφορίες λογιστικών κερδών κατά τις εβδομάδες πριν τις ανακοινώσεις των λογιστικών μεγεθών και οι αποδόσεις αντιδρούν σημαντικά κατά τη διάρκεια του τριμήνου που περιβάλλονται οι ανακοινώσεις λογιστικών μεγεθών. Όταν όμως υπάρχουν εκπλήξεις στα λογιστικά μεγέθη και είναι ακραίες, οι αντιδράσεις της αγοράς τείνουν να είναι ατελείς, καθώς οι πληροφορίες λογιστικών κερδών σχετίζονται με ανώμαλες αποδόσεις κατά τη διάρκεια εξήντα ημερών, μετά τις ανακοινώσεις των λογιστικών μεγεθών. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αγορά δεν είναι εντελώς αποτελεσματική με τα τριμηνιαία λογιστικά μεγέθη.

Στη δεκαετία του 80 έγιναν και άλλες μελέτες από διάφορους ερευνητές. Οι μελέτες αυτές αφορούσαν την αντίδραση της αγοράς στα λογιστικά δεδομένα και παρέχουν απόδειξη όσον αφορά τη χρησιμότητα δελτίων λογιστικών πληροφοριών στους επενδυτές. Φαίνεται να αναγνωρίζουν τη σχέση μεταξύ ετήσιων λογιστικών αποδόσεων και ετήσιων αποδόσεων μετοχών στην Αγγλία και εξετάζουν τη σχέση μεταξύ οικονομικών μεταβλητών και αποδόσεων μετοχών. Το 1981, ο Farma εξέτασε τη σχέση μεταξύ οικονομικών μεταβλητών της αγοράς και των οικονομικών λογιστικών μεταβλητών. Χρησιμοποίησε δεδομένα από την Αμερική για την περίοδο 1954 – 1976. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε ήταν ότι η αγορά της Αμερικής χρησιμοποίησε τις πρώτες πληροφορίες από τη διαδικασία επένδυσης κεφαλαίου για να προβλέψει την επένδυσή του. Το 1984, οι Huang & Kracaw εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του ποσού της πληροφορίας που απορροφήθηκε από την αγορά της Αμερικής ( που προσεγγίζεται από την καθημερινή μεταβλητότητα στην απόδοση των δεικτών των μετοχών ) και των αλλαγών στο λογάριθμο των μέτρων της πραγματικής δραστηριότητας ( ανεργίας και παραγωγής ). Για να γίνει η έρευνα χρησιμοποίησε ένα τεστ προτεινόμενο από το Granger ( 1969 ) και κατέληξε στα εξής συμπεράσματα :

- ✚ Η συμπεριφορά των οικονομικών μεταβλητών της Αμερικής σχετίζονται με την παρελθοντική συμπεριφορά της μεταβλητότητας των μετοχών και ότι η συμπεριφορά μεταβλητότητας των μετοχών δε σχετίζονται με τη συμπεριφορά των παρελθοντικών οικονομικών μεταβλητών.
- ✚ Η αγορά των μετοχών στην Αμερική είναι επαρκώς αποτελεσματική στην « αντανάκλαση » πληροφοριών, οι οποίες είναι σχετικές με τις προβλέψεις που αφορούν μελλοντικές κινήσεις των οικονομικών μεταβλητών για να συμπεριφέρεται ως « οδηγός δείκτης » σ' αυτές τις μεταβλητές.

Το 1989 οι Kamarotou και Ο' Hanlon εξέτασαν τη σχέση μεταβλητότητας μετοχών και οικονομικών μεταβλητών. Επίσης εξέτασε τη σχέση μεταξύ απόδοσης μετοχών και οικονομικών μεταβλητών. Χρησιμοποίησε ως μέθοδο το τεστ του Granger, για να αναπτύξει τη μέθοδο των Huang & Kracaw στις αγορές της Αγγλίας, της Αμερικής, του Καναδά και της Ιαπωνίας. Τα αποτελέσματα από την έρευνα ήταν τα εξής :

- ❖ Τα αποτελέσματα της Αμερικής, ήταν πολύ παρόμοια με εκείνα της έρευνας των Huang & Kracaw καθώς και τα αποτελέσματα του Καναδά και της Ιαπωνίας, αν και τα δεύτερα ήταν ασθενέστερα.
- ❖ Τα αποτελέσματα της Αγγλίας έδειξαν ότι η συμπεριφορά της αγοράς των μετοχών στην Αγγλία « οδηγήθηκε » από τις οικονομικές μεταβλητές και δεν τις « οδήγησε ».
- ❖ Η αγορά της Αγγλίας εμφανίστηκε σχετικά ανεπαρκής στην κατάσχεση πληροφοριών, που ήταν πιθανόν να επιδράσει στη μελλοντική αξία των οικονομικών μεταβλητών.

Στο επίπεδο των μελετών – καταστάσεων ( event studies ), η αύξηση του όγκου των συναλλαγών και η αστάθεια των τιμών των μετοχών, λίγο πριν και μετά από τις λογιστικές ανακοινώσεις, θεωρούνται ακραιφνείς ποσοτικές ενδείξεις ύπαρξης σε αυτές ουσιαστικού πληροφοριακού περιεχομένου. Τέτοιες παρατηρήσεις, ευνοούν την ισχύ της υπόθεσης ότι τα εταιρικά κέρδη, όπως νοούνται λογιστικά, λαμβάνονται πράγματι υπόψη από τους επενδυτές στη διαδικασία λήψης οικονομικών αποφάσεων. Μια σειρά από μελέτες αυτής της τάξης, υποστηρίζουν παρ' όλα αυτά ότι η δημοσιοποίηση των ετήσιων κερδών από τις επιχειρήσεις ελάχιστα επηρεάζει τη χρηματιστηριακή τους αξία, ενώ συμβάλλει ανάλογα λίγο στη μέση ετήσια διακύμανση των τιμών των μετοχών. Ανεξάρτητα από τις αιτίες, τέτοια συμπεράσματα αποδυναμώνουν τον « πληροφοριακό πλούτο » των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων, αλλά δεν αναιρούν μια πιο πολύπλοκη στοχαστική σχέση μεταξύ PMΛΚ και ΑΜ.

Μετά τους Beaver, Ball και Brown, πλήθος μελετών αξιολόγησης ( valuation studies ), δηλαδή έρευνες με χρήση οικονομετρικών μοντέλων, αναλώθηκαν με το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών κερδών ως τη φυσική ερμηνευτική μεταβλητή των τιμών των μετοχών. Ανάμεσα τους μπορεί κανείς να διακρίνει μια σειρά από τεχνικώς επιτηδευμένα υποδείγματα. Δεν υπήρξε όμως, κάποιος ( τουλάχιστον όχι δημοσιευμένο ) που κατά συστηματικό τρόπο να προσεγγίζει ικανοποιητικά τη σχέση κερδών – τιμών ή PMΚΛ – ΑΜ. Είναι χαρακτηριστικό ότι στα καλύτερα από αυτά που είναι γνωστά, ο συντελεστής προσδιορισμού (  $R^2$  ), το στατιστικό μέτρο της ερμηνευτικής τους ικανότητας, δεν ξεπερνά το 20 – 30 %.

Η « παραδοσιακή » εμπειρική προσέγγιση που θέλει τις τιμές να εξαρτώνται από τα κέρδη αμφισβητήθηκε στις αρχές της περασμένης δεκαετίας από τους Beaver, Lambert και Morse ( BML ) που υποστήριξαν πως στις τιμές των μετοχών υπάρχουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη των εταιριών που είναι αδύνατον να αποκωδικοποιηθούν στις – περιορισμένες από συμβατικές αρχές και κανόνες – λογιστικές καταστάσεις. Επιπλέον αλλαγές στο επίπεδο των τιμών οι οποίες παράγονται κατά κόρον από επανεκτιμήσεις της αγοράς σε ό, τι αφορά τα άμεσα ή, αναμενόμενα εταιρικά κέρδη, οι χρηματοοικονομικές λογιστικές αναφορές δεν είναι δυνατόν να καταγράψουν χωρίς χρονικές υστερήσεις. Υπό αυτήν την έννοια, οι τιμές συνθέτουν ένα πληρέστερο πεδίο πληροφοριών σε σύγκριση με τα κέρδη, προηγούνται αυτών και άρα μπορούν πιθανώς να εξηγήσουν την εξέλιξη τους στο

χρόνο. Αυτά τα ευρήματα, μαζί με ευρήματα μακροοικονομικού επιπέδου οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι ετήσιες αποδόσεις μετοχών « καθοδηγούν » τις αποδόσεις των λογιστικών κερδών. Το 1978 ο Watts έδειξε ότι μια στρατηγική « κρατημένων » μετοχών με θετικές αποδόσεις πρόβλεψης λαθών και αρνητικές αποδόσεις πρόβλεψης λαθών, παράγει ανώμαλες αποδόσεις στο τέταρτο της ανακοίνωσης κερδών και στο επόμενο τέταρτο, υποδηλώνοντας έτσι μια αντίδραση αγοράς με χρονική υστέρηση στις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις ανακοινώσεις κερδών.

Η συστηματική μελέτη αυτής της σχέσης με αναφορές σε πραγματικά δεδομένα αποδίδεται στο William Beaver και τους Ray Ball και Phillip Brown, οι οποίοι θεμελίωσαν τη συμβατική προσέγγιση, δηλαδή ότι τα κέρδη ( E ) που καταγράφονται στους ισολογισμούς των εταιριών, είναι η βασική μεταβλητή που « εξηγεί » τις περιοδικές τάσεις στη διαμόρφωση των τιμών ( P ) των μετοχών τους στο χρηματιστήριο ( δηλαδή  $P = f(E)$  ).

Η ελκυστική, ως και σήμερα, θεώρηση που υποστηρίζει ουσιαστικά ότι οι αποδόσεις μπορούν να λειτουργήσουν ως κύριοι δείκτες ή ανεξάρτητες μεταβλητές σε υποδείγματα με εξαρτημένες τα λογιστικά κέρδη ή το ρυθμό μεταβολής τους, μερικώς μόνο περιόρισε το μέγεθος της άγνοιας μας για τα στοιχεία που εξελίσσουν την ακολουθία τιμών του εταιρικού εισοδήματος. Γιατί και στις έρευνες που έγιναν υπό αυτούς τους θεωρητικούς συλλογισμούς, με πεδίο έρευνας κυρίως την αμερικανική τραπεζική αγορά, το  $R^2$  παρέμεινε σταθερά χαμηλό.

#### **4.2 Παρατηρήσεις μελετών που αφορούν παράγοντες που επηρεάζουν τη σχέση αποδόσεων μετοχών και λογιστικών κερδών.**

Το 2000 ο Ball χρησιμοποίησε για την έρευνά του, επιχειρήματα για τη σχέση μεταξύ μετόχων της εταιρίας και πληροφόρηση για τα λογιστικά κέρδη. Από τη μελέτη του βγήκαν τα εξής συμπεράσματα :

- Οι κατασκευαστές των συμβολαίων θα έπρεπε να έχουν υπόψη τους το θεσμικό περιβάλλον όπως η διακυβέρνηση και τα νομικά και οικονομικά συστήματα της χώρας, πριν να υλοποιήσουν ένα περιεκτικό σετ κανονισμών για συλλογική αναφορά κερδών – πληροφορίας, διότι όλα αυτά μπορούν να εξηγήσουν τις διαφορές στις ιδιότητες των λογιστικών πληροφοριών μεταξύ των χωρών.
- Οι κατασκευαστές θα έπρεπε να καταλάβουν πως η μεγάλη συγκέντρωση μετόχων στην Ανατολική Ασία σχετίζεται άμεσα με κίνητρα εταιριών, για να μειώσουν την ποιότητα λογιστικών πληροφοριών

Μια ακόμα έρευνα που είχε ως αντικείμενο έρευνας τη συγκέντρωση μετόχων διεξήχθη από το La Porta το 1999. Η μελέτη αφορούσε την πρόταση των Schleifen & Vishny ( 1997 ) που έλεγε ότι τα οφέλη στην περίπτωση της μεγάλης συγκέντρωσης μετόχων είναι σχετικά μεγαλύτερα σε χώρες που είναι λιγότερο ανεπτυγμένες, όπου τα δικαιώματα ιδιοκτησίας δεν είναι καλά ορισμένα ή προστατευμένα από τα δικαστικά συστήματα. Διερεύνησε αυτή την πρόταση, χρησιμοποιώντας τους τρεις μεγαλύτερους μετόχους των μεγαλύτερων εταιριών των χωρών στον κόσμο. Η μελέτη οδήγησε στα εξής συμπεράσματα :

- ⌚ Τα αδύναμα νομικά και θεσμικά περιβάλλοντα σχετίζονται με την υψηλή συγκέντρωση μετόχων στις εταιρίες που βρίσκονται στη λίστα.

- ⌚ Η ιδιωτική επιβολή δικαιωμάτων ιδιοκτησίας είναι ένας πιθανός λόγος για τη μεγάλη συγκέντρωση μετόχων στις εταιρίες της Ανατολικής Ασίας, που συχνά αντιμετωπίζουν αδύναμα νομικά συστήματα, διαφθορά και φτωχή επιβολή νόμων.

Το 1993 οι Teo & Wang εξέτασαν τη λογιστική ποιότητα και πληροφορία κερδών που σχετίζονται με συντελεστές και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αντίληψη της αγοράς για την ποιότητα λογιστικών πληροφοριών, όπως αντιπροσωπεύεται από τον ελεγκτή της εταιρίας επηρεάζει θετικά την πληροφορία σχετικά με τα κέρδη της τιμής της μετοχής.

Το 1996 ο Morck εξέτασε τη σχέση μεταξύ των μετόχων της εταιρίας και των λογιστικών πληροφοριών. Για την έρευνά του, είχε ως δεδομένο ότι οι εταιρίες που έχουν μεγάλη συγκέντρωση μετόχων είναι πιο ικανές στο να ασχολούνται με τις πολιτικές ομάδες συμφερόντων. Τα δικαιώματα « συγκεντρωμένης » απόφασης, εντός των εταιριών επιτρέπουν να υπάρχει ένα μεγαλύτερο απόρρητο. Ένας πολιτικός ίσως επιθυμεί περισσότερη εχεμύθεια προκειμένου να διατηρήσει τη φήμη της ακεραιότητας. Οι εταιρίες επίσης προτιμούν να λειτουργούν σε μυστικότητα, προκειμένου να εκμεταλλευτούν « την συνεργασία » με τους πολιτικούς. Οι εταιρίες έχουν γενικά υψηλή συγκέντρωση μετόχων που τους επιτρέπουν να έχουν σφιχτό έλεγχο για διαρροή πληροφοριών προς το κοινό με αποτέλεσμα να μειώνονται τα δεδομένα που παρέχονται στους επενδυτές. Στο επιχειρηματικό περιβάλλον οι μέτοχοι και οι ιδιοκτήτες απελευθερώνουν όσο το δυνατόν λιγότερες πληροφορίες στο κοινό. Έχοντας αυτές τις πληροφορίες ως δεδομένα, ο Morck κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η υψηλή συγκέντρωση μετόχων συνδέεται με τη χαμηλή πληροφόρηση λογιστικών κερδών. Τέλος ο Warfield το 1995 εξέτασε τη συγκέντρωση διευθυντών σχετικά με τη λογιστική πληροφόρηση. Η έρευνά του τεκμηρίωσε ότι μια αύξηση διευθυντών στη διοίκηση θα μείωνε το κύριο πρόβλημα μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, που με τη σειρά του θα μείωνε τα κίνητρα και τις ευκαιρίες των διευθυντών να ελέγξουν τα λογιστικά μεγέθη, ενώ μεγαλώνει η πληροφόρηση των κερδών. Ωστόσο αυτή η σχέση μεταξύ μετόχων και λογιστικών πληροφοριών δεν εφαρμόζεται στις εταιρίες της Ανατολικής Ασίας, λόγω των διαφορών στο βαθμό συγκέντρωσης των μετόχων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### 5.1 Η ανάλυση παλινδρόμησης

Στα διάφορα προβλήματα που εμφανίζονται στατιστικές ( τυχαίες ) μεταβλητές, συνήθως δεν αρκούμαστε στη μελέτη των χαρακτηριστικών ( μέση τιμή, διασπορά κ.λπ. ) της κάθε μιας μεμονωμένης μεταβλητής, αλλά επιδιώκουμε, αν είναι δυνατόν, να προσδιορίσουμε με ποιο τρόπο σχετίζονται αυτές μεταξύ τους.

Ο γενικός τομέας της Στατιστικής που τη σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων μεταβλητών με απώτερο σκοπό την πρόβλεψη μιας από αυτές μέσω των άλλων, χαρακτηρίζεται με την ονομασία Ανάλυση Παλινδρόμησης ( Regression Analysis ). Ιστορικά, ο όρος “regression” χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από το Βρετανό ανθρωπολόγο Sir Francis Galton στην εργασία του « Regression Towards Mediocrity in Hereditary Stature » ( 1885 ) όπου μελετώντας τα ύψη των παιδιών σε σχέση με το μέσο ύψος των γονέων, διαπιστώθηκε ότι αυτά είχαν την τάση να παλινδρομούν ( regress ) προς το μέσο γονικό ύψος αντί να στρέφονται προς ακραίες τιμές. Παρότι όμως αρχικά ο όρος παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκε για να περιγράψει τη συγκεκριμένη αυτή διαπίστωση, με την πάροδο του χρόνου επεκτάθηκε η χρήση του και σήμερα έχει γίνει συνώνυμος με τη στατιστική μελέτη της σχέσης μεταξύ μεταβλητών.

Σε κάθε πρόβλημα παλινδρόμησης διακρίνουμε δύο κύριους τύπους μεταβλητών που θα τις ονομάζουμε αντιστοίχως προβλέπουσες ή ανεξάρτητες μεταβλητές και αποκριτικές μεταβλητές ή εξαρτημένες. Με τον όρο προβλέπουσες ή ανεξάρτητες μεταβλητές εννοούμε τις μεταβλητές οι οποίες είτε μπορούν να πάρουν μια επιθυμητή τιμή ( για παράδειγμα η αρχική θερμοκρασία, ή ο ρυθμός τροφοδοσίας καταλύτη ), είτε παίρνουν τιμές που μπορούν να μετρηθούν ( ή να παρατηρηθούν ) αλλά δε μπορούν να ελεγχθούν ( για παράδειγμα η ατμοσφαιρική υγρασία ). Οι αλλαγές που μπορεί να γίνουν σκόπιμα, ή απλά να συμβούν στις προβλέπουσες μεταβλητές επιδρούν στις άλλες μεταβλητές δηλαδή στις εξαρτημένες. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η διάκριση μεταξύ ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών δεν είναι σαφής αφού μπορεί κάποιος παράγοντας ,ο οποίος σε ένα ενδιάμεσο στάδιο θεωρείται ανεξάρτητη μεταβλητή, στο τελικό να είναι εξαρτημένη. Γενικά μας ενδιαφέρει να ανακαλύψουμε πως οι αλλαγές στις ανεξάρτητες μεταβλητές επηρεάζουν τις τιμές των εξαρτημένων μεταβλητών.

Η απλούστερη περίπτωση παλινδρόμησης είναι η απλή γραμμική παλινδρόμηση, όπου υπάρχει μόνο μια ανεξάρτητη μεταβλητή  $x$  και η εξαρτημένη μεταβλητή  $y$  μπορεί να προσεγγιστεί ικανοποιητικά από μια γραμμική συνάρτηση του  $x$ . Τα ζεύγη που σχηματίζονται σε κάθε στατιστική μελέτη (  $x_i, y_i$  ), είναι συγκεντρωμένα περίπου γύρω από την ευθεία, δηλαδή η σχέση μεταξύ του  $y$  και του  $x$  είναι κατά προσέγγιση γραμμική. Ο στόχος της θεωρίας παλινδρόμησης είναι η πρόβλεψη μιας μεταβλητής  $Y$  με βάση τα στοιχεία που διαθέτουμε για ένα σύνολο άλλων μεταβλητών ( χαρακτηριστικών )  $x_0 = 1, x_1, \dots, x_{p-1}$ . Στο κλασικό γραμμικό μοντέλο υποθέτουμε ότι η  $Y$  αποτελείται από ένα γραμμικό κομμάτι που περιέχει τα  $x_0, \dots, x_1, \dots, x_{p-1}$  και ένα τυχαίο σφάλμα  $\varepsilon$ , το οποίο αντανακλά τα διάφορα σφάλματα των μετρήσεων καθώς επίσης και επιδράσεις από άλλες προβλέπουσες μεταβλητές που δεν περιλήφθηκαν στο μοντέλο. Οι τιμές που παίρνουν τα  $x_i$  θεωρούνται καθορισμένες (

μη τυχαίες), ενώ αντίθετα τα σφάλματα  $\varepsilon$  και επομένως και τα παρατηρούμενα  $Y$  θεωρούνται σαν τυχαίες μεταβλητές που ικανοποιούν κάποιες στατιστικές υποθέσεις.

Η γενική μορφή του γραμμικού μοντέλου είναι η  $Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_{p-1} x_{p-1} + \varepsilon$ , όπου ο όρος « γραμμικό » αναφέρεται στις άγνωστες παραμέτρους  $\beta_0, \dots, \beta_{p-1}$  και όχι στις ανεξάρτητες μεταβλητές  $x_0 = 1, x_1, \dots, x_{p-1}$ .

Οι βασικές υποθέσεις στο μοντέλο  $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i, i = 1, \dots, n$  είναι οι εξής :

1. Το  $\varepsilon_i$  είναι μια τυχαία μεταβλητή με μέση τιμή μηδέν και διασπορά  $\sigma^2$  ( άγνωστη ), δηλαδή  $E(\varepsilon_i) = 0, V(\varepsilon_i) = \sigma^2$ .
2. Τα  $\varepsilon_i$  και  $\varepsilon_j$  είναι ασυσχέτιστα,  $i \neq j$ , έτσι ώστε  $\text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$ . Επομένως :  $E(Y_i) = \beta_0 + \beta_1 X_i, V(Y_i) = \sigma^2$  και τα  $Y_i, i \neq j$  είναι ασυσχέτιστα.
3. Το  $\varepsilon_i$  είναι μια τυχαία μεταβλητή που ακολουθεί την κανονική κατανομή, με μέση τιμή μηδέν και διασπορά  $\sigma^2$  ( όπως στην 1 ), δηλαδή :  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$ .

Κάτω από την τελευταία υπόθεση, έπεται ότι τα  $\varepsilon_i, \varepsilon_j$  δεν είναι μόνο ασυσχέτιστα αλλά κατ' ανάγκη και ανεξάρτητα.

Για να έχουμε εκτιμήσει σωστά το απλό γραμμικό μοντέλο θα πρέπει να πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις :

- Κανονικότητα : τα κατάλοιπα θα πρέπει να ακολουθούν κανονική κατανομή με μέσο μηδέν και διακύμανση γνωστή, δηλαδή  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$ . Η κανονικότητα μπορεί να ελεγχθεί μέσω του ελέγχου Kolmogorov - Smirnov και Shapiro - Wilks με μηδενική υπόθεση  $H_0$  : τα κατάλοιπα ακολουθούν κανονική κατανομή και  $H_1$  : τα κατάλοιπα δεν ακολουθούν κανονική κατανομή. Όταν το  $p$  - value του ελέγχου είναι μεγαλύτερο από το 0.05 τότε απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση. Ο Shapiro - Wilks έλεγχος είναι πιο αξιόπιστος, ιδιαίτερα όταν έχουμε μικρά δείγματα.
- Ομοσκεδαστικότητα : ισότητα διακυμάνσεων ( $\text{Cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$  για κάθε  $i = j$ ). Στην περίπτωση απλής γραμμικής παλινδρόμησης κάνουμε ένα διάγραμμα σημείων ( Scatter Plot ) των καταλοίπων με την επεξηγηματική. Αν τα σημεία είναι τυχαία και δεν παρουσιάζουν κάποια τάση, τότε υπάρχει ομοσκεδαστικότητα.
- Ανεξαρτησία καταλοίπων ( $\text{Cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$  για κάθε  $i = j$ ). Κάνουμε ένα διάγραμμα σημείων μεταξύ των προβλεπόμενων τιμών και των καταλοίπων. Αν είναι τυχαία τα σημεία, τότε έχουμε ανεξαρτησία.
- Γραμμικότητα : θα κάνουμε ένα διάγραμμα σημείων ( Scatter Plot ) προβλεπόμενων τιμών έναντι καταλοίπων.

## 5.2 Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων

Μία ευρύτατα διαδεδομένη μέθοδος για την εκτίμηση των σταθερών  $\beta_0$  και  $\beta_1$  είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων. Η μέθοδος αυτή επιλέγει εκτιμήτριες  $\hat{\beta}_0$  και  $\hat{\beta}_1$  των άγνωστων σταθερών  $\beta_0$  και  $\beta_1$  της συνάρτησης παλινδρόμησης

$E(Y|X=x) = \beta_0 + \beta_1 x$ , οι οποίες οδηγούν σε εκτιμήσεις  $\hat{\beta}_0$  και  $\hat{\beta}_1$  που ελαχιστοποιούν το άθροισμα των τετραγωνικών αποκλίσεων των παρατηρούμενων τιμών  $y_i$  της  $Y$  από τις τιμές  $\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 x_i$  που εκτιμάται ότι θα έπρεπε να παρατηρούνται για την  $Y$

(αφού, όπως έχουμε υποθέσει  $E(Y|X=x) = \beta_0 + \beta_1 x$ ). Συγκεκριμένα, η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων οδηγεί στις εκτιμήτριες :

$$\hat{\beta} = \frac{S_{xy}}{S_{xx}}$$

$$\hat{\beta}_0 = \bar{Y} - \frac{S_{xy}}{S_{xx}} * \bar{X}$$

$$\begin{aligned} \text{Όπου } S_{xy} &= \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) * (Y_i - \bar{Y}) \\ &= \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) * Y_i, \end{aligned}$$

$$\text{και } S_{xx} = \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$$

Επειδή  $(x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)$  είναι μία πραγματοποίηση (realization) της ακολουθίας των τυχαίων διανυσμάτων  $(X_1, Y_1), \dots, (X_n, Y_n)$  που παριστάνει το τυχαίο δείγμα από την κατανομή του διανύσματος  $(X, Y)$ , τότε και οι εκτιμήσεις  $b_0$  και  $b_1$  των αγνώστων σταθερών  $\beta_0$  και  $\beta_1$ , αντίστοιχα, αποτελούν πραγματοποιήσεις των στατιστικών συναρτήσεων  $\hat{\alpha}$  και  $\hat{\beta}$ . Δηλαδή, οι τιμές  $b_0$  και  $b_1$  είναι οι τιμές των εκτιμητριών  $\hat{\beta}_0$  και  $\hat{\beta}_1$  των παραμέτρων  $\alpha$  και  $\beta$  που αντιστοιχούν στο συγκεκριμένο δείγμα  $(x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)$ . Ως εκ τούτου,

$$b_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) * y_i}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

$$\text{και } b_0 = \bar{y} - b_1 \bar{x}$$

Επομένως αν με  $\hat{Y}$  συμβολίσουμε την εκτιμήτρια της συνάρτησης παλινδρόμησης  $E(Y|X) = \beta_0 + \beta_1 X$ , δηλαδή  $\hat{Y}_i = E(Y|X = x_i)$ ,  $i = 1, \dots, n$ , τότε  $\hat{Y}_i = \beta_0 + \beta_1 x_i$ ,  $i = 1, \dots, n$ . Η εκτίμηση επομένως της ευθείας παλινδρόμησης για το συγκεκριμένο δείγμα  $(x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)$ , είναι η εξής :

$$y_i = b_0 + b_1 x_i, \quad i = 1, \dots, n.$$

Αν η εκτιμηθείσα ευθεία ήταν η πραγματική άγνωστη ευθεία, πάνω στην οποία



βρίσκεται η δεσμευμένη μέση τιμή της  $Y$ , τότε τα κατάλοιπα  $e_i = y_i - \hat{y}_i = y_i - \beta_0 - \beta_1 x_i$  θα αντιστοιχούσαν στις άγνωστες αποκλίσεις  $\varepsilon_i = y_i - \beta_0 - \beta_1 x_i$  των παρατηρούμενων τιμών  $y_i$  της  $Y$  από τις τιμές  $\beta_0 + \beta_1 x_i$ ,  $i = 1, \dots, n$ , τις οποίες θα έπρεπε να παρατηρούμε για την  $Y$ . Οι αποκλίσεις αυτές ονομάζονται σφάλματα.

Δηλαδή τα κατάλοιπα  $e_i = y_i - \hat{y}_i$  (οι πραγματοποιήσεις της μεταβλητής  $e = Y - \hat{Y} = Y - \beta_0 - \beta_1 X \equiv \varepsilon$ , μπορούν με κάποια έννοια να θεωρηθούν ως εκτιμήσεις των πραγματοποιήσεων  $\varepsilon_i$ ,  $i = 1, \dots, n$ , μιας μη παρατηρήσιμης τυχαίας μεταβλητής  $\varepsilon = Y - \beta_0 - \beta_1 X \equiv Y - E(Y|X)$ . (Η μεταβλητή  $\varepsilon$  που εκπροσωπεί ένα τυχαίο λάθος κατανέμεται ανεξάρτητα από τη μεταβλητή  $X$  με  $E(\varepsilon) = 0$ ). Αν αληθεύει η υπόθεση  $E(Y|X=x) = \beta_0 + \beta_1 x$ , τότε η τυχαία μεταβλητή  $\varepsilon$  είναι ανεξάρτητη από την τυχαία μεταβλητή  $X$ .

### 5.3 Διαστήματα εμπιστοσύνης για τις παραμέτρους του απλού γραμμικού μοντέλου.

Για την εξαγωγή στατιστικών συμπερασμάτων σχετικά με τις παραμέτρους του στατιστικού γραμμικού μοντέλου είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε τις κατανομές των διαφόρων εκτιμητριών που χρησιμοποιούνται. Είναι γνωστό ότι :

$$E(\hat{\beta}_0) = \beta_0, E(\hat{\beta}_1) = \beta_1$$

$$\Delta(\hat{\beta}_0) = \sigma^2 * \frac{\sum_{i=1}^n x_i^2}{n \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} = \sigma^2 \left( \frac{1}{n} + \frac{\bar{x}^2}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \right) = \sigma^2(\hat{\beta}_0)$$

$$\text{Και } \Delta(\hat{\beta}_1) = \sigma^2 * \frac{1}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} = \sigma^2(\hat{\beta}_1)$$

Επειδή όμως η διασπορά  $\sigma^2$  είναι συνήθως άγνωστη, αναγκαζόμαστε να την εκτιμήσουμε και η πιο κατάλληλη ποσότητα για το σκοπό αυτό είναι η αμερόληπτη εκτιμήτρια της  $S^2$ . Έτσι φτάνουμε στις εκτιμώμενες διασπορές :

$$s^2(\beta_0) = s^2 \left( \frac{1}{n} + \frac{\bar{x}^2}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \right)$$

$$s^2(\beta_1) = s^2 * \frac{1}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} = \sigma^2(\beta_1)$$

Για τα διαστήματα εμπιστοσύνης και τους ελέγχους υποθέσεων αναφορικά με τις παραμέτρους  $\beta_0$  και  $\beta_1$  χρησιμοποιούμε την  $t$  – κατανομή ( student ). Στο απλό γραμμικό μοντέλο με κανονικά ανεξάρτητα σφάλματα

1. το διάστημα :

$$\left[ \hat{\beta}_1 - t_{1-\alpha/2, n-2} \frac{S}{\sqrt{S_{xx}}}, \hat{\beta}_1 + t_{1-\alpha/2, n-2} \frac{S}{\sqrt{S_{xx}}} \right]$$

Αποτελεί ένα  $100(1 - \alpha)\%$  διάστημα εμπιστοσύνης για την άγνωστη παράμετρο  $\beta_1$ , όπου  $t_{1-\alpha/2}$  είναι η  $t$  κατανομή με  $(n - 2)$  βαθμούς ελευθερίας. Θέλουμε να κάνουμε έναν έλεγχο υποθέσεων της μορφής :

$H_0$  :  $\beta_1$  έναντι της εναλλακτικής

$H_1$  :  $\beta_1 \neq \lambda$ , όπου  $\lambda$  μια συγκεκριμένη τιμή

Υπολογίζουμε την τιμή της στατιστικής συνάρτησης ελέγχου :

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \lambda}{SD(\hat{\beta}_1)} = \frac{\hat{\beta}_1 - \lambda}{\frac{S}{\sqrt{S_{xx}}}}$$

Κρίσιμη περιοχή του ελέγχου είναι η  $C = \{ |t| > t_{1-\alpha/2, n-2} \}$ . αν η τιμή της στατιστικής συνάρτησης ελέγχου ανήκει στην κρίσιμη περιοχή τότε απορρίπτουμε την  $H_0$  σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha$ .

2. το διάστημα :

$$\left[ \hat{\beta}_0 - t_{1-\alpha/2, n-2} * s \sqrt{\frac{\sum x_i^2}{n} * S_{xx}}, \hat{\beta}_0 + t_{1-\alpha/2, n-2} * s \sqrt{\frac{\sum x_i^2}{n} * S_{xx}} \right],$$
 αποτελεί ένα  $100(1 - \alpha)\%$  διάστημα εμπιστοσύνης για την άγνωστη παράμετρο  $\beta_0$ , όπου  $t_{1-\alpha/2}$  είναι η  $t$  κατανομή με  $(n - 2)$  βαθμούς ελευθερίας.

Θέλουμε να κάνουμε έναν έλεγχο υποθέσεων της μορφής :

$H_0 : \beta_0 = k$  έναντι της εναλλακτικής  
 $H_1 : \beta_0 \neq k$ , όπου  $k$  μια συγκεκριμένη τιμή

Υπολογίζουμε την τιμή της στατιστικής συνάρτησης ελέγχου :

$$t = \frac{\hat{\beta}_0 - k}{s \sqrt{\frac{\sum x_i^2}{n} * S_{xx}}}$$

Κρίσιμη περιοχή του ελέγχου είναι η  $C = \{ |t| > t_{1-\alpha/2, n-2} \}$ . αν η τιμή της στατιστικής συνάρτησης ελέγχου ανήκει στην κρίσιμη περιοχή τότε απορρίπτουμε την  $H_0$  σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha$ .

Αν και χρησιμοποιούμε την  $t$  - κατανομή ακόμα και όταν το μέγεθος του δείγματος είναι μεγαλύτερο του 30, στην πράξη, για  $n > 30$  κάνουμε χρήση της τυπικής κανονικής.  $t_{n-2(\alpha/2)} \cong Z_{\alpha/2}$ .

#### 5.4 Πίνακας Ανάλυσης Διασποράς

ΠΗΓΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ	ΑΘΡΟΙΣΜΑ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ	ΒΑΘΜΟΙ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑΣ	ΜΕΣΟ ΤΕΤΡΑΓΩΝΟ
ΛΟΓΩ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	SSR	1	MSR
ΓΥΡΩ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	SSE	$n - 2$	MSE
ΣΥΝΟΛΙΚΗ	SST	$n - 1$	

Όπου :

- SSR : είναι το άθροισμα τετραγώνων λόγω παλινδρόμησης και έχει ένα βαθμό ελευθερίας. Ο τύπος του ορίζεται ως εξής :

$$SSR = SS(b_1 | b_0) = \sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 = b_1 * S_{XY} = \frac{S^2_{XY}}{S_{XX}},$$

- SST : είναι το συνολικό άθροισμα τετραγώνων. Ο τύπος του ορίζεται ως εξής :

$$SST = \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 = \sum_{i=1}^n Y_i^2 - n * \bar{Y}^2$$

- SSE : είναι το υπόλοιπο άθροισμα τετραγώνων. Τα υπόλοιπα προέρχονται από ένα προσαρμοσμένο μοντέλο ευθείας γραμμής, στο οποίο εκτιμήσαμε δύο παραμέτρους ( βαθμοί ελευθερίας υπολοίπων = αριθμός παρατηρήσεων - αριθμός εκτιμηθέντων παραμέτρων ). Ο τύπος του ορίζεται ως εξής :

$$SSE = SST - SSR$$

- MSR : ονομάζεται μέσο τετράγωνο λόγω παλινδρόμησης και ορίζεται ως εξής :

$$MSR = SSR / 1$$

- MSE : ονομάζεται μέσο τετράγωνο γύρω από την παλινδρόμηση και ορίζεται ως εξής :

$$MSE = SSE / (n - 2) = s^2.$$

Δηλαδή το  $s^2$  δίνει μια εκτίμηση που βασίζεται σε  $(n - 2)$  βαθμούς ελευθερίας της διασποράς γύρω από την παλινδρόμηση.

### 5.5 Έλεγχος F για τη σημαντικότητα της παλινδρόμησης

Επειδή τα  $Y_i$  είναι τυχαίες μεταβλητές, κάθε συνάρτηση τους είναι τυχαία μεταβλητή,

$$\text{άρα και το } MSR = \frac{SSR}{1} \text{ και το } s^2 = MSE = \frac{SSE}{n - 2}$$

Είναι γνωστό ότι  $E(MSR) = \sigma^2 + \beta_1^2 * S_{XX}$  και ότι  $E(s^2) = \sigma^2$ . Κάτω από την υπόθεση ότι είναι ανεξάρτητες μεταβλητές που ακολουθούν την  $N(0, \sigma^2)$

$$\text{αν } \beta_1 = 0 \text{ το } \frac{\text{MSR}}{\sigma^2} \sim \chi^2_{1} \text{ και } \frac{(n-2)\text{s}^2}{\sigma^2} \sim \chi^2_{n-2}. \text{ Η ποσότητα } \frac{\text{MSR}}{\sigma^2} \sim F_{1, n-2}$$

επειδή δύο μεταβλητές είναι ανεξάρτητες όταν  $\beta_1 = 0$ . Θέλουμε να κάνουμε έναν έλεγχο υποθέσεων της μορφής :

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

Κρίσιμη περιοχή του ελέγχου είναι η  $C = \{ F : F > F_{1, n-2}^{1-\alpha} \}$ . αν η τιμή της στατιστικής συνάρτησης ελέγχου ανήκει στην κρίσιμη περιοχή τότε απορρίπτουμε την  $H_0$  σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha$ .

### 5.6 Συντελεστής Προσδιορισμού $R^2$

Η ποσότητα  $R^2$  είναι το ηλίκο :

$$R^2 = \frac{\text{SSR}}{\text{SST}},$$

με το οποίο μπορούμε να ελέγξουμε την αξία του απλού γραμμικού μοντέλου, το οποίο προσαρμόζουμε στα δεδομένα. Ο συντελεστής προσδιορισμού εκφράζει το ποσοστό της μεταβλητότητας της μεταβλητής  $Y$  που εξηγείται από την μεταβλητή  $X$ . Όσο πιο κοντά βρίσκεται η τιμή του  $R^2$  στην μονάδα, τόσο πιο ισχυρή γίνεται η γραμμική σχέση εξάρτησης των μεταβλητών  $Y$  και  $X$ .

### 5.7 Η πολλαπλή παλινδρόμηση και οι βασικές της υποθέσεις.

Η πολλαπλή παλινδρόμηση είναι η επέκταση της απλής παλινδρόμησης στην περίπτωση που έχουμε περισσότερες από μια ανεξάρτητες μεταβλητές. Η εισαγωγή περισσότερων ερμηνευτικών μεταβλητών έχει ως σκοπό την ερμηνεία όλο και μεγαλύτερου τμήματος της συνολικής μεταβλητότητας των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής  $Y$ , μειώνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τις τιμές των σφαλμάτων  $\epsilon_i$ , άρα και

τη διακύμανση  $\sigma^2$ . Στην προηγούμενη ενότητα χρησιμοποιήσαμε το απλό γραμμικό μοντέλο για να διερευνήσουμε την εξάρτηση μιας μεταβλητής  $Y$  ( εξαρτημένη ) από μια άλλη μεταβλητή  $X$  ( ανεξάρτητη ). Σε αρκετά όμως προβλήματα η μεταβλητή απόκρισης  $Y$  μπορεί να θεωρηθεί ότι επηρεάζεται από περισσότερες από μια ερμηνευτικές μεταβλητές, έστω  $X_1, X_2, \dots, X_{p-1}$ . μπορούμε και πάλι να χρησιμοποιήσουμε ένα γραμμικό μοντέλο για να διερευνήσουμε την εξάρτηση της  $Y$  από τις  $X_1, X_2, \dots, X_{p-1}$ . Το μοντέλο αυτό, το οποίο αποτελεί γενίκευση του μοντέλου  $Y = \beta_0 + \beta_1 X + \epsilon$ , θα έχει τη μορφή :

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \epsilon_i.$$

Το υπόδειγμα της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης ερμηνεύεται ως εξής :

- $\beta_0$  : σταθερά που εκφράζει τη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής, όταν όλες οι ερμηνευτικές μεταβλητές έχουν τιμή μηδέν.
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$  : οι μερικοί συντελεστές παλινδρόμησης για τις μεταβλητές  $X_1, X_2, \dots, X_k$ , αντίστοιχα, κάθε ένας από τους οποίους εκφράζει την κατά μέσο όρο μεταβολή της τιμής της εξαρτημένης μεταβλητής όταν η αντίστοιχη μεταβλητή μεταβάλλεται κατά μια μονάδα και οι υπόλοιπες παραμένουν σταθερές.
- $\epsilon_i$  = τυχαίο σφάλμα ( κατάλοιπο ) και εκφράζει την απόκλιση της πραγματικής παρατήρησης  $Y_i$ , από την αναμενόμενη, όπως αυτή εκτιμάται από το υπόδειγμα :

^

$$Y_i = \mu_{y|x_1, x_2, \dots, x_k} = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} .$$

Και στην περίπτωση της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης κρίνεται αναγκαία η ισχύς κάποιων προϋποθέσεων, προκειμένου να είναι αξιόπιστη η διεξαγωγή συμπερασμάτων. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι οι εξής :

- Γραμμικότητα : οι μέσες τιμές  $E ( Y_i / X_i )$  της εξαρτημένης μεταβλητής  $Y$  για κάθε συνδυασμό τιμών των ανεξάρτητων μεταβλητών  $X_1, \dots, X_k$  να είναι γραμμική συνάρτηση αυτών. Δηλαδή :

^

$$Y_i = \mu_{y|x_1, x_2, \dots, x_k} = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} \quad \text{ή}$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \epsilon_i$$

- Ομοσκεδαστικότητα : η διασπορά των τιμών της μεταβλητής  $Y$  είναι ίδια για κάθε συνδυασμό των ανεξάρτητων μεταβλητών  $X_1, X_2, \dots, X_k$ . Δηλαδή :

$$\sigma^2_{Y|x_1, x_2, \dots, x_k} = \sigma^2 \quad \text{ή}$$

$$\sigma^2_{\epsilon|x_1, x_2, \dots, x_k} = \sigma^2$$

- Ανεξαρτησία : οι κατανομές από τις οποίες προέρχονται τα σφάλματα  $\epsilon_i$ ,  $i = 1, \dots, n$  είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους, δηλαδή το σφάλμα της παρατήρησης  $i$  δεν εξαρτάται από το σφάλμα της παρατήρησης  $j$  και αντίστροφα.

### 5.8 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της μεθόδου

Η μέθοδος της απλής γραμμικής παλινδρόμησης παρουσιάζει κάποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

#### Πλεονεκτήματα :

- Η θεωρία που σχετίζεται με τη μέθοδο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης είναι εύκολα κατανοητή και επιτρέπει την κατασκευή διαφόρων τύπων των στατιστικών προβλέψεων για χρονικά διαστήματα, βαθμονομήσεων και βελτιστοποιήσεων.
- Η γραμμική παλινδρόμηση υλοποιεί ένα στατιστικό μοντέλο που όταν οι σχέσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και εξαρτημένων είναι σχεδόν γραμμική, δείχνει τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα. Επίσης οι εκτιμήσεις των άγνωστων παραμέτρων που προέρχονται από απλή γραμμική παλινδρόμηση είναι οι βέλτιστες.

Η μέθοδος χρησιμοποιεί δεδομένα πολύ αποτελεσματικά. Τα καλά αποτελέσματα μπορούν να επιτευχθούν με σχετικά λίγα σετ δεδομένων.

#### Μειονεκτήματα :

- Η γραμμική παλινδρόμηση χρησιμοποιείται συχνά εσφαλμένα για να μοντελοποιήσει μη γραμμικές σχέσεις.
- Εξετάζει μόνο τις γραμμικές σχέσεις, διότι από τη φύση της η γραμμική παλινδρόμηση, «φαίνεται» μόνο σε γραμμικές σχέσεις μεταξύ εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών. Αυτό προϋποθέτει ότι υπάρχει μια σχέση ευθείας γραμμής μεταξύ τους. Μερικές φορές αυτό είναι λάθος. Για παράδειγμα, η σχέση ανάμεσα στο εισόδημα και την ηλικία είναι καμπυλωτή, π.χ το εισόδημα τείνει να αυξάνεται στη ηλικία των ενηλίκων στα πρώτα στάδια, σταθεροποιείται στα μεταγενέστερα στάδια της ηλικίας των ενηλίκων, μειώνεται κατά την σύνταξη των ανθρώπων.
- Παρουσιάζει ευαισθησία στις ακραίες τιμές, διότι η μέθοδος αυτή εξετάζει μια σχέση της μέσης τιμής της εξαρτημένης μεταβλητής και της ανεξάρτητης. Για παράδειγμα αν εξετάσει κανείς τη σχέση μεταξύ του βάρους των βρεφών και χαρακτηριστικών των μητέρων τους, όπως η ηλικία, η γραμμική παλινδρόμηση θα εξετάσει το μέσο βάρος των βρεφών που γεννιούνται από μητέρες διαφόρων ηλικιών. Ωστόσο μερικές φορές πρέπει να δούμε τα άκρα της εξαρτημένης μεταβλητής. Π.χ τα μωρά βρίσκονται σε κίνδυνο, όταν το βάρος τους είναι χαμηλό, οπότε θα θέλαμε να δούμε τις ακρότητες αυτού του παραδείγματος.
- Όπως ο μέσος όρος δεν αποτελεί μια ολοκληρωμένη περιγραφή μιας μεταβλητής, έτσι και η γραμμική παλινδρόμηση δεν αποτελεί μια πλήρη περιγραφή της σχέσης μεταξύ των μεταβλητών.

#### 5.9. Το Δείγμα και η μεθοδολογία της έρευνας

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της επιρροής που ασκούν τα κέρδη των επιχειρήσεων και γενικότερα τα λογιστικά τους μεγέθη, στις τιμές (και τελικά στις αποδόσεις) των μετοχών τους. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, στα πλαίσια αυτά, είχε ως εξής :

- Επιλέχθηκαν τυχαία 30 μετοχές από το σύνολο των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (περίπου 10) του συνόλου).
- Υπολογίσθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών αυτών με τιμές κλεισίματος) για την πενταετία 2/1/2005 – 31/12/2009, με βάση την ακόλουθη σχέση :

$$R_{t,t+1} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad ,$$

Όπου :  $R_{t,t+1}$  = η απόδοση της μετοχής

$P_{t+1}$  = η τιμή της μετοχής τη χρονική στιγμή  $t + 1$

$P_t$  = η τιμή της μετοχής τη χρονική στιγμή t

- Από τους ετήσιους ισολογισμούς των επιχειρήσεων του δείγματος, συγκεντρώθηκαν τα δεδομένα που αφορούν τα κέρδη τους κατά την πιο πάνω πενταετία.
- Εξετάστηκε η σχέση μεταξύ αποδόσεων και κερδών μέσω απλής ανάλυσης παλινδρόμησης. Ειδικότερα, για καθένα από τα πιο πάνω 5 χρόνια, πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης (διαστρωματικά δεδομένα - 30 παρατηρήσεις) με τις αποδόσεις του έτους για κάθε επιχείρηση και τα καθαρά κέρδη της του ίδιου έτους.
- Λόγω της παρατηρηθείσας αμελητέας επιρροής των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών, η ανάλυση επαναλήφθηκε με την εισαγωγή μίας υστέρησης, ως εξής: Δημιουργήθηκαν ζεύγη τιμών με τα κέρδη της περιόδου t και τις αποδόσεις της περιόδου t+1. Η υστέρηση αυτή δικαιολογείται από την καθυστέρηση ανακοίνωσης των κερδών των επιχειρήσεων κατά τουλάχιστον 5 μήνες, δεδομένου ότι τα κέρδη κάθε έτους δημοσιεύονται συνήθως μετά την 31/5 του επόμενου έτους.
- Μετά τη διαπίστωση ότι και πάλι οι δύο μεταβλητές δεν έδειχναν να συσχετίζονται σημαντικά, χρησιμοποιήθηκαν πρόσθετες μεταβλητές για να διαπιστωθεί κατά πόσο αυτές ασκούν κάποια επιρροή στις αποδόσεις των μετοχών, δηλαδή κατά πόσο αξιολογούνται από τους επενδυτές κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι ακόλουθες :
  - Καθαρή Λογιστική θέση
  - Κύκλος εργασιών

Ο λόγος της χρησιμοποίησης των μεταβλητών αυτών είναι ότι έχουν προταθεί στη σχετική βιβλιογραφία. Επίσης, αποτελούν κρίσιμες παραμέτρους κάθε επιχείρησης και γι' αυτό εξετάζονται από τους επενδυτές. Επισημαίνεται ότι, το μέγεθος της καθαρής θέσης καθαυτό δεν παρέχει σημαντικές πληροφορίες. Ούτε το μέγεθος του κύκλου εργασιών αποτελεί σημαντική πληροφορία, δεδομένου ότι υπάρχει ένα ευρύ φάσμα επιχειρήσεων από άποψη μεγέθους. Εκείνο που έχει αξία είναι να γνωρίζει ο επενδυτής τη μεταβολή, χρόνο με τον χρόνο, αυτών των δύο μεγεθών.

Για παράδειγμα, η διαρκής αύξηση της καθαρής περιουσίας σημαίνει ότι η επιχείρηση είναι κερδοφόρα σε κάθε οικονομική χρήση ή οι μέτοχοι βλέπουν σημαντικές προοπτικές και γι' αυτό συνεισφέρουν νέα κεφάλαια. Επίσης, η διαρκής αύξηση του κύκλου εργασιών δείχνει μια επιχείρηση που διευρύνει σε μόνιμη βάση τη δραστηριότητα της, είτε γιατί επεκτείνεται γεωγραφικά είτε γιατί κερδίζει έδαφος σε σχέση με τους ανταγωνιστές της κ.ο.κ.

Για τους λόγους αυτούς, στην ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβολές της καθαρής θέσης και των κερδών, με βάση τις ακόλουθες σχέσεις:

$$\Delta(K\Theta)_t = (K\Theta_t / K\Theta_{t-1}) - 1$$

Όπου :

$\Delta(K\Theta)_t$  : η μεταβολή της καθαρής θέσης

$K\Theta_t$  : η τιμή της καθαρής θέσης τη χρονική στιγμή t

$K\Theta_{t-1}$  : η τιμή της καθαρής θέσης τη χρονική στιγμή t-1



και

$$\Delta(\text{ΚΕ})_t = (\text{ΚΕ}_t / \text{ΚΕ}_{t-1}) - 1$$

Όπου :

$\Delta(\text{ΚΕ})_t$ : η μεταβολή του κύκλου εργασιών

$\text{ΚΕ}_t$  : η τιμή του κύκλου εργασιών τη χρονική στιγμή t

$\text{ΚΕ}_{t-1}$  : η τιμή του κύκλου εργασιών τη χρονική στιγμή t-1

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

#### **6.1 Εισαγωγή**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των δεδομένων του δείγματος και επιχειρείται η ερμηνεία τους με βάση τη σχετική θεωρία αλλά και τα ευρήματα αντίστοιχων εμπειρικών εργασιών. Το ενδιαφέρον της ανάλυσης εστιάζεται στη διερεύνηση που ασκούν τα κέρδη των επιχειρήσεων στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών τους και κατ' επέκταση στη διαμόρφωση των αποδόσεων τους.

#### **6.2 Ανάλυση της επίδρασης των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών**

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων ανάμεσα στα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων και στις αποδόσεις των μετοχών τους. Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής των κερδών καθώς και της σταθερής ποσότητας  $\alpha$  (η οποία εκφράζει την επίδραση άλλων παραμέτρων, που δεν περιλαμβάνονται στη σχετική εξίσωση), δεν είναι στατιστικά σημαντικοί ( $|-0,72| < |1,96|$ ).

Συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι μόνο το 2006 ο συντελεστής των καθαρών κερδών είναι στατιστικά σημαντικός, που σημαίνει ότι μόνο για το έτος εκείνο υπάρχουν ενδείξεις ότι τα καθαρά κέρδη επηρέαζαν τις αποδόσεις των μετοχών. Βέβαια, η στατιστική σημαντικότητα του  $\alpha$  κατά το ίδιο έτος, εισηγείται ότι υπήρχαν και άλλες παράμετροι που επηρέαζαν τις αποδόσεις των μετοχών.

Όλα τα υπόλοιπα χρόνια ο συντελεστής κερδών είναι στατιστικά μηδενικός, που σημαίνει ότι η επιρροή των κερδών είναι αμελητέα. Παρατηρούμε επίσης ότι, όλο το διάστημα που εξετάζεται (2005-2009) το  $\alpha$  είναι στατιστικά σημαντικό, γεγονός που σημαίνει ότι πρέπει να διερευνηθεί η επίδραση και άλλων παραμέτρων.

Αναφερόμενοι στις επιμέρους περιόδους, παρατηρούμε ότι:

-Το 2005 τα κέρδη εξηγούν μόνο το 1,8 % της μεταβλητότητας των αποδόσεων.

-Το 2006 τα κέρδη εξηγούν το 31,4 % της μεταβλητότητας των αποδόσεων.

Δηλαδή σχεδόν το 1/3 της επίδρασης που δέχονται οι αποδόσεις προέρχεται από τα καθαρά κέρδη, που σημαίνει ότι τα κέρδη επηρεάζουν σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών το συγκεκριμένο έτος.

Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι υπάρχει μια πολύ μικρή επίδραση των καθαρών κερδών των επιχειρήσεων, σχεδόν αμελητέα, στις αποδόσεις των μετοχών.

Τα ευρήματα της έρευνας μας έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των Ball and Brown(1968), οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται σημαντικά με τις ετήσιες αλλαγές των λογιστικών κερδών. Παρατήρησαν επιπλέον ότι, ναι μεν τα λογιστικά κέρδη αποτελούν σημαντική πληροφορία για τις αποδόσεις των μετοχών, αλλά και οι λειτουργικές χρηματοροές έχουν μια σημαντική, αν και πιο αδύναμη συσχέτιση με τις αποδόσεις, απ' ότι τα λογιστικά κέρδη. Από την έρευνα που έκαναν διαπίστωσαν ακόμη ότι, κάποιες επιχειρήσεων που παρουσίαζαν διαρκή αύξηση των κερδών τους, επέτυχαν αποδόσεις

κατά 19,2 % υψηλότερες (σε ετήσια βάση) από άλλες που παρουσίαζαν στασιμότητα ή μείωση κερδών.

Επίσης, οι Huang and Kracaw(1984), όπως και οι Kamarotou and O' Hanlon(1989), κατέληξαν σε αντίστοιχα συμπεράσματα με τους Ball and Brown(1968), εξετάζοντας διάφορες άλλες λογιστικές μεταβλητές, σε δείγματα επιχειρήσεων από χρηματιστήρια της Αγγλίας, της Αμερικής, του Καναδά και της Ιαπωνίας. Θα πρέπει να σημειωθεί πάντως ότι, οι Kamarotou and O' Hanlon(1989), εφάρμοσαν τη μεθοδολογία Granger και κατέληξαν ότι ειδικά για την Αγγλική αγορά, οι οικονομικές μεταβλητές επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών.

Κινούμενος στα ευρύτερα πλαίσια της διερεύνησης των σχέσεων μεταξύ των λογιστικών μεταβλητών, ο Beaver (1998), κατέληξε ότι τα δεδομένα πρόσφατων λογιστικών κερδών, παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για την πρόβλεψη των μελλοντικών λογιστικών μεγεθών καθώς και ότι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων καθορίζει την τιμή της μετοχής.

Από μια άλλη οπτική γωνία, οι Kormendi & Lipe(1987), διερεύνησαν την επιρροή της διαρκούς κερδοφορίας στις αποδόσεις των μετοχών και κατέληξαν σε θετικά συμπεράσματα. Τα συμπεράσματά τους αυτά ενισχύονται από το εύρημα ότι οι αποδόσεις των μετοχών είναι πολύ μεγαλύτερες στην περίπτωση που τα λογιστικά κέρδη είναι πιθανόν να επαναληφθούν.

Τέλος, οι Bernard and Tomas (1989), ασχολήθηκαν με την αντίδραση των κεφαλαιαγορών στις νέες πληροφορίες κερδών και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αγορά « προβλέπει » πληροφορίες λογιστικών κερδών πριν τις ανακοινώσεις των λογιστικών μεγεθών και οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σημαντικά κατά τη διάρκεια του τριμήνου, που περιβάλλονται οι ανακοινώσεις λογιστικών μεγεθών. Όταν όμως υπάρχουν εκπλήξεις στα λογιστικά μεγέθη και είναι ακραίες, οι αντιδράσεις της αγοράς τείνουν να είναι ατελείς, καθώς οι πληροφορίες λογιστικών κερδών σχετίζονται με ανώμαλες αποδόσεις κατά τη διάρκεια εξήντα ημερών, μετά τις ανακοινώσεις των λογιστικών μεγεθών.

Ενδεχόμενα, οι τόσο σημαντικές διαφοροποιήσεις των ευρημάτων μας σε σχέση με άλλες εμπειρικές έρευνες, θα μπορούσαν να οφείλονται στις διαφορές που παρουσιάζουν οι έρευνες από άποψη αγορών και χρονικών περιόδων. Θα μπορούσαν επίσης να δικαιολογηθούν από το γεγονός ότι η λογιστική απεικόνιση των δεδομένων των επιχειρήσεων παρουσιάζει σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η εικόνα των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση να διαφοροποιούνται οι αποφάσεις των επενδυτών.

Πίνακας 1 : Αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης μεταξύ αποδόσεων μετοχών και κερδών

	N	R <sup>2</sup>	A	Ta	B	t <sub>β</sub>
2005	30	1,8%	0,4	3	-0,13	-0,72
2006	30	31,4%	0,404	2,7	0,56	-3,58
2007	30	0%	0,18	1,53	-0,01	-0,03
2008	30	2,6%	-0,65	-20,12	-0,16	-0,86
2009	30	3,2	0,06	0,97	0,18	0,96

### **6.3 Ανάλυση της επίδρασης των κερδών της προηγούμενης περιόδου στις αποδόσεις των μετοχών**

Όπως είναι γνωστό, τα κέρδη μιας οικονομικής χρήσης δημοσιεύονται μετά τον Μάιο της επόμενης χρήσης. Το γεγονός αυτό επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών, δεδομένου ότι αυτές λαμβάνονται χωρίς τη γνώση των λογιστικών κερδών για αρκετούς μήνες. Για να εξουδετερωθεί το πρόβλημα αυτό, συσχετίστηκαν τα δεδομένα αποδόσεων με τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου, μέσω ανάλυσης παλινδρόμησης. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής παρουσιάζονται στον πίνακα 2, από τα δεδομένα του οποίου γίνεται προφανές ότι και πάλι δεν φαίνεται να υπάρχει επιρροή των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών. Ειδικότερα, οι τιμές του R<sup>2</sup> είναι ιδιαίτερα χαμηλές, διαψεύδοντας για άλλη μια φορά της προσδοκίες μας. Επίσης, ο συντελεστής των καθαρών κερδών είναι στατιστικά μηδενικός σε όλα τα έτη, που σημαίνει ότι τα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων δεν εξηγούν τις αποδόσεις των μετοχών τους. Την περίοδο όμως 2006 – 2007 παρατηρείται ότι υπάρχουν άλλες παράμετροι που τις επηρεάζουν, οι οποίες ενσωματώνονται στον παράγοντα α. Τέλος, τις περιόδους 2005 και 2008-2009, παρατηρείται το παράδοξο φαινόμενο να είναι ασήμαντοι στατιστικά οι συντελεστές α και β, γεγονός που σημαίνει ότι ούτε τα κέρδη αλλά ούτε και κανένας άλλος παράγοντας επηρεάζουν τα κέρδη. Το φαινομενικά παράδοξο αυτό γεγονός είναι πιθανό να οφείλεται στον ετεροχρονισμό μεταξύ αποδόσεων και κερδών ή στην ποιότητα των δεδομένων ή σε άλλους λόγους που δεν μπορούμε να εντοπίσουμε.

**Πίνακας 2 :** Αποτελέσματα παλινδρόμησης των αποδόσεων της περιόδου  $t$  και των κερδών της περιόδου  $t-1$ .

	N	R <sup>2</sup>	a	Ta	B	T <sub>β</sub>
2005-2006	30	1,2%	0,308	1,703	-0,112	-0,595
2006-2007	30	0,1%	0,186	1,548	-0,024	-0,125
2007-2008	30	0,4%	-0,665	-22,78	0,061	0,325
2008-2009	30	4,4%	0,068	1,260	-0,209	-1,131

#### **6.4 Ανάλυση της επίδρασης της καθαρής θέσης στις αποδόσεις των μετοχών**

Κατά την ανάλυση της επίδρασης των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών προέκυψε ότι ο συντελεστής  $a$  των παλινδρομήσεων ήταν στατιστικά σημαντικός σε όλα τα χρόνια της εξετασθείσας περιόδου. Το γεγονός αυτό εισηγείται ότι υπάρχουν άλλες παράμετροι που ασκούν σημαντική επιρροή στις αποδόσεις. Σε μια προσπάθεια να εντοπισθούν οι παράμετροι αυτές, αναλύθηκαν τα δεδομένα των μεταβολών της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων του δείγματος, σε σχέση με τις αποδόσεις των μετοχών. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που προέκυψαν, παρουσιάζονται στον πίνακα 3.

Παρατηρούμε ότι σε όλες τις χρονικές περιόδους ο συντελεστής της καθαρής θέσης είναι στατιστικά μηδενικός, που σημαίνει ότι η επίδραση της μεταβολής της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων είναι αμελητέα. Από τα στοιχεία του πίνακα, συμπεραίνουμε ότι την περίοδο 2007-2008 υπάρχουν άλλες παράμετροι που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών, διότι ο συντελεστής του  $a$  είναι στατιστικά σημαντικός. Όμως για όλες τις υπόλοιπες χρονικές περιόδους ο συντελεστής του  $a$  είναι στατιστικά μηδενικός, που σημαίνει ότι δεν υπάρχουν άλλες παράμετροι που να επηρεάζουν τις αποδόσεις. Αυτό το εύρημα ίσως να δείχνει την αδυναμία της μεθόδου, αφού η επίδραση όλων των παραμέτρων που δεν μετέχουν στην εξίσωση παλινδρόμησης φαίνεται να είναι αμελητέα. Είναι ταυτόχρονα όμως συνεπές με την θεωρία του «τυχαίου περιπάτου» (random walk theory) που θεωρεί ότι οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται τυχαία.

**Πίνακας 3 :** Αποτελέσματα παλινδρόμησης αποδόσεων μετοχών και μεταβολών της καθαρής θέσης των αντίστοιχων επιχειρήσεων.

	N	R <sup>2</sup>	a	T <sub>a</sub>	B	T <sub>β</sub>
2005-2006	30	0,2%	0,36	1,836	-0,048	-0,255
2006-2007	30	0,5%	7,039	1,342	-0,070	-0,372
2007-2008	30	0,3%	-0,666	-22,239	0,59	0,313
2008-2009	30	0,4%	0,073	1,321	0,062	0,330

#### **6.5 Ανάλυση της επίδρασης του κύκλου εργασιών στις αποδόσεις των μετοχών**

Μετά τη διαπίστωση ότι η καθαρή θέση των επιχειρήσεων δεν επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών, προχωρήσαμε στην εξέταση μιας ακόμα παραμέτρου. Η παράμετρος που χρησιμοποιήσαμε για να διαπιστώσουμε αν επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών, είναι ο κύκλος εργασιών. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής παρουσιάζονται στον πίνακα 4.

Παρατηρούμε ότι το 2008 - 2009 ο συντελεστής του κύκλου εργασιών είναι στατιστικά σημαντικός, που σημαίνει ότι ο κύκλος εργασιών επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Αυτό ισχύει μόνο για τη χρονική περίοδο 2008 – 2009 καθώς διαπιστώνουμε ότι στις υπόλοιπες χρονικές περιόδους ο συντελεστής του κύκλου εργασιών είναι στατιστικά μηδενικός.

Επίσης παρατηρούμε ότι τη χρονική περίοδο 2007 – 2008 υπάρχουν άλλες παράμετροι που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών, διότι ο συντελεστής  $\alpha$  είναι στατιστικά σημαντικός. Για τις υπόλοιπες περιόδους δεν ισχύει αυτό, αφού ο συντελεστής  $\alpha$  είναι στατιστικά μηδενικός. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, το 2009, ο κύκλος εργασιών εξηγεί το 24,1 % των αποδόσεων των μετοχών. Το ποσοστό αυτό είναι αρκετά μεγάλο, συγκρινόμενο με αντίστοιχες περιπτώσεις. Το εύρημα αυτό ίσως σχετίζεται με την οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2009 και επηρέασε έντονα την αγορά ως σύνολο, οδηγώντας τον κύκλο εργασιών κατά 11% πιο κάτω το διάστημα 2009-2010.

Πίνακας 4 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης αποδόσεων μετοχών και μεταβολών του κύκλου εργασιών των αντίστοιχων επιχειρήσεων.

	N	R <sup>2</sup>	a	Ta	B	T <sub>β</sub>
2005-2006	30	0,9%	0,361	1,85	-0,92	-0,491
2006-2007	30	0%	0,166	1,254	0,018	0,096
2007-2008	30	0,5%	-0,664	-22,834	0,073	0,390
2008-2009	30	24,1%	0,058	1,208	0,491	2,985

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα μελέτη αναλύθηκε η σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών των επιχειρήσεων και των αποδόσεων των μετοχών τους. Μετά τη διαπίστωση ότι οι δύο αυτές παράμετροι δεν παρουσιάζουν αξιόλογη συσχέτιση, εξετάσθηκε η επιρροή πρόσθετων λογιστικών μεταβλητών και ειδικότερα της καθαρής θέσης και του κύκλου εργασιών, στις αποδόσεις των μετοχών.

Το κύριο συμπέρασμα όλων αυτών των αναλύσεων είναι ότι καμιά από τις εξετασθείσες παραμέτρους δεν παρουσιάζει ουσιαστική σχέση με τις μετοχικές αποδόσεις.

Τα ευρήματα της μελέτης έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα συναφών εργασιών, όπως π.χ. των Ball and Brown (1968), Kamarotou and O' Hanlon (1989), οι οποίοι συμπέραναν ότι τα λογιστικά κέρδη επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Οι διαφορές αυτές είναι πιθανό να οφείλονται στην έλλειψη αποτελεσματικότητας του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή στις ιδιαιτερότητες της χρηματιστηριακής μας αγοράς σε σχέση με τις αγορές που εξέτασαν οι άλλοι ερευνητές ή στην διαφορετική χρονική περίοδο κλπ.

#### **Περιορισμοί της έρευνας – Εισήγηση για περαιτέρω έρευνα**

Η παρούσα μελέτη διερευνά με δόκιμο τρόπο την επιρροή που ασκούν τα κέρδη, η μεταβολή της καθαρής θέσης και η μεταβολή του κύκλου εργασιών στις αποδόσεις των μετοχών των αντίστοιχων επιχειρήσεων. Οι περιορισμοί κάτω από τους οποίους πραγματοποιήθηκε περιλαμβάνουν ελλιπή λογιστικά δεδομένα και ανυπαρξία δεδομένων που να αναφέρονται σε προσδοκίες των επενδυτών.

Επομένως, προτείνεται να επαναληφθεί όταν θα εκλείψουν οι πιο πάνω περιορισμοί, με τη χρήση δεδομένων όπως οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων και τα προβλεπόμενα μελλοντικά κέρδη τους. Επίσης, να χρησιμοποιηθούν δείγματα διαφορετικών φάσεων της αγοράς ώστε να ελεγχθεί η επιρροή της συγκυρίας των χρηματιστηριακών αγορών και ειδικότερα να εξετασθούν οι πιο πάνω σχέσεις σε καταστάσεις ανόδου, καθόδου και κρίσης της αγοράς.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα της ανάλυσης επίδρασης των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών από το 2005 μέχρι το 2009.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGS2005 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2005

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,134 <sup>a</sup>	,018	-,017	,70141

a. Predictors: (Constant), EARNINGS2005

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,399	,133		2,991	,006
	EARNINGS2005	,000	,001	-,134	-,716	,480

a. Dependent Variable: RETURNS2005

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGS2006 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2006

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,561 <sup>a</sup>	,314	,290	,82386

a. Predictors: (Constant), EARNINGS2006

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,404	,152		2,654	,013
	EARNINGS2006	-,073	,020	-,561	-3,584	,001

a. Dependent Variable: RETURNS2006

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGS2007 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2007

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,006 <sup>a</sup>	,000	-,036	,63669

a. Predictors: (Constant), EARNINGS2007

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,183	,120		1,529	,137
	EARNINGS2007	,000	,004	-,006	-,030	,977

a. Dependent Variable: RETURNS2007

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGS2008 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2008

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,160 <sup>a</sup>	,026	-,009	,15652

a. Predictors: (Constant), EARNINGS2008

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,650	,032		-20,123	,000
	EARNINGS2008	-,006	,007	-,160	-,860	,397

a. Dependent Variable: RETURNS2008

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGS2009 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2009

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,179 <sup>a</sup>	,032	-,003	,29687

a. Predictors: (Constant), EARNINGS2009

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,055	,056		,973	,339
	EARNINGS2009	,012	,013	,179	,963	,344

a. Dependent Variable: RETURNS2009

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EARNINGSTOTAL <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNSTOTAL

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,014 <sup>a</sup>	,000	-,007	,72311

a. Predictors: (Constant), EARNINGSTOTAL

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,057	,060		,952	,343
	EARNINGSTOTAL	,000	,001	-,014	-,175	,861

a. Dependent Variable: RETURNSTOTAL

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα της ανάλυσης επίδρασης των κερδών της προηγούμενης περιόδου στις αποδόσεις των μετοχών από το 2005 μέχρι το 2009.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Δ2006ME2005 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2006

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,112 <sup>a</sup>	,012	-,023	,98878

a. Predictors: (Constant), Δ2006ME2005

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,308	,181		1,703	,100
	Δ2006ME2005	-,045	,076	-,112	-,595	,557

a. Dependent Variable: RETURNS2006

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	$\Delta 2007M32006^b$	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2007

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,024 <sup>a</sup>	,001	-,035	,63652

a. Predictors: (Constant),  $\Delta 2007M32006$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,186	,120		1,548	,133
	$\Delta 2007M32006$	-4,431E-005	,000	-,024	-,125	,901

a. Dependent Variable: RETURNS2007

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	$\Delta 2008ME2007^b$	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2008

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,061 <sup>a</sup>	,004	-,032	,15827

a. Predictors: (Constant),  $\Delta 2008ME2007$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,665	,029		-22,781	,000
	$\Delta 2008ME2007$	,000	,001	,061	,325	,748

a. Dependent Variable: RETURNS2008

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	$\Delta 2009ME2008^b$	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2009

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,209 <sup>a</sup>	,044	,010	,29507

a. Predictors: (Constant),  $\Delta 2009ME2008$

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,068	,054		1,260	,218
	$\Delta 2009ME2008$	-,002	,001	-,209	-1,131	,268

a. Dependent Variable: RETURNS2009

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	METAB2006ME2005 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2006

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,092 <sup>a</sup>	,009	-,027	1,06848

a. Predictors: (Constant), METAB2006ME2005

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,361	,195		1,848	,075
	METAB2006ME2005	-,377	,768	-,092	-,491	,627

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2006

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα της ανάλυσης επίδρασης της καθαρής θέσης στις αποδόσεις των μετοχών από το 2005 μέχρι το 2009.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	katharhthesh2005 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2005

b. All requested variables entered.



**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,054 <sup>a</sup>	,003	-,033	,70678

a. Predictors: (Constant), katharhthesh2005

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,386	,138		2,800	,009
	katharhthesh2005	-,001	,003	-,054	-,286	,777

a. Dependent Variable: RETURNS2005

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	katharhthesh2006 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2006

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,172 <sup>a</sup>	,030	-,005	,98011

a. Predictors: (Constant), katharhthesh2006

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,286	,182		1,572	,127
	katharhthesh2006	7,006E-013	,000	,172	,926	,362

a. Dependent Variable: RETURNS2006

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	katharhthesh2007 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2007

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,061 <sup>a</sup>	,004	-,032	,63550

a. Predictors: (Constant), katharhthesh2007

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,158	,137		1,153	,259
	katharhthesh2007	,002	,006	,061	,324	,748

a. Dependent Variable: RETURNS2007

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	katharhthesh2008 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2008

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,167 <sup>a</sup>	,028	-,007	,15635

a. Predictors: (Constant), katharhthesh2008

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,647	,034		-18,908	,000
	katharhthesh2008	-,001	,001	-,167	-,895	,378

a. Dependent Variable: RETURNS2008

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	katharhthesh2009 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: RETURNS2009

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,314 <sup>a</sup>	,099	,067	,28644

a. Predictors: (Constant), katharhthesh2009

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,012	,061		,197	,845
	katharhthesh2009	,004	,002	,314	1,753	,091

a. Dependent Variable: RETURNS2009

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα της ανάλυσης επίδρασης του κύκλου εργασιών στις αποδόσεις των μετοχών από το 2005 μέχρι το 2009.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	METAB2006ME2005 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2006

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,092 <sup>a</sup>	,009	-,027	1,06848

a. Predictors: (Constant), METAB2006ME2005

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,361	,195		1,848	,075
	METAB2006ME2005	-,377	,768	-,092	-,491	,627

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2006

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	METAB2007ME2006 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2007

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,018 <sup>a</sup>	,000	-,035	,63625

a. Predictors: (Constant), METAB2007ME2006

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,166	,132		1,254	,220
	METAB2007ME2006	,034	,353	,018	,096	,924

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2007

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	METAB2008ME2007 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2008

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,073 <sup>a</sup>	,005	-,030	,15764

a. Predictors: (Constant), METAB2008ME2007

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,664	,029		-22,834	,000
	METAB2008ME2007	,013	,034	,073	,390	,700

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2008

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	METAB2009ME2008 <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2009

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,491 <sup>a</sup>	,241	,214	,26203

a. Predictors: (Constant), METAB2009ME2008

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,058	,048		1,208	,237
	METAB2009ME2008	,096	,032	,491	2,985	,006

a. Dependent Variable: ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ2009

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- D. Craig Nichols & James M. Wahlen, “ How do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence ”, Accounting Horizons, Vol 18, December 2004
- John O’ Hanlon, “ The Relationship in time between Annual Accounting Returns and Annual Stock Market Returns in the UK ” , Journal of Business Finance & Accounting, April 1991
- J.P.H Fan, T.J Wong “Journal of Accountings & Economics 33, 2002
- Γκλεζάκος Μιχαήλ, “ Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων ”, Αθήνα 2010
- Μιχάλης Γκλεζάκος, σημειώσεις στη “ Θεωρία Επενδύσεων και Διοίκησης Χαρτοφυλακίου, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- Γεώργιος Καραθανάσης, “ Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές, Αθήνα 2002
- Γεώργιος Αληφαντής, “ Χρηματοοικονομική Λογιστική ” Τόμος 1, Αθήνα 2007
- Σταύρος Θωμαδάκης, Μανώλης Ξανθάκης, “ Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου ”, Αθήνα 2006
- Χαράλαμπος Δαμιανού, Μάρκος Κούτρας, “ Εισαγωγή στη Στατιστική ” Μέρος II, Αθήνα 1998
- Norman Draper, Harry Smith, “ Εφαρμοσμένη Ανάλυση Παλινδρόμησης ” Αθήνα 1997.