



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής

Δεδουλευμένα Κέρδη και Χρηματιστηριακές Αποδόσεις:

**Εμπειρική Ανάλυση των Επιπτώσεων της
Χρηματοπιστωτικής Κρίσης στο Φαινόμενο των
Δεδουλευμένων Κερδών**

ΣΚΟΥΡΛΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Θ.

Επιβλέπων Καθηγητής:

Αναπλ. Καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης

Τριμελής Επιτροπή:

Αναπλ. Καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης

Επικ. Καθηγητής Δ. Κυριαζής

Λέκτορας Α. Μπότσαρη

Φεβρουάριος 2015

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία επεκτείνει το έργο των Sloan (1996) και Παπαναστασόπουλου & Τσιριτάκη (προσεχώς) συνδέοντας τα δεδουλευμένα στοιχεία των κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων ανάλογα (α) με τον τρόπο εκτίμησης των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών, (β) με το επίπεδο εμπιστοσύνης της εκάστοτε χρηματιστηριακής αγοράς, (γ) με την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στη συμπεριφορά των επενδυτών και (δ) με την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Οι εμπειρικοί έλεγχοι επιβεβαιώνουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων (το οποίο καλείται “Ανωμαλία των Δεδουλευμένων Κερδών”) στις Ευρωπαϊκές χώρες του δείγματος. Εξετάζοντας την παραπάνω σχέση καταλήγουμε ότι ανάλογα (α) με τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών, οδηγούμαστε σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με την εμφάνιση και την ένταση της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών, (β) όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο εμπιστοσύνης σε μία χώρα, τόσο πιο έντονη είναι η εμφάνιση του φαινομένου της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών και το αντίστροφο, (γ) η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επηρέασε την συμπεριφορά των επενδυτών, κάνοντας εντονότερη την εμφάνιση της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών σε χώρες με υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης, ενώ σε χώρες με χαμηλό επίπεδο εμπιστοσύνης, η εν λόγω ανωμαλία μειώθηκε ή εξαλείφθηκε και (δ) βασικός παράγοντας εμφάνισης της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών είναι η έλλειψη Αποτελεσματικής αγοράς.

Abstract

This paper extends the work of Sloan (1996) and Papanastasopoulos & Tsiritakis (forthcoming) by linking accrual earnings to future stock returns, which depends on (a) different estimated models of accrual earnings (b) trust level of each country, (c) the effect of the financial crisis of 2008 at investors' sentiment and (d) the market efficiency. The empirical tests confirm the negative relation between accrual earnings and the future stock returns (known as "Accruals Anomaly") at the sample of European Countries. Examining this relation I conclude that (a) the existence and the magnitude of the Accruals Anomaly depends on the way of estimation of accrual earnings, (b) there is positive relation between country's trust level and the magnitude of accruals anomaly, (c) the effect of the financial crisis of 2008 differ among European countries and depends on trust level of each country, and finally (d) the dominant factor of existence of negative relation between accrual earnings and stock returns is the market's inefficiency.

1. Εισαγωγή

Μεγάλος αριθμός μελετών έχει εστιάσει στην πληροφορία που μεταφέρουν τα κέρδη όπως προκύπτουν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και την σχέση τους με τις μελλοντικές χρηματιστηριακές αποδόσεις. Ο Sloan (1996) διαχωρίζοντας τα κέρδη σε δύο συστατικά στοιχεία, στις ταμειακές ροές και τα δεδουλευμένα, τεκμηρίωσε για πρώτη φορά την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων και των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών για τις εταιρίες που διαπραγματεύονται στην χρηματιστηριακή αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, το οποίο ονομάστηκε Ανωμαλία των Δεδουλευμένων. Έκτοτε, πολλοί ερευνητές επικεντρώθηκαν στην εξέταση της ύπαρξης αυτού του φαινομένου σε αγορές εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών, όπως οι LaFond (2005), Pincus, Rajgopal και Venkatachalam (2007), ο Παπαναστασόπουλος (2014).

Παράλληλα, προσπάθησαν να βρουν παράγοντες οι οποίοι προκαλούν ή μπορούν να ερμηνεύσουν αυτό το φαινόμενο. Τέτοιοι παράγοντες είναι τα κόστη συναλλαγών, το επίπεδο εμπιστοσύνης, οι δείκτες διαφάνειας κερδών και οι παράγοντες που σχετίζονται με την χειραγώγηση των οικονομικών στοιχείων όπως και οι μέθοδοι που σχετίζονται με την εκτίμηση των δεδουλευμένων Mashruwala, Rajgopal, Shevlin (2006), Hafzalla, Lundholm, Van Winkle (2010), Παπαναστασόπουλος (2014), κ.ο.κ.

Στην παρούσα μελέτη θα εξεταστεί η εμφάνιση του φαινομένου σε εννέα ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Ισπανία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία) εκτιμώντας τα δεδουλευμένα με τρεις διαφορετικές μεθόδους για τις χρονικές περιόδους 2003 έως 2007 και 2009 έως 2013. Επιπλέον, θα εξετασθεί εάν εφαρμόζοντας αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική (Hedge Trading Strategy) σε δύο ακραία χαρτοφυλάκια δεδουλευμένων, είναι δυνατόν να επιτευχθούν υπερκανονικές θετικές αποδόσεις καθώς επίσης και εάν αυτές μπορούν να επηρεαστούν από παράγοντες όπως είναι το επίπεδο εμπιστοσύνης για μία χώρα. Παράλληλα, εξετάζεται εάν και κατά πόσο η χρηματοοικονομική κρίση του 2008 επηρέασε την εμφάνιση και την ένταση του φαινομένου της ανωμαλίας των κερδών.

Στην ενότητα 3 και 4 γίνεται εκτενής αναφορά στη βιβλιογραφία καθώς και του σκοπού της παρούσας μελέτης. Στην ενότητα 5 αναλύονται οι υποθέσεις που πρόκειται να εξεταστούν και στην ενότητα 6 περιγράφεται η μεθοδολογία. Στις επόμενες ενότητες ακολουθούν τα αποτελέσματα που προκύπτουν για κάθε χώρα και μέθοδο υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών για κάθε περίοδο. Τέλος, στην ενότητα 12 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ

Δεδουλευμένα κέρδη, ταμειακές ροές, επίπεδο εμπιστοσύνης, χρηματιστηριακές αποδόσεις, επενδυτική στρατηγική αντιστάθμισης

2. Πίνακας περιεχομένων

1.	Εισαγωγή	4
2.	Πίνακας περιεχομένων.....	6
3.	Σύνοψη Βιβλιογραφίας	7
4.	Σκοπός της Μελέτης.....	17
5.	Υποθέσεις	19
6.	Μεθοδολογία	22
7.	Μέθοδοι υπολογισμού Δεδουλευμένων Κερδών ACC, TACC και PACC	28
8.	Οικονομετρική Ανάλυση με Δεδομένα Πάνελ	32
9.	Έλεγχος για Ύπαρξη της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών.....	35
9.1	Με βάση τα «Απλά Δεδουλευμένα Κέρδη» (ACC).....	38
9.2	Με βάση τα «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα Κέρδη» (TACC).....	40
9.3	Με βάση τα «Ποσοστιαία Δεδουλευμένα Κέρδη» (PACC)	41
10.	Συγκριτικά Αποτελέσματα.....	45
11.	Αντισταθμιστική Επενδυτική Στρατηγική Χαρτοφυλακίων	46
11.1	Υπολογισμός Υπερκανονικών Αποδόσεων.....	46
11.2	Σχηματισμός Χαρτοφυλακίων Δεδουλευμένων Κερδών	47
11.3	Εφαρμογή Αντισταθμιστικής Επενδυτικής Στρατηγικής.....	48
12.	Συμπεράσματα	53
13.	Βιβλιογραφία.....	55

3. Σύνοψη Βιβλιογραφίας

Οι ακαδημαϊκές μελέτες που ερευνούν τις λογιστικές ανωμαλίες και τις μεθόδους της θεμελιώδους ανάλυσης έχουν άμεση πρακτική εφαρμογή από τους επενδυτές, επηρεάζοντας τον τρόπο λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Επίσης, στη χρηματοοικονομική επιστήμη, οι λογιστικές ανωμαλίες και η θεμελιώδης ανάλυση έχουν άμεση σύνδεση με τις αποτελεσματικές αγορές και τη βιβλιογραφία περί Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Kothari (2001)).

Οι επαγγελματίες αναλυτές και επενδυτές εμφανίζουν μεγάλο ενδιαφέρον και ζήτηση για νέες ακαδημαϊκές έρευνες γύρω από την θεμελιώδη ανάλυση και τις λογιστικές ανωμαλίες. Ισχυρίζονται ότι η δυναμική των κερδών και των Καθαρών Ταμειακών Ροών αποδείχθηκε ότι είναι ισχυρά μέτρα καθορισμού ενεργής επενδυτικής στρατηγικής.

Τα τελευταία χρόνια, το ενδιαφέρον των επαγγελματιών επικεντρώθηκε στην αναζήτηση νέων επενδυτικών μεθόδων, στηριζόμενοι σε εμπειρικά τεστ που βασίζονται στη συμπεριφορά των επενδυτών και αφορούν την τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων, των παραγόντων κινδύνου καθώς και των μοντέλων που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να καθορίσουν την επενδυτική στρατηγική τους. Μεγάλος αριθμός δημοσιευμένων ακαδημαϊκών άρθρων, προσπαθούν να δώσουν απάντηση στο πώς οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις λογιστικές πληροφορίες από τις οικονομικές καταστάσεις και ποια είναι τα μοντέλα που χρησιμοποιούν ώστε να σχηματίσουν προβλέψεις για τις προοπτικές που έχει η κάθε εταιρία, στηριζόμενοι στα κέρδη της, στις καθαρές ταμειακές ροές, τα θεμελιώδη στοιχεία, στους παράγοντες κινδύνου και στις χρηματιστηριακές αποδόσεις.

Η θεμελιώδης ανάλυση ορίζεται ως ο υπολογισμός της αξίας μιας εταιρία χρησιμοποιώντας τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις. Ο Penman ορίζει την θεμελιώδη ανάλυση ως «την ανάλυση των πληροφοριών που εστιάζονται στην αποτίμηση μιας εταιρίας».

Οι επενδυτές στην θεμελιώδη ανάλυση αρχικά πρέπει να εκτιμήσουν το μέγεθος του κινδύνου στον οποίο εκτίθεται το εκάστοτε περιουσιακό στοιχείο και τις μελλοντικές Καθαρές Ταμειακές Ροές και έπειτα να τις

προεξοφλήσουν ώστε να υπολογίσουν την αξία αυτού. Όπως σημειώνει ο Kothari (2001), ένα σημαντικό κίνητρο για ερεύνα σχετικά με την θεμελιώδη ανάλυση και την χρήση της στην πράξη είναι η εύρεση υποτιμημένων ή υπερτιμημένων αξιόγραφων συγκριτικά με την εσωτερική τους αξία, τα οποία χρησιμοποιούνται για επενδυτικούς κυρίως σκοπούς. Είτε πιστεύουν είτε όχι στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, η θεμελιώδη ανάλυση μπορεί να δώσει απάντηση στα ερωτήματα σχετικά με την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου και άρα να επηρεάσει και να βοηθήσει στην διαμόρφωση της επενδυτικής στρατηγικής και στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, ακόμη και για περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν διαπραγματεύονται δημόσια. Το σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι η αποτελεσματικότητα της αγοράς δεν είναι απαραίτητη προϋπόθεση. Τα τελευταία χρόνια, η θεμελιώδη ανάλυση εστιάζεται κυρίως στην πρόβλεψη των κερδών και των χρηματιστηριακών αποδόσεων καθώς και στην εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου βασιζόμενη κυρίως είτε στα Λειτουργικά Έσοδα είτε στα Καθαρά Λειτουργικά Περιουσιακά Στοιχεία ή τη μεταβολή αυτών.

Ο Beaver (1968) παρατηρώντας τον όγκο συναλλαγών και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων γύρω από της μέρες ανακοίνωσης των κερδών των επιχειρήσεων, προσπάθησε να βρει τον βαθμό στον οποίο τα κέρδη εσωκλείουν πληροφορίες για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της κάθε εταιρίας, καταλήγοντας ότι οι πληροφορίες που εμπεριέχουν τα πραγματικά κέρδη, πράγματι οδηγούν τις τιμές. Παρόμοιες μελέτες εκπονήθηκαν και από τους Landsman και Maydew (2002), και Collins, Li και Xie (2009). Οι πρώτοι παίρνοντας, σε ένα δείγμα 90.000 επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα 1972 έως το 1998, τις τριμηνιαίες δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις, έδειξαν ότι δεν έχει μειωθεί η πληροφόρηση που μεταφέρεται μέσω των κερδών ελέγχοντας τη μη κανονική/μη αναμενόμενη μεταβολή στον όγκο των συναλλαγών και την μη κανονική/μη αναμενόμενη μεταβλητότητα των αποδόσεων στις μέρες ανακοινώσεως των αποτελεσμάτων.

Οι Collins, Li και Xie (2009), παίρνοντας δείγμα 115.000 περίπου εταιριών για το χρονικό διάστημα 1985 έως το 2000 και χρησιμοποιώντας τις μη αναμενόμενες αποδόσεις, την μη αναμενόμενη μεταβλητότητα αυτών και τη μη αναμενόμενη μεταβλητότητα του όγκου συναλλαγών, έδειξαν ότι η πληροφόρηση που εμπεριέχεται στην ανακοίνωση των κερδών, αυξάνεται

διαχρονικά, κυρίως των εταιριών που έχουν επιλέξει τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Παράλληλα, με τον Beaver, οι Ball και Brown (1968) εισήγαγαν την ιδέα ότι οι «αποδόσεις οδηγούν τα κέρδη», με την έννοια ότι οι αποδόσεις μεταφέρουν πληροφόρηση σχετικά με τη δυναμική των μελλοντικών ταμειακών ροών, και όχι τα κέρδη. Το 2010 ο Abarbanell και ο Kim ανέλυσαν την συμπεριφορά των αποδόσεων γύρω από τις μέρες ανακοίνωσης των κερδών, εξετάζοντας την υπόθεση ότι οι αποδόσεις οδηγούν τα κέρδη. Θεώρησαν ότι η αποτυχία του υπολογισμού της πληροφορίας που περιέχουν τα αποτελέσματα των αποδόσεων είναι υπεύθυνα για την υπερεκτίμηση της άποψης ότι οι τιμές καθορίζουν τα μελλοντικά κέρδη. Ωστόσο, κατέληξαν στο ότι οι αποδόσεις γύρω από τις μέρες της ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων είναι αυτές που ερμηνεύουν ένα μεγαλύτερο μέρος της μεταβλητότητας των τρεχουσών και των μελλοντικών κερδών, και όχι τόσο οι αποδόσεις που πραγματοποιούνται μεταξύ των χρονικών διαστημάτων των αποδόσεων.

Πριν το 2000, οι Campbell και Shiller (1988), οι Ou και Penman (1989), Abarbanell και Bushee (1997), Lamont (1998) χρησιμοποίησαν λογιστικές μεταβλητές και λογιστικούς δείκτες προκειμένου να κάνουν προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές αποδόσεις. Οι Campbell και Shiller (1988), χρησιμοποιώντας τον μερισματικό δείκτη – μέρισμα ανά μετοχή προς χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (D/P)- προσπάθησαν να κατασκευάσουν ένα μοντέλο το οποίο θα είχε προβλεπτική ικανότητα (α) των μελλοντικών μερισμάτων αλλά και (β) των μελλοντικών αποδόσεων των χρηματιστηριακών τιμών. Τα μειονεκτήματα όμως αυτού του μοντέλου είναι ότι χρησιμοποιεί πολύ αυστηρούς περιορισμούς, κάτι το οποίο δεν είναι ικανό να περιγράψει την πραγματική κατάσταση και να εφαρμοστεί σε ρεαλιστικές συνθήκες.

Οι Ou και Penman (1989), παρατηρώντας ότι οι λογιστικοί κανόνες υπολογισμού των δεδουλευμένων, οδηγούν στον υπολογισμό των κερδών, τα οποία περιέχουν αρκετή πληροφόρηση για την πορεία των μελλοντικών αποδόσεων, προσπάθησαν να κατασκευάσουν έναν πίνακα με στοιχεία από τους ισολογισμούς, τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και διάφορες μεταβολές στην Καθαρή Θέση, με σκοπό να κατασκευάσουν ένα μοντέλο που θα μπορεί να προβλέψει το μέλλον των αποδόσεων. Κατέληξαν στο ότι όλα αυτά τα στοιχεία μπορούν να συνοψιστούν σε ένα μόνο δείκτη, τον δείκτη

«χρηματιστηριακή τιμή προς κέρδη ανά μετοχή» (P/E), με την έννοια ότι μεταφέρει όλη την δυνατή και κατάλληλη πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική πορεία των αποδόσεων των χρηματιστηριακών τιμών. Αυτή η προβλεπτική ικανότητα του P/E σχετικά με τις αποδόσεις χρησιμοποιείται πολλές φορές και ως αποδεικτικό στοιχείο για την αποτελεσματικότητα ή μη της αγοράς. Βέβαια, σημείωσαν ότι και άλλα λογιστικά στοιχεία τα οποία μεταφέρουν παρόμοια πληροφορία με τον δείκτη P/E, μπορούν να προβλέψουν τις χρηματιστηριακές αποδόσεις.

Οι Fama και French (1995), Penman (1996), Ali, Hwang, Trombleya (2003), Pontiff και Schall (1998), ο Lewellen (2004), ο Deshow, Hutton και Meulbroek (2001) χρησιμοποίησαν λογιστικούς δείκτες, όπως ο δείκτης Λογιστική προς Χρηματιστηριακή αξία (BM), καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι εταιρίες με υψηλό δείκτη BM και παράλληλα υψηλά κέρδη εμφάνιζαν 20% μεγαλύτερη απόδοση στην τιμή της μετοχής τους σε σχέση με εκείνες που δεν επιτύχαιναν υψηλά κέρδη (Piotroski (2000)). Οι Kothari και Shanken (1997) έδειξαν ότι υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ του δείκτη λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία, της μερισματικής απόδοσης και των χρηματιστηριακών αποδόσεων. Παράλληλα, ο Zhang (2007) έδειξε ότι μετοχές με μεγαλύτερη αβεβαιότητα στην πληροφόρηση εμφανίζουν κακές εκτιμήσεις για την μελλοντική απόδοση των μετοχών τους, στηριζόμενοι στο δείκτη Λογιστική προς Χρηματιστηριακή αξία.

Η νέα τάση στη χρηματοοικονομικής ανάλυσης από τα μέσα του 1990 οπού ξεκίνησε, είναι η παρακολούθηση των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών (Accruals Earnings, όπως είναι η ορολογία τους στα αγγλικά) μιας εταιρίας και η σύνδεσή τους με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις της μετοχής.

Δεδουλευμένα Κέρδη, με την ευρεία έννοια του όρου, ορίζεται η μεταβολή της διαφοράς των υποχρεώσεων από τα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρίας, τα οποία προστίθενται στις λειτουργικές ταμειακές ροές και συνθέτουν το καθαρό εισόδημα μιας επιχείρησης.

Παράλληλα, η διαφορά μεταξύ των κερδών και των δεδουλευμένων μας δίνουν την Καθαρή Ταμειακή Ροή της περιόδου (που όπως προαναφέρθηκε, χρησιμοποιείται ευρέως στη θεμελιώδη ανάλυση για τον υπολογισμό της εσωτερικής αξίας μιας επιχείρησης).

Πρώτος ο Sloan (1996) διαχωρίζοντας τα κέρδη σε δύο συστατικά στοιχεία, τα δεδουλευμένα κέρδη και τις ταμειακές ροές, εξέτασε την πληροφορία που μεταφέρουν καθώς επίσης και τον βαθμό στον οποίο αυτή η πληροφορία ενσωματώνεται και αντανακλάται στις χρηματιστηριακές αποδόσεις γύρω από τις μέρες ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων.

Τα δεδουλευμένα στοιχεία των κερδών κατηγοριοποιήθηκαν με βάση τη μέθοδο υπολογισμού τους σε «Απλά Δεδουλευμένα», «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα» και τα «Ποσοστιαία Δεδουλευμένα». Τα «Απλά Δεδουλευμένα Κέρδη» (ή Accruals ή ACC) υπολογίζονται ως η ποσοστιαία μεταβολή των Καθαρών Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων μεταξύ δύο χρονικών περιόδων. Τα «Παραδοσιακά δεδουλευμένα κέρδη» (Traditional Accruals ή TACC), όπως τα ονόμασαν οι Hafzalla, Lundholm, Van Winkle (2011), υπολογίζονται ως ο λόγος της διαφοράς μεταξύ της μεταβολής του καθαρού εισοδήματος της εταιρίας και των μετρητών που προήρθαν ως αποτέλεσμα από την λειτουργία της, ως προς τη μέση τιμή του ενεργητικού των δύο τελευταίων χρήσεων.

Οι περισσότερες μελέτες στηρίζονται στην παραδοσιακή μορφή υπολογισμού των δεδουλευμένων. Αυτό το μέτρο είναι περιορισμένο, διότι αγνοεί τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα. Οι Richardson, Sloan, Soliman και Tuna (2005) εισήγαγαν ένα πιο ολοκληρωμένο μέτρο για τα «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα», που ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα μειωμένο κατά τα καθαρά διανεμηθέντα μερίσματα προς τους μετόχους και την αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα, προς τη μέση τιμή του ενεργητικού των δύο τελευταίων χρήσεων.

Επιπλέον, οι Hafzalla, Lundholm, Van Winkle (2011) όρισαν έναν ακόμη τρόπο υπολογισμού των πιο πάνω δεδουλευμένων τα οποία τα ονόμασαν «ποσοστιαία δεδουλευμένα κέρδη» και υπολογίζονται ως η μεταβολή της διαφοράς του καθαρού εισοδήματος και των μετρητών προς το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης. Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού των «Ποσοστιαίων δεδουλευμένων κερδών» είναι το αποτέλεσμα από το Καθαρό Εισόδημα μείον το Διανεμηθέν Καθαρό Μέρισμα προς μετόχους συν την αύξηση των Ταμειακών Διαθεσίμων και όλο αυτό προς το Καθαρό Εισόδημα της εταιρίας.

Ο Sloan (1996) διαχωρίζοντας τα κέρδη σε δύο συστατικά στοιχεία, τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές, εξέτασε την πληροφορία που μεταφέρουν καθώς επίσης και τον βαθμό στον οποίο αυτή η πληροφορία ενσωματώνεται και αντανακλάται στις χρηματιστηριακές αποδόσεις. Χρησιμοποίησε ένα μοντέλο το οποίο δεν είναι στατιστικό, αλλά στηρίζεται στα χαρακτηριστικά της λογιστικής διαδικασίας που ακολουθείται από την εκάστοτε εταιρία, δεν έχει πολλούς περιορισμούς και βασίζεται μόνο στην υπόθεση ότι οι επενδυτές δεν κάνουν πλήρη διάκριση μεταξύ των δύο συστατικών στοιχείων και αξιολογεί τον βαθμό στον οποίο οι προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές αποδόσεις στηρίζονται στο μοντέλο πρόβλεψης των κερδών που αποτελούνται από τα συστατικά στοιχεία των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Το αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξε είναι ότι οι εταιρίες με υψηλά δημοσιευμένα δεδουλευμένα κέρδη σε ένα οικονομικό έτος, τείνουν να εμφανίζουν μη κανονικές χαμηλές χρηματιστηριακές αποδόσεις (Abnormal return) στην αμέσως επόμενη περίοδο και το αντίθετο. Συγκεκριμένα, έδειξε ότι τα δεδουλευμένα στοιχεία των κερδών συσχετίζονται αρνητικά με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις της επόμενης περιόδου. Επιπλέον, κατέληξε στο ότι οι χρηματιστηριακές τιμές δεν ενσωματώνουν όλη την διαθέσιμη δημόσια πληροφορία, κάτι το οποίο αντικρούει την άποψη σχετικά με την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Αυτά τα ευρήματα τα ερμήνευσε κυρίως ως την αστοχία των επενδυτών να κατανοήσουν και να ερμηνεύσουν την χαμηλή ύπαρξη των δεδουλευμένων, με την έννοια ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν την χαμηλότερη ύπαρξη των δεδουλευμένων και σαν αποτέλεσμα να τα υπερτιμολογούν. Αυτή η εμφάνιση αρνητικής συσχέτισης μεταξύ των δεδουλευμένων και των μελλοντικών αποδόσεων καλείται «Ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών» (Accruals Anomaly, όπως είναι ο δόκιμος όρος στα αγγλικά). Επιπλέον, εφαρμόζοντας μία απλή επενδυτική στρατηγική αντιστάθμισης (Hedge trading), δηλαδή αγοράζοντας εταιρίες με χαμηλά δεδουλευμένα και πουλώντας εταιρίες με υψηλά, πέτυχε θετικές αποδόσεις μεγαλύτερες από την αναμενόμενη απόδοση του μέσου χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Από τότε έχουν γίνει πάρα πολλές εμπειρικές μελέτες σε όλες σχεδόν τις αγορές, με σκοπό να ελέγξουν την ύπαρξη αυτής της σχέσης, η οποία πράγματι φαίνεται να ισχύει. Ενδεικτικά αναφέρονται, ο LaFond (2005), ο

οποίος εξέτασε την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων σε 17 χώρες (Αυστραλία, Βέλγιο, Καναδά, Δανία, Γαλλία, Γερμανία, Χονγκ Κονγκ, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Νορβηγία, Σιγκαπούρη, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής). Εφαρμόζοντας στρατηγική αντιστάθμισης των χαρτοφυλακίων βρήκε στο 88% υπερκανονικές αποδόσεις, δηλαδή στις 15 από τις 17.

Οι Pincus, Rajgoral και Vencatachalam (2006) μελέτησαν αυτή τη σχέση σε 20 χώρες (όπως Αμερική, Αγγλία, Γερμανία, Αυστραλία, Καναδά, Σιγκαπούρη και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής) και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων εμφανίζεται σε χώρες με «χαλαρούς» νόμους, εκτεταμένη χρήση της λογιστικής των δεδουλευμένων κερδών και μικρότερη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Ως συνέχεια της μελέτης των Pincus, Rajgoral και Vencatachalam (2006), ο Παπαναστασόπουλος (2014) εξέτασε αυτή τη σχέση στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ελβετία καταλήγοντας ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών εμφανιζόταν στις 11 από τις 16 χώρες. Γενικά, οι ερευνητές έχουν εστιάσει την προσοχή τους στους διαφορετικούς ρόλους που παίζουν οι λογιστικές πληροφορίες στην εταιρική διακυβέρνηση μεταξύ των χωρών.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν δείξει οι ερευνητές στους λόγους για τους οποίους εμφανίζεται αυτή η ανωμαλία, καθώς επίσης και στο ποιοι είναι οι παράγοντες που την επηρεάζουν. Οι λόγοι εμφάνισης της ανωμαλίας των δεδουλευμένων αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κομμάτι έρευνας, μιας και δεν έχουν βρεθεί οι παράγοντες οι οποίοι να παρέχουν επαρκή στοιχεία που να μπορούν να ερμηνεύσουν αυτό το φαινόμενο.

Οι Ali, Hwang και Trombley (2000) υποστήριξαν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων, που οδηγήθηκε ο Sloan, σχετίζεται με την υπόθεση των απλοϊκών επενδυτών (naïve investors), δηλαδή ότι δεν κάνουν διάκριση μεταξύ των στοιχείων που συνθέτουν τα κέρδη, και ότι αυτό θα είναι αντιστρόφως ανάλογο στην περίπτωση των πιο ενημερωμένων επενδυτών. Για αυτό τον λόγο, ξεχώρισαν τους επενδυτές σε δύο ειδή. Τους «σοφιστικές», ως εκείνους που διαβάζουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή πληροφορούνται από συμβούλους επενδύσεων και επενδύουν σε

μεγαλύτερες κυρίως εταιρίες (η διάκριση μεταξύ των εταιριών έγινε με βάση τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών) και τους «απλοϊκούς», όπως τους υπέθεσε ο Sloan. Θεώρησαν πως στους «σοφιστικές» επενδυτές, δεν θα έπρεπε να ίσχυε το αποτέλεσμα που οδηγήθηκε ο Sloan, ότι όταν υπάρχουν υψηλά δεδουλευμένα τότε οι μετέπειτα χρηματιστηριακές τιμές θα εμφανίζουν μη αναμενόμενες χαμηλές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα τους εξέπληξε, διότι βρήκαν ότι κυρίως στην περίπτωση των μεγάλων εταιριών που παρακολουθούνται από έμπειρους αναλυτές και θεσμικά ιδρύματα και εμφανίζουν υψηλά (χαμηλά) δεδουλευμένα, εμφανίζουν στην επόμενη περίοδο χαμηλότερες (υψηλότερες) χρηματιστηριακές αποδόσεις στις τιμές τους σε σχέση με μικρότερες εταιρίες, τις οποίες εμπιστεύονται ως επί το πλείστον οι πιο απλοί επενδυτές. Αυτό δείχνει ότι οι πιο ενημερωμένοι επενδυτές αποτυγχάνουν σε μεγαλύτερο βαθμό από τους λιγότερο ενημερωμένους, να αποτιμήσουν τα συστατικά στοιχεία των κερδών. Συνεπώς, αντικρούουν την βασική υπόθεση που έκανε ο Sloan, ότι αυτό το αποτέλεσμα οφείλεται στην έλλειψη εξειδικευμένης γνώσης από τους επενδυτές. Επίσης, κατέληξαν στο ότι η σχέση μεταξύ των δεδουλευμένων κερδών και των μελλοντικών αποδόσεων δεν μπορεί να είναι συνάρτηση του κόστους συναλλαγών και του όγκου συναλλαγών. Επιπλέον, μια εξήγηση έγκειται στην υπόθεση ότι τα δεδουλευμένα κέρδη, ως συστατικό στοιχείο των κερδών, ενσωματώνουν εκτιμήσεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές ή αναβολές παρελθοντικών, τα οποία συνεπάγονται υψηλότερη υποκειμενικότητα από την απλή εκτίμηση των περιοδικών ταμειακών ροών.

Ο Lafond (2005) ανέφερε ότι οι παράγοντες που οδηγούν την ανωμαλία των δεδουλευμένων δεν είναι οι ίδιοι σε όλες τις χώρες με αυτούς που φαίνεται να υπάρχουν στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών. Παρόλο που η ανωμαλία των δεδουλευμένων εμφανίζεται σε όλες τις διεθνείς αγορές. Ωστόσο, οι προσδιοριστικοί παράγοντες φαίνεται να διαφέρουν από χώρα σε χώρα, όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα συσχέτισης μεταξύ των χωρών και τη διακύμανση στην επίδραση παραγόντων, όπως η διοικητική διακριτική ευχέρεια (managerial discretion) και τη δομή της ιδιοκτησίας (ownership structure).

Οι Pincus, Rajgopal και Vencatachalam (2006) ισχυρίστηκαν ότι η ανωμαλία αυτή εμφανίζεται πιο έντονα κυρίως σε χώρες όπου δεν υπάρχει

αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο για τις οικονομικές εκθέσεις και την ίδια την αγορά κεφαλαίου. Ο Παπαναστασόπουλος (2014) στην προσπάθεια του να ερμηνεύσει αυτή την ανωμαλία, χρησιμοποίησε παράγοντες όπως το επίπεδο της χρηματιστηριακής αγοράς, την ρευστότητα των μετοχών, τα κόστη συναλλαγών καθώς και την αδιαφάνεια των κερδών.

Άλλες μελέτες ισχυρίστηκαν ότι αυτή η ανωμαλία προέρχεται όχι από την αδυναμία των επενδυτών να εκτιμήσουν την χαμηλότερη ύπαρξη των δεδουλευμένων (Sloan, 1996) αλλά στην αδυναμία των επενδυτών να βρουν το term structure του οριακού συντελεστή απόδοσης των εταιριών που οφείλεται στην αυξανόμενη επένδυση (Fairfield, Whisenant και Yohn (2003)). Υπό αυτό το πρίσμα, η υπεραντίδραση στην παρελθοντική ανάπτυξη μπορεί να οδηγήσει στην ανωμαλία αυτή. Πιο συγκεκριμένα, οι Richardson, Sloan, Soliman και Tuna (2006) αναλύοντας τα δεδουλευμένα κέρδη σε δύο συστατικά στοιχεία, σε «δεδουλευμένα κέρδη ανάπτυξης» και «δεδουλευμένα κέρδη αποδοτικότητας» έδειξαν ότι τα δεδουλευμένα κέρδη αυξάνονται είτε λόγω πραγματικής επενδυτικής ανάπτυξης, σύμφωνα με την οποία περισσότερα λειτουργικά στοιχεία οδηγούν σε αύξηση της παραγωγής, είτε σε μείωση της αποδοτικότητας, με την έννοια ότι απαιτούνται περισσότερα περιουσιακά στοιχεία για να επιτευχθεί το ίδιο επίπεδο παραγωγής.

Μία διαφορετική εκτίμηση, δόθηκε από τους Mashruwala, Rajgoral και Shevlin (2006), οι οποίοι ισχυρίστηκαν ότι η ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών μπορεί να οφείλεται στους περιορισμούς που υπάρχουν για αρμπιτράζ, με την έννοια ότι είναι πολύ επικίνδυνο και κοστίζει ακριβά στους αρμπιτραζέρς να βρουν στενά υποκατάστατα των υποτιμημένων μετοχών με αποτέλεσμα να μην μπορεί να απαλειφθεί αυτή η ανωμαλία. Από αυτή την οπτική γωνία, οι περιορισμοί στο αρμπιτράζ, όπως τα κόστη συναλλαγών, η χαμηλή ρευστότητα των μετοχών κ.ο.κ. μπορεί να είναι πιθανοί παράγοντες στους οποίους οφείλεται αυτό το φαινόμενο.

Επιπλέον, είναι αναμενόμενο ότι, εταιρίες με χαμηλά δεδουλευμένα να θεωρούνται περισσότερο επικίνδυνες, με αποτέλεσμα οι επενδυτές για να αναλάβουν αυτό τον κίνδυνο να απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση και αναλόγως εταιρίες με υψηλά δεδουλευμένα κέρδη να αντιμετωπίζονται ως πιο ασφαλής τοποθετήσεις με αποτέλεσμα να δέχονται να ανταμειφθούν με μικρότερη απόδοση. Οι Wu, Zhang και Zhang (2010) έδειξαν ότι οι εταιρίες οι οποίες

χρησιμοποιούν ως παράγοντα στη διαμόρφωση της στρατηγικής τους, σχετικά με τις επενδύσεις που θα αναλάβουν, την ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου οδηγούνται σε μεγαλύτερο επίπεδο δεδουλευμένων. Αυτό ισχύει διότι όταν το επιτόκιο αυτό, το οποίο χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικός παράγοντας των επενδύσεων μειώνεται, τότε η επιχείρηση αναλαμβάνει μεγαλύτερες και πιο κερδοφόρες επενδύσεις.

Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί ότι η ερμηνεία των περιορισμών στο αρμπιτράζ ως παράγοντες ύπαρξης αυτής της ανωμαλίας, ή η στρατηγική σχετικά με το επίπεδο του κόστους κεφαλαίου της εκάστοτε επιχείρησης ή η λογιστικές στρεβλώσεις κ.ο.κ. δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως αμοιβαίως αποκλειόμενοι μεταξύ τους ή με τις υπόλοιπες υποθέσεις που ενδεχομένως ισχύουν.

Θεωρώντας ότι οι επενδυτές αποτυγχάνουν στην εκτίμηση των δεδουλευμένων όταν κάνουν εκτίμηση για τα κέρδη και για αυτό εμφανίζουν αρνητική σχέση με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις, ο Sloan (1996), χρησιμοποιώντας για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων κερδών την «απλή» εκδοχή, δημιούργησε δύο χαρτοφυλάκια, ένα με εταιρίες οι οποίες εμφανίζουν χαμηλά δεδουλευμένα (ή υψηλές ταμειακές ροές) και ένα με εταιρίες με υψηλά δεδουλευμένα (ή χαμηλές ταμειακές ροές), και εφάρμοσε μία επενδυτική στρατηγική αντιστάθμισης. Η στρατηγική αυτή υλοποιήθηκε, αγοράζοντας το χαρτοφυλάκιο με τις εταιρίες με τα χαμηλά δεδουλευμένα και πουλώντας τις εταιρίες με τα υψηλά δεδουλευμένα (Hedge strategy portfolio). Παρομοίως, αυτή η στρατηγική θα μπορούσε να εφαρμοστεί με βάση τις καθαρές ταμειακές ροές (το δεύτερο συστατικό στοιχείο των κερδών) αν έπαιρνε θέση αγοραστή στο χαρτοφυλάκιο με τις εταιρίες που εμφάνιζαν υψηλές ταμειακές ροές και θέση πωλητή σε εταιρίες με χαμηλές ταμειακές ροές. Το συμπέρασμα που οδηγήθηκε ήταν ότι αυτή η στρατηγική (είτε με τον έναν είτε με τον άλλο τρόπο) πετύχαινε θετικές μη κανονικές αποδόσεις (υπεραποδόσεις). Αυτός ήταν και ο λόγος για τον οποίο απέρριψε την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, σύμφωνα με την οποία οι υπερασπιστές της ισχυρίζονται ότι όταν θα υπάρχουν ευκαιρίες για αρμπιτράζ στις χρηματιστηριακές αγορές, οι αρμπιτραζέρς θα συναλλάσσονται με τέτοιο τρόπο ώστε να εξαλείφουν οποιαδήποτε λανθασμένη τιμολόγηση. Βέβαια, το

αρμπιπράζ ενέχει αρκετό κόστος, είναι επικίνδυνο στην εφαρμογή του και έχει πολλούς περιορισμούς.

Οι Hafzalla, Lundholm, Van Winkle (2011) παρουσίασαν σημαντική βελτίωση στην απόδοση της στρατηγικής αντιστάθμισης που εφάρμοσαν κάνοντας χρήση παρόμοιων χαρτοφυλακίων, με τη διαφορά ότι τα δεδουλευμένα κέρδη τα υπολόγιζαν με απόλυτες τιμές των κερδών (ή του καθαρού εισοδήματος, μέθοδος «ποσοστιαίων δεδουλευμένων») αντί του μέσου επιπέδου του συνολικού ενεργητικού. Υποστήριξαν ότι αυτό το μέτρο δείχνει με μεγαλύτερη ακρίβεια την υποτίμηση των δεδουλευμένων από τους επενδυτές. Η τάξη μεγέθους που έδωσαν βασιζόμενη στην εμπειρική μελέτη τους, είναι ότι η αντισταθμισμένη απόδοση με βάση τα ποσοστιαία δεδουλευμένα είναι μεγαλύτερη κατά 45% από την σταθμισμένη απόδοση με βάση τον παραδοσιακό τρόπο υπολογισμού αυτών.

4. Σκοπός της Μελέτης

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να παρέχει επιπρόσθετες πληροφορίες σχετικά με την ύπαρξη, το μέγεθος και τον ρόλο του φαινομένου της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων στις Ευρωπαϊκές χώρες, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Ισπανία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία, στις οποίες στη μελέτη τους οι Παπαναστασόπουλος και Τσιριτάκης (προσεχώς) βρήκαν ότι υπάρχει έντονη εμφάνιση αυτού του φαινομένου, και ειδικότερα στις χώρες όπου το επίπεδο εμπιστοσύνης των επενδυτών (πίνακας 3) σχετικά με το οικονομικό και χρηματοοικονομικό σύστημά τους καθώς επίσης και με την αξιοπιστία των οικονομικών στοιχείων των δημοσιευθέντων αποτελεσμάτων των εταιριών είναι υψηλό.

Το κίνητρο δίνεται από την ανάγκη για την διερεύνηση και ερμηνεία των λόγων για τους οποίους εμφανίζεται αυτή η ανωμαλία. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές αδυνατούν να το μοντελοποιήσουν ώστε να αποφεύγουν οποιαδήποτε αστοχία ως προς την τιμολόγηση των μετοχών των εισηγμένων εταιριών. Επίσης, ενδιαφέρον αποτελεί και το γεγονός εάν η χρηματοπιστωτική κρίση στο τέλος της προηγούμενης δεκαετίας, επηρέασε

και πώς την εμφάνιση του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων στις προαναφερθείσες χώρες, είτε όταν το επίπεδο της εμπιστοσύνης των επενδυτών ήταν υψηλό (όπου η ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών ήταν έντονη) είτε ήταν χαμηλό (όπου η εμφάνιση της ανωμαλίας των δεδουλευμένων κερδών είναι μικρή). Η μελέτη έγινε βασιζόμενη σε επιλεγμένες Ευρωπαϊκές χώρες, στις οποίες σύμφωνα με τους Παπαναστασόπουλο και Τσιριτάκη (2014) το φαινόμενο αυτό εμφανίζεται έντονα. Για την ακρίβεια, το υπό εξέταση δείγμα των χωρών αποτελείται από εννέα χώρες, τρεις οι οποίες έχουν χαμηλή τιμή στον παράγοντα εμπιστοσύνη (Γαλλία, Ελλάδα και Ηνωμένο Βασίλειο), τρεις που έχουν χαρακτηριστεί ως χώρες μέτριας εμπιστευτικότητας (Γερμανία, Ιταλία και Ισπανία) και τρεις χώρες με υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης (Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία) σύμφωνα με τον Bjørnskov (2006).

Οι Gennaioli, Shleifer και Vishny (2012) υποστήριξαν ότι οι επενδυτές οι οποίοι διατηρούν μεροληπτικές προσδοκίες, σε ένα σύστημα στο οποίο έχουν ένα υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης οδηγούνται σε υπεράσπιση των απόψεών τους, αποφεύγοντας ασυνείδητα να αντιληφθούν και να διορθώσουν τα λάθη τους. Ο παράγοντας εμπιστοσύνη σε μία χώρα διαμορφώνει τα ουσιαστικά κίνητρα και επηρεάζει τα πιστεύω των επενδυτών σχετικά με την αξιοπιστία των λογιστικών δεδουλευμένων και συνεπώς επηρεάζει την τιμολόγηση των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών και των χρηματιστηριακών αποδόσεων.

Η μελέτη της εμφάνισης και της έντασης του φαινομένου της αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων και των μελλοντικών αποδόσεων για τα χρονικά διαστήματα πριν και μετά την κρίση του 2008, μπορεί να υπολογισθεί εκτελώντας μία απλή γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ τους, ορίζοντας την μία ως εξαρτημένη και την άλλη ως ανεξάρτητη μεταβλητή. Για την ακρίβεια των ισχυρισμών, θα πρέπει ως επεξηγηματική μεταβλητή να χρησιμοποιηθεί η μεταβλητή των δεδουλευμένων κερδών. Η εμφάνιση αρνητικού συντελεστή κλίσης όπως προκύπτει από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών αποδόσεων και των δεδουλευμένων κάθε περιόδου, δηλώνει την ύπαρξη της προκείμενης ανωμαλίας. Η ένταση του, αντλείται από την απόλυτη τιμή του συντελεστή της επεξηγηματικής μεταβλητής των δεδουλευμένων.

Έπειτα, σε κάθε χώρα, για κάθε έτος θα ομαδοποιήσουμε τις εταιρίες σε χαρτοφυλάκια σύμφωνα με το μέγεθος των δεδουλευμένων, όπως προκύπτουν από τους διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού τους, και θα βρούμε τη διασπορά (spread) μεταξύ των αποδόσεων των ακραίων χαρτοφυλακίων. Στην ενότητα 11, εξηγούνται με λεπτομέρειες η μέθοδος που ακολουθήθηκε για την μελέτη του υπό εξέταση φαινομένου.

Συνοψίζοντας, αναμένουμε ότι σε μία χώρα που εμφανίζεται η ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών, θα πρέπει να προκύπτει αρνητικός ο συντελεστής κλίσης από την παλινδρόμηση και θετική διασπορά στις αποδόσεις μεταξύ του χαρτοφυλακίου με χαμηλά δεδουλευμένα και αυτού με τα υψηλά δεδουλευμένα κέρδη, το οποίο δηλώνει την αναποτελεσματικότητα της εν λόγω χρηματιστηριακής αγοράς.

5. Υποθέσεις

Ο Sloan (1996), ο LaFond (2005), οι Pincus, Rajgopal και Venkatachalam (2007) και άλλοι θέλησαν να εξετάσουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων σε χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, η Αυστραλία, το Βέλγιο, ο Καναδάς, η Δανία, η Γαλλία, η Γερμανία, το Χονγκ Κονγκ, η Ιταλία, η Ιαπωνία, η Ολλανδία, η Νορβηγία, η Σιγκαπούρη, η Ισπανία, η Σουηδία, η Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και της Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Παρόλο που μελέτησαν διαφορετικά χρονικά διαστήματα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε πολλές περιπτώσεις χωρών εμφανίζεται αυτή η αρνητική σχέση, η οποία σε ορισμένες χώρες είναι υψηλή. Σε μελέτη των Παπαναστασόπουλου και Τσιριτάκη (προσεχώς), το μέγεθος του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων έδειξαν πώς επηρεάζεται σημαντικά και θετικά από το επίπεδο εμπιστοσύνης που δείχνουν οι επενδυτές στο θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο που δραστηριοποιούνται οι εταιρίες καθώς και την εμπιστοσύνη που έχουν στους ελεγκτικούς φορείς που τις ελέγχουν.

Υπόθεση 1 :

Υπολογίζοντας τα δεδουλευμένα κέρδη με βάση τον απλό τρόπο (ACC) εμφανίζεται το φαινόμενο της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων κερδών για τα χρονικά διαστήματα 2003 έως και 2007 και 2009-2013, η ένταση του οποίου είναι ανάλογη με το επίπεδο εμπιστοσύνης στην εκάστοτε χώρα .

Γενάτε το ερώτημα εάν ο τρόπος υπολογισμού των δεδουλευμένων μπορεί να οδηγεί σε συμπεράσματα διαφορετικά σε κάθε περίπτωση, τα οποία μπορεί να μας οδηγούν ακόμη και σε διαφορετικά συμπεράσματα και αποφάσεις. Ο Παπαναστασόπουλος (2014) μελετώντας το φαινόμενο για τις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ελβετία, καλύπτοντας το χρονικό διάστημα από το 1988 έως και το 2009 για διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων, κατέληξε στο ότι αυτό το φαινόμενο εμφανίζεται σχεδόν στο σύνολο των χωρών, επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα του Hafzalla, Lundholm και Winkle (2011) που δηλώνουν ότι για την ίδια χρονική περίοδο τα συμπεράσματα μπορεί να είναι διαφορετικά ανάλογα με τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων.

Υπόθεση 2:

Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών και των παραδοσιακών (TACC) και ποσοστιαίων (PACC) δεδουλευμένων κερδών για τα χρονικά διαστήματα 2003-2007 και 2009-2013, το μέγεθος της οποίας επηρεάζεται από το επίπεδο εμπιστοσύνης της εκάστοτε χώρα.

Υιοθετώντας τον ισχυρισμό ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές, θα πρέπει να απουσιάζει οποιαδήποτε ευκαιρία κερδοσκοπίας από επενδυτές-κερδοσκόπους. Αυτό διότι, οι επενδυτές, αναλύοντας κάθε πληροφορία που σχετίζεται με τις μετοχές, δρουν άμεσα και με τέτοιο τρόπο ώστε να εξαλείφουν οποιαδήποτε λανθασμένη τιμολόγηση για κάθε μετοχή σε κάθε χρονική περίοδο, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να πετύχουν υπερκανονικές αποδόσεις.

Υπόθεση 3:

Ένας επενδυτής, δεν μπορεί να πετύχει υπερκανονικές θετικές αποδόσεις παίρνοντας ταυτόχρονα αντίθετη θέση σε δύο ακραία χαρτοφυλάκια, τα οποία έχουν σχηματιστεί σε κάθε περίπτωση με τους διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών (ACC, TACC, PACC).

Βασική παραδοχή είναι ότι μεταξύ των κεφαλαιαγορών των επιμέρους χωρών, παράγοντες όπως τα κόστη συναλλαγών, οι θεσμικοί και μη επενδυτές, η ρευστότητα των μετοχών, οι περιορισμοί στο arbitrage και η οριοθέτηση των κανόνων των κεφαλαιαγορών είναι οι ίδιοι και δεν μπορούν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν δείξει οι ερευνητές στους λόγους για τους οποίους εμφανίζεται αυτή η ανωμαλία καθώς επίσης και ποιοι είναι οι παράγοντες που την επηρεάζουν. Οι λόγοι εμφάνισης της ανωμαλίας των δεδουλευμένων αποτελεί ένα πολύ σημαντικό κομμάτι έρευνας, μιας και δεν έχουν βρεθεί παράγοντες οι οποίοι να παρέχουν επαρκή στοιχεία που να μπορούν να ερμηνεύσουν αυτό το φαινόμενο.

Οι Pincus, Rajgoral και Vencatachalam (2007) ισχυρίστηκαν ότι η ανωμαλία αυτή εμφανίζεται πιο έντονα κυρίως σε χώρες όπου υπάρχει πιο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο για τις οικονομικές εκθέσεις και την ίδια την αγορά κεφαλαίου. Ο Παπαναστασόπουλος (2014) στην προσπάθεια του να ερμηνεύσει αυτή την ανωμαλία, χρησιμοποίησε παράγοντες όπως το επίπεδο της χρηματιστηριακής αγοράς, την ρευστότητα των μετοχών, τα κόστη συναλλαγών καθώς και την αδιαφάνεια των κερδών.

Στα πλαίσια αυτής της μελέτης, δεν μελετώνται πιθανοί παράγοντες στους οποίους οφείλεται η εμφάνιση της ανωμαλίας των δεδουλευμένων κερδών, αλλά εάν και κατά πόσο ο αποκαλούμενος «παράγοντας» χρηματοπιστωτική κρίση, επηρέασε την εμφάνιση αυτού του φαινομένου, θεωρώντας πως οι επενδυτές μετά από μία χρηματοπιστωτική κρίση γίνονται πιο συνετοί στον υπολογισμό της δίκαιης τιμής για κάθε μετοχή.

Υπόθεση 4:

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 εξάλειψε την αρνητική σχέση μεταξύ των μελλοντικών αποδόσεων και του επιπέδου των δεδουλευμένων κερδών.

6. Μεθοδολογία

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την εκπόνηση της μελέτης αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Thomson Datastream σε τριμηνιαία βάση από 01/01/2000 έως και την 31/06/2014 και από διάφορες άλλες πηγές και επιστημονικά άρθρα, εφόσον κρίθηκε απαιτητό.

Οι χρονικές περίοδοι στις οποίες θα εξεταστούν οι παραπάνω υποθέσεις είναι τα έτη 2003 έως και 2007 και 2009 έως και 2013. Ο λόγος για τον οποίο εξετάζω τις υποθέσεις στα παραπάνω διαστήματα, είναι για να δω εάν εμφανίζεται το φαινόμενο της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών και το μέγεθός του σε κάθε χρονική περίοδο και εάν επαληθεύεται η παραδοχή ότι στις χώρες με υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης, το φαινόμενο είναι πιο έντονο. Επιπλέον, μεταξύ των δύο χρονικών περιόδων, θα εξεταστεί εάν και κατά πόσο επηρεάστηκε η εμφάνιση και το μέγεθος του φαινομένου από την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και πώς μεταβλήθηκε μεταξύ χωρών ανάλογα με το μέγεθος του δείκτη εμπιστοσύνης.

Όλα τα παραπάνω θα μελετηθούν για τρεις διαφορετικούς τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών, με στοιχεία όπως προκύπτουν από τις ετήσιες και περιοδικές οικονομικές καταστάσεις των εταιριών. Ο λόγος που θα εξετασθούν για διαφορετικούς τρόπους είναι για να δούμε πόσο διαφορετικά ενδεχομένως να είναι τα συμπεράσματα και η τιμολόγηση που κάνουν οι αναλυτές, ανάλογα με τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων.

Οι εταιρίες οι οποίες επιλέχθηκαν δεν περιλαμβάνουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να αποφευχθούν πολλών ειδών σφάλματα τα οποία ενδεχομένως θα προέκυπταν, κυρίως λόγω ότι στη λειτουργία τους επιδρά συγκεκριμένο κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο. Παράλληλα, δεν συμπεριλήφθησαν εταιρίες οι οποίες εμφάνιζαν αρνητικό

μετοχικό κεφάλαιο ή δεν είχαν επαρκή και έγκυρα δεδομένα για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων. Για την ακρίβεια, οι εταιρίες της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ελλάδας, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ισπανίας, της Ιταλίας, της Νορβηγίας, της Ολλανδίας και της Σουηδίας που απορρίφθηκαν από την παρούσα μελέτη είναι εταιρίες που ανήκουν στις παρακάτω κλάδους (όπως εμφανίζονται στην βάση δεδομένων Thomson Datastream) Banks, Equity και Non-Equity Investment, Financial Services, Life και Non-Life Insurance και Real Estate Investment.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

Τιμή κλεισίματος (Price, P)

Παρουσιάζει την επίσημη τιμή κλεισίματος και είναι η τελευταία διαθέσιμη τιμή σε εμάς, σε μονάδες νομίσματος του κάθε χρηματιστηρίου. Για την Αγγλία οι τιμές αναφέρονται σε Πέννες, ενώ για την Γαλλία, την Γερμανία, την Ελλάδα και την Νορβηγία οι τιμές αναφέρονται σε Ευρώ

Χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (Market Capitalization, MC – WC08001)

Ορίζεται ως το γινόμενο της χρηματιστηριακής τιμής κλεισίματος της μετοχής την τελευταία μέρα του ημερολογιακού έτους και τον αριθμό των κοινών σε κυκλοφορία μετοχών την τελευταία μέρα του ημερολογιακού έτους και δίνεται από τον τύπο:

$$MC_t = \text{Market Price}_{\text{Year End}} * \text{Common Shares Outstanding}_{\text{Year End}}$$

Μετρητά και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (Cash & Short Term Investments, C - WC02001)

Αποτελείται από το άθροισμα των μετρητών και των βραχυχρόνιων επενδύσεων όπως καταθέσεις, επιταγές κ.α.

Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία Ενεργητικού (Total Assets, TA- WC02999)

Αποτελείται από το άθροισμα του κυκλοφορούν Ενεργητικού, των μακροχρόνιων απαιτήσεων, των μη ενοποιημένων θυγατρικών, άλλες

επενδύσεις, την καθαρή αξία των Εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού και άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Δικαιώματα Μειοψηφίας (Minority Interest Balance Sheet, MINT – WC03426)

Τα δικαιώματα μειοψηφίας αντιπροσωπεύουν το τμήμα της καθαρής αξίας (στο άρτιο ή δηλωμένη τιμή) μιας θυγατρικής που αφορούν σε μετοχές που δεν κατέχει η ελέγχουσα εταιρεία

Συνολικός Δανεισμός (Total Debt, TD–WC03255)

Αντιπροσωπεύει το άθροισμα των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων χρεών

Συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο (Total Shareholders Equity, TE – WC03995)

Είναι το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων και των προνομιούχων μετοχών Κοινών Μετόχων της επιχείρησης

Λειτουργικό Κέρδος (Operating Income, OP-WC01250)

Εμφανίζει την διαφορά μεταξύ των εσόδων μιας επιχείρησης που προέρχονται από την κύρια λειτουργία της και των λειτουργικών δαπανών της

Καθαρό Κέρδος (Net Income Before Extra Items/Preferred Dividends, NI – WC01551)

Περιλαμβάνει το εισόδημα, πριν από έκτακτα κονδύλια, μερίσματα προνομιούχων και κοινών μετοχών, αλλά μετά από λειτουργικά και μη λειτουργικά έσοδα και έξοδα, αποθέματα, φόρους εισοδήματος, δικαιώματα μειοψηφίας και κέρδη από μετοχές.

Δείκτης Απόδοσης (Return Index, RI)

Εμφανίζει την αύξηση της αξίας των μετοχών για μία ορισμένη περίοδο, υποθέτοντας ότι τα μερίσματα επανεπενδύονται, αγοράζοντας ίσης αξίας μετοχές στην τιμή κλεισίματος την ημέρα απόδοσης των μερισμάτων.

Οι αποδόσεις (RET) υπολογίστηκαν ως η ποσοστιαία μεταβολή μεταξύ δύο χρονικών περιόδων του δείκτη Return Index – RI, με τιμές όπως προκύπτουν από την βάση δεδομένων Worldscope Datastream. Οι αποδόσεις στην παρούσα μελέτη στηρίχθηκαν στην υπόθεση της ετήσιας διακράτησης των μετοχών, με αγορά και πώληση αυτών μετά από έξι μήνες από το κλείσιμο του κάθε οικονομικού έτους (Q2).

Η μεταβλητή SIZE προκύπτει από τον φυσικό λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης (Market Capitalization) κάθε εταιρίας με την τιμή που είχε έξι μήνες από το τέλος της οικονομικής χρονιάς (Q2).

Η μεταβλητή BM αποτελεί τον φυσικό λογάριθμο του συντελεστή της λογιστικής προς την χρηματιστηριακή αξία της κάθε εταιρίας για κάθε έτος, όπως προκύπτει την 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους. Υπολογίστηκε ως ο λόγος της διαφοράς των συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων (Total Assets-WC02999) με το συνολικό Δανεισμό (TD- WC03255) προς το συνολικό Μετοχικό Κεφάλαιο (TE- WC03995).

Η υπερκανονική απόδοση (ARET) κάθε εταιρίας για κάθε έτος υπολογίστηκε ως η διαφορά της απόδοσης της εταιρίας μετά από έξι μήνες από το κλείσιμο του οικονομικού έτους και της απόδοσης του αντίστοιχου αντιπροσωπευτικού χαρτοφυλακίου όπου ανήκει.

Τα αντιπροσωπευτικά χαρτοφυλάκια σχηματίστηκαν για κάθε χώρα ως εξής:

Για κάθε έτος, το σύνολο των εταιριών που διαπραγματεύονται σε κάθε χώρα, ταξινομήθηκαν με φθίνουσα σειρά σύμφωνα με το μέγεθος της χρηματιστηριακής τους κεφαλαιοποίησης (SIZE) και χωρίστηκαν σε τέσσερα ισόποσα σε πλήθος εταιριών, χαρτοφυλάκια.

Έπειτα, οι εταιρίες σε κάθε ένα από τα παραπάνω χαρτοφυλάκια, ταξινομήθηκαν με βάση τον δείκτη λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (BM) και χωρίστηκαν εκ νέου σε τέσσερα ίσα χαρτοφυλάκια, σχηματίζοντας με αυτό τον τρόπο 16 χαρτοφυλάκια για κάθε έτος και για κάθε χώρα.

Τέλος, υπολογίστηκε η απόδοση του κάθε χαρτοφυλακίου για κάθε χρονική περίοδο, ως η μέση τιμή των ετήσιων αποδόσεων των επιμέρους μετοχών που συνθέτουν κάθε ένα χαρτοφυλάκιο, με την απλοϊκή υπόθεση ότι

κάθε εταιρία συμμετέχει κατά το ίδιο ποσοστό στο σύνολο του χαρτοφυλακίου όπου ανήκει κάθε φορά.

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται σε επίπεδο χωρών ο αριθμός των διαστρωματικών δεδομένων (και το ποσοστό επί του συνόλου), όπου στην παρούσα μελέτη είναι ο αριθμός των εταιριών που διαπραγματεύονται σε κάθε χώρα το αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Στην τρίτη στήλη, εμφανίζεται το σύνολο των παρατηρήσεων για τα διαστρωματικά δεδομένα και τις χρονικές περιόδους καθώς και το ποσοστό επί του συνόλου. Πρέπει να σημειωθεί ότι για τις μεταβλητές οι οποίες δεν είχαν δεδομένα για μία δεδομένη χρονική στιγμή ή εμφάνιζαν πολύ ακραίες τιμές με βάση τις υπόλοιπες τιμές του δείγματος, διορθώθηκαν με συγκεκριμένο αλγόριθμο στο Eviews® έκδοση 8 για επίπεδο 0.5% (μέθοδος Winsorizing).

Για κάθε μία από τις δύο χρονικές περιόδους, έχουμε 3.731 εταιρίες με 18.650 παρατηρήσεις. Όπως αναμενόταν, το μεγαλύτερο δείγμα σε επίπεδο αριθμού εταιριών είναι αυτό του Ηνωμένου Βασιλείου με 1.188 εταιρίες για κάθε περίοδο ή το 31.8% του συνόλου, με 5.940 παρατηρήσεις. Δεύτερη σε αριθμό εταιριών είναι η Γερμανία με 735 (ή 19.7% επί του συνόλου) και 3.675 παρατηρήσεις. Ακολουθούν οι Σουηδία, Γαλλία και Ιταλία με 508, 415 και 300 εταιρίες και 2.540, 2.075 και 1.500 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Η Νορβηγία έχει 217 εταιρίες με 1.085 παρατηρήσεις, η Ελλάδα 207 (με 1.030 παρατηρήσεις) η Ολλανδία 122 εταιρίες (610 παρατηρήσεις) και τέλος η Ισπανία με 39 εταιρίες και 195 παρατηρήσεις για κάθε χρονικό διάστημα.

Πίνακας 1: Μέγεθος Δείγματος

Χώρα	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	Διαστρωματικά Δεδομένα (%)		Συνολικές Παρατηρήσεις	Συνολικές Παρατηρήσεις (% επί του συνόλου)
		Διαστρωματικά Δεδομένα	επί του συνόλου)		
Γαλλία	2003-2007	415	11.1%	2075	11.1%
	2009-2013	415	11.1%	2075	11.1%
Γερμανία	2003-2007	735	19.7%	3675	19.7%
	2009-2013	735	19.7%	3675	19.7%
Ελλάδα	2003-2007	207	5.5%	1030	5.5%
	2009-2013	207	5.5%	1030	5.5%
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	1188	31.8%	5940	31.8%
	2009-2013	1188	31.8%	5940	31.8%
Ισπανία	2003-2007	39	1.0%	195	1.0%
	2009-2013	39	1.0%	195	1.0%
Ιταλία	2003-2007	300	8.0%	1500	8.0%
	2009-2013	300	8.0%	1500	8.0%
Νορβηγία	2003-2007	217	5.8%	1085	5.8%
	2009-2013	217	5.8%	1085	5.8%
Ολλανδία	2003-2007	122	3.3%	610	3.3%
	2009-2013	122	3.3%	610	3.3%
Σουηδία	2003-2007	508	13.6%	2540	13.6%
	2009-2013	508	13.6%	2540	13.6%
Μέσος όρος Χωρών	2003-2007	415	11.1%	2072	11.1%
	2009-2013	415	11.1%	2072	11.1%
Όλες οι Χώρες	2003-2007	3731	100.0%	18650	100.0%
	2009-2013	3731	100.0%	18650	100.0%

7. Μέθοδοι υπολογισμού Δεδουλευμένων Κερδών ACC, TACC και PACC

Η διαδικασία υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών έγινε με βάση στοιχεία, όπως προκύπτουν από τις περιοδικές δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιμέρους εταιριών. Η διαδικασία ξεκινά με τον υπολογισμό των Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων Ενεργητικού (Operating Asset-OA) τα οποία προκύπτουν εάν από το Σύνολο του Ενεργητικού (TA) αφαιρέσουμε το μέρος των μετρητών (C), δηλαδή:

$$OA_t = TA_t - C_t \quad (7.1)$$

Ο δείκτης t δηλώνει ότι οι τιμές συνδέονται με τον άξονα του χρόνου.

Ακολούθως, υπολογίζουμε τις Λειτουργικές Υποχρεώσεις (Operating Liabilities-OL) για την κάθε εταιρία ως την διαφορά μεταξύ του Συνόλου του Ενεργητικού (TA) και των Δικαιωμάτων Μειωψηφίας (MINT), του Συνολικού Δανεισμού (TD) και των προνομιούχων μετοχών (OPS),

$$OL_t = (TA_t - MINT_t - OPS_t - TD_t) \quad (7.2)$$

Η διαφορά των Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων (OA) με τις Λειτουργικές Υποχρεώσεις (OL) μας δίνει τα Καθαρά Λειτουργικά Περιουσιακά Στοιχεία (NOA, Net Operating Asset)

$$NOA_t = OA_t - OL_t \quad (7.3)$$

Στηριζόμενοι στα Καθαρά Λειτουργικά Περιουσιακά Στοιχεία (NOA) κάθε χρονικής περιόδου, μπορούμε να υπολογίσουμε τα δεδουλευμένα με τρεις τρόπους:

1. Ως την ποσοστιαία μεταβολή των Καθαρών Περιουσιακών Στοιχείων (ΔNOA_t) μεταξύ δύο χρονικών περιόδων¹:

$$ACC_t = \frac{\Delta NOA_t}{NOA_{t-1}} \quad (7.4)$$

Τα οποία εφεξής θα καλούνται ως «Απλά Δεδουλευμένα Κέρδη» (ACC)

2. Ως ο λόγος της μεταβολής των Καθαρών Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων (ΔNOA_t) μιας περιόδου σε σχέση με την αμέσως προηγούμενη προς το μέσο όρο του Συνόλου του Ενεργητικού ($AVTA_t$) των δύο περιόδων,

$$TACC_t = \frac{\Delta NOA_t}{AVTA_t} \quad (7.5)$$

τα οποία εφεξής θα ονομάζονται «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα Κέρδη» ($TACC^2$)

3. Ως ο λόγος της μεταβολής των Καθαρών Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων (ΔNOA_t) μιας περιόδου σε σχέση με την αμέσως προηγούμενη προς την απόλυτη τιμή του Λειτουργικού Κέρδους (NI),

$$PACC_t = \frac{\Delta NOA_t}{|NI_t|} \quad (7.6)$$

τα οποία ονομάζονται «Ποσοστιαία Δεδουλευμένα Κέρδη» ($PACC^3$)

¹ Στην παρούσα μελέτη, όλα τα χρονικά διαστήματα θα αφορούν ένα έτος

² Παπαναστασόπουλος (2014)

³ Παπαναστασόπουλος (2014)

Στον πίνακα 2, σημειώνονται συνοπτικά τα στατιστικά στοιχεία των δεδουλευμένων ως προς τον μέσο, τη διάμεσο και την τυπική απόκλιση για κάθε χώρα.

Σύμφωνα με τα Απλά Δεδουλευμένα, κατά την πρώτη χρονική περίοδο η υψηλότερη τιμή εμφανίζεται στη Σουηδία (0.574) και ακολουθεί η Ολλανδία και η Νορβηγία με 0.504 και 0.236 αντίστοιχα. Αντίθετα, η χαμηλότερη τιμή εμφανίζεται στην Ιταλία (-5.715) και το Ηνωμένο Βασίλειο (-2.522). Κατά την δεύτερη χρονική περίοδο η μέση τιμή είναι αρνητική σε επτά από τις εννέα χώρες, με τους αντίστοιχους διάμεσους στις πέντε από αυτές να είναι αρνητικοί.

Με την μέθοδο TACC, για το χρονικό διάστημα πριν το 2008, η μέση τιμή των δεδουλευμένων είναι θετική στο 89% των χωρών, με μόνο την Νορβηγία να έχει αρνητικό μέση. Υψηλότερη τιμή και πάλι εμφανίζει η Σουηδία με 0.083.

Κατά το ακόλουθο χρονικό διάστημα, τα πρόσημα τόσο για τους μέσους όσο και για τους διαμέσους, άλλαξαν. Έτσι έχουμε πέντε ψώρες με αρνητικό μέσο δεδουλευμένο και αρνητική διάμεσο.

Τα στοιχεία που εμφανίζονται σύμφωνα με την ποσοστιαία μέθοδο υπολογισμού των δεδουλευμένων δεν είναι όμοια με αυτά των προηγούμενων μεθόδων. Τόσο κατά το πρώτο όσο και κατά το δεύτερο χρονικό διάστημα οι τιμές των δεδουλευμένων και οι διάμεσοί τους είναι θετικοί.

Πίνακας 2: Στατιστικά Απλών, Παραδοσιακών και Ποσοστιαίων Δεδουλευμένων Κερδών

		TACC			PACC			ACC		
Χώρα	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	Μέσος Όρος	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση	Μέσος Όρος	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση	Μέσος Όρος	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση
Γαλλία	2003-2007	0.016	0.006	0.040	0.287	0.227	0.296	0.071	0.037	0.082
	2009-2013	-0.022	-0.025	0.037	0.132	0.117	0.196	-0.003	0.008	0.114
Γερμανία	2003-2007	0.028	0.051	0.035	0.213	0.138	0.543	-0.589	-0.483	1.528
	2009-2013	0.056	-0.031	0.073	0.144	0.122	0.414	-0.405	-0.305	0.318
Ελλάδα	2003-2007	0.050	0.053	0.060	0.532	0.318	1.582	0.089	0.086	0.104
	2009-2013	-0.029	-0.043	0.045	0.102	0.146	0.626	0.099	-0.038	0.890
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.053	0.064	0.062	0.145	0.100	0.536	-2.522	-0.992	3.308
	2009-2013	-0.003	0.006	0.087	0.260	0.071	0.935	-6.766	-0.405	13.232
Ισπανία	2003-2007	0.072	0.071	0.076	0.727	0.322	1.880	0.055	0.030	0.377
	2009-2013	-0.019	-0.008	0.030	0.051	-0.003	0.517	-0.006	0.013	0.044
Ιταλία	2003-2007	0.047	0.053	0.032	0.256	0.100	1.459	-5.715	-0.072	5.954
	2009-2013	0.006	0.011	0.027	0.077	0.089	0.177	-8.633	-0.167	6.557
Νορβηγία	2003-2007	-0.047	0.042	0.193	0.449	0.236	1.132	0.236	0.068	0.370
	2009-2013	0.051	0.016	0.183	0.281	0.109	1.422	-0.108	-0.036	0.169
Ολλανδία	2003-2007	0.007	0.007	0.031	0.336	0.225	0.842	0.504	-0.048	2.485
	2009-2013	-0.002	-0.023	0.062	0.300	0.291	0.683	-0.048	-0.052	0.141
Σουηδία	2003-2007	0.083	0.070	0.074	0.282	0.109	0.751	0.574	0.032	1.556
	2009-2013	0.028	0.022	0.037	0.186	0.102	3.191	0.018	-0.063	0.285
Μέσος όρος Χωρών	2003-2007	0.034	0.046	0.067	0.359	0.197	1.002	-0.811	-0.149	2.307
	2009-2013	0.007	-0.008	0.064	0.170	0.116	0.907	-2.539	-0.116	3.861
Όλες οι Χώρες	2003-2007	0.039	0.046	0.060	3.227	1.774	9.020	-7.298	-1.342	2.763
	2009-2013	0.065	-0.076	0.058	1.534	1.043	8.161	-7.853	-1.045	4.751

8. Οικονομετρική Ανάλυση με Δεδομένα Πάνελ

Σε αντίθεση με τις χρονοσειρές ή τα διαστρωματικά δεδομένα, τα δεδομένα πάνελ μας επιτρέπουν να δομήσουμε την πληροφορία σε τέτοια μορφή και να εξάγουμε συμπεράσματα ακόμη και όταν η διάσταση του χρόνου είναι μικρή. Επιπλέον, σημαντικό πλεονέκτημα των δεδομένων πάνελ έναντι των δεδομένων χρονοσειρών ή των διαστρωματικών δεδομένων είναι ότι ο ερευνητής μπορεί να αναγνωρίσει/εκτιμήσει συγκεκριμένες παραμέτρους, χωρίς να κάνει περιοριστικές υποθέσεις.

Συνεπώς, λόγω ότι στη παρούσα μελέτη τα χρονικά διαστήματα αφορούν πέντε έτη, θα στηριχθώ σε ανάλυση με δεδομένα πάνελ (Panel Data Analysis) είτε η μελέτη εστιάζεται σε κάθε χώρα ξεχωριστά-μεμονομένα είτε στο σύνολό όλων των χωρών. Αυτή η μορφή, μας παρέχει πληροφορίες για κάθε μονάδα (εταιρία ή χώρα ανάλογα με την ανάλυση που θα κάνουμε κάθε φορά) ξεχωριστά αλλά και διαχρονικά.

Τα panel data μπορεί να είναι ισορροπημένα ή μη, ανάλογα με το εάν έχουμε για κάθε μονάδα τις ίδιες χρονικές παρατηρήσεις ή όχι. Για την ακρίβεια, εάν για κάθε μονάδα έχουμε τον ίδιο αριθμό χρονικών παρατηρήσεων, τότε το πάνελ ονομάζεται ισορροπημένο. Εάν όμως δεν έχουμε τον ίδιο αριθμό χρονικών παρατηρήσεων για κάθε μονάδα, τότε το πάνελ ονομάζεται μη ισορροπημένο. Η βασική υπόθεση που κάνουμε όταν έχουμε δεδομένα πάνελ είναι ότι υπάρχει διαχρονική συσχέτιση για κάθε μονάδα, με ανεξαρτησία μεταξύ των μονάδων.

Τα τυπικά γραμμικά μοντέλα δεδομένων πάνελ περιλαμβάνουν τα:

1. Pooled μοντέλα, στα οποία όλες οι μονάδες «μοιράζονται» τους ίδιους συντελεστές α και β :

$$y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^N \beta x_{it,j} + \varepsilon_{it} \quad (8.1)$$

2. Fixed Effects μοντέλα, στα οποία όλες οι μονάδες μοιράζονται τον ίδιο συντελεστή β , αλλά επιτρέπουν κάθε μονάδα να έχει διαφορετικό συντελεστή α :

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^N \beta x_{it,j} + \varepsilon_{it} \quad (8.2)$$

3. Random Effects μοντέλα ή μοντέλα δύο σφαλμάτων, τα οποία περιλαμβάνουν ένα σύνθετο σφάλμα u_{it} , το οποίο αποτελείται από το άθροισμα των ε_{it} και α_i , όπου ε_{it} το σφάλμα που οφείλεται αμφοτέρωθεν από τις μονάδες και τη μεταβολή του χρόνου, ενώ το α_i είναι το σφάλμα που οφείλεται στις μονάδες:

$$y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^N \beta x_{it,j} + u_{it} \quad (8.3) \quad : u_{it} = \varepsilon_{it} + \alpha_i$$

Αξίζει να σημειωθεί ότι, εάν θέσουμε $\bar{\alpha}_{it} = \alpha + \alpha_i$ τότε το μοντέλο Random Effect (8.3) γίνεται ίδιο με το Fixed Effect (8.2). Σε αυτή την περίπτωση όμως, η ερμηνεία του όρου $\bar{\alpha}_{it}$ είναι διαφορετική μεταξύ των δύο μοντέλων. Στο μοντέλο Fixed Effect μοντέλο (8.2) το α_i υποδηλώνει τον σταθερό όρο της i μονάδος και σαν παράμετρος θεωρείτε (τουλάχιστον στη κλασική ανάλυση) σταθερή τιμή για κάθε μονάδα, ενώ στο Random Effect μοντέλο το $\bar{\alpha}_{it}$ είναι μία μη παρατηρήσιμη τυχαία μεταβλητή, η οποία είναι μέρος του όρου σφάλματος.

Από τα παραπάνω μοντέλα, τα Pooled μοντέλα είναι τα λιγότερο ενδιαφέροντα μίας και είναι μία απευθείας επέκταση των διαστρωματικών μοντέλων (cross sectional model). Τα Fixed Effect και Random Effect μοντέλα χρησιμοποιούνται περισσότερο στην πράξη.

Και στα δύο μοντέλα, τον όρο α_i τον θεωρούμε σαν ένα ατομικό-μεμονομένο αποτέλεσμα και τον όρο ε_{it} σαν ένα μεταβατικό όρο σφάλματος. Πρωταρχικός στόχος είναι να εκτιμήσουμε το συντελεστή β .

Συνήθως, χρησιμοποιούμε Random Effect μοντέλα αν $Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$, δηλαδή τα μη-παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά συσχετίζονται με τις επεξηγηματικές μεταβλητές. Αν $Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) \neq 0$ τότε χρησιμοποιούμε fixed effect estimation.

Προκειμένου να ελέγξουμε κατά πόσο ή όχι η συνθήκη $Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$ ικανοποιείται, και σαν συνέπεια να εξετάσουμε κατά πόσο το κατάλληλο μοντέλο εκτίμησης είναι το Random Effect ή το Fixed Effect, χρησιμοποιούμε τον έλεγχο του Hausman.

Γενικότερα, γνωρίζουμε ότι ο εκτιμητής random effects θα είναι συνεπής αν $Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$. Το τεστ του Hausman ελέγχει κατά πόσο ισχύει αυτή η υπόθεση.

Ειδικότερα, ο έλεγχος του Hausman εξετάζει ως μηδενική υπόθεση εάν τα μη-παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά (ε_{it}) του μοντέλου δεν συσχετίζονται με τις επεξηγηματικές μεταβλητές (x_{it}) έναντι της εναλλακτικής να συσχετίζονται, δηλαδή ελέγχει εάν:

$$H_0: Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$$

$$H_1: Corr(x_{it}, \varepsilon_{it}) \neq 0$$

Συνεπώς, εάν αποδεχθούμε την μηδενική υπόθεση, τότε το καταλληλότερο μοντέλο το φαινόμενο είναι το Random Effect, ενώ εάν απορρίψουμε την μηδενική και αποδεχθούμε την εναλλακτική H_1 , τότε το καταλληλότερο μοντέλο είναι το Fixed Effect.

Στην παρούσα μελέτη, σύμφωνα με τον έλεγχο του Hausman όλες οι εκτιμήσεις έχουν γίνει με Fixed Effect μοντέλα με την 8^η έκδοση του οικονομετρικού πακέτου Eviews®. Στα εκτιμηθέν οικονομετρικά μοντέλα (βλέπε ενότητα 9) έγιναν έλεγχοι για στασιμότητα και αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα των παλινδρομήσεων οι οποίες έδειξαν ότι δεν εμφανίζεται συσχέτιση μεταξύ των πληροφοριών που μεταφέρονται από τον όρο ε_i ούτε και μεταξύ των καταλοίπων και των επεξηγηματικών μεταβλητών της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης (SIZE), του δείκτη Λογιστικής προς Χρηματιστηριακή Αξία (BM) και της εκάστοτε μεταβλητής των δεδουλευμένων.

9. Έλεγχος για Ύπαρξη της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών

Σε αυτή την ενότητα, ελέγχω την πρώτη υπόθεση, εάν εμφανίζεται η ανωμαλία των δεδουλευμένων κερδών στις εννέα ευρωπαϊκές χώρες: Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ισπανία, Ιταλία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία, κατά τα χρονικά διαστήματα 2003-2007 και 2009-2013 με βάση τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών με την μέθοδο ACC. Παράλληλα, ελέγχεται και η δεύτερη υπόθεση, ερευνώντας εάν εμφανίζεται διαφορετικό πρόσημο στον συντελεστή των δεδουλευμένων κερδών, όταν αυτά υπολογίζονται με τον παραδοσιακό τρόπο (TACC) και με τον ποσοστιαίο (PACC), σε σχέση με τον απλό τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων. Επιπλέον, από την παραπάνω διαδικασία εξάγονται συμπεράσματα σχετικά με το μέγεθος αυτής της ανωμαλίας, την σχέση του μεγέθους της Ανωμαλίας των δεδουλευμένων κερδών με την εμπιστοσύνη που υπάρχει σε κάθε χώρα, την επίδραση που είχε στην ένταση αυτού του φαινομένου η κρίση του 2008 σε συνδυασμό με το επίπεδο εμπιστοσύνης για τις χώρες αυτές σε σχέση με τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων.

Όπως αναφέρθηκε ήδη, σκοπός είναι να δείξουμε εάν ισχύει ότι σε χώρες με υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης, όπως τις έχει αξιολογήσει ο Bjørnskov (2006), πράγματι το φαινόμενο την Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων γίνεται εντονότερο. Για αυτό το λόγο, το δείγμα των χωρών επιλέχθηκε με τέτοιο τρόπο ώστε να περιλαμβάνει χώρες από όλες τις κλάσεις, δηλαδή χώρες με χαμηλό επίπεδο εμπιστοσύνης, μέτριο και υψηλό. Με χαμηλή εμπιστοσύνη, χαρακτηρίζονται οι χώρες που έχουν δείκτη μικρότερο ή ίσο με 30 μονάδες, με μέτρια εμπιστοσύνη χαρακτηρίζονται οι χώρες με δείκτη από 31 έως και 45 μονάδες και με υψηλή εμπιστοσύνη οι χώρες που έχουν δείκτη μεγαλύτερο των 46 μονάδων. Συνεπώς, οι χώρες που αποτελούν το δείγμα μας χαρακτηρίζονται όπως φαίνονται στον πίνακα 3.

Προς απόδειξη των παραπάνω, η μέθοδος που ακολουθήθηκε βασίστηκε σε μία απλή γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση (RET) κάθε εταιρίας, όπως αυτή υπολογίζεται για κάθε χρονική περίοδο μετά έξι μηνών από την τελευταία ημέρα κάθε ημερολογιακού έτους

και εξαρτημένες τον φυσικό λογάριθμο της Κεφαλαιοποίησης (SIZE), το φυσικό λογάριθμό του δείκτη Λογιστική προς Χρηματιστηριακή Αξία (BM) και τον εκάστοτε τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών (μεταβλητή ACC, TACC, PACC, NACC).

Για τη μελέτη που γίνεται σε επίπεδο χώρας, τα δεδομένα είχαν την μορφή πάνελ, λόγω ότι δεν υπήρχαν αρκετές παρατηρήσεις στη διάσταση του χρόνου. Συνεπώς, η δομή των δεδομένων σε πάνελ εξυπηρετεί περισσότερο στην παρούσα μελέτη μιας και συνδυάζει τα διαστρωματικά δεδομένα (στη περίπτωση αυτή, οι εταιρίες κάθε χώρας) με χρονικές παρατηρήσεις για κάθε μία από αυτές (τα έτη που συνθέτουν τις δύο χρονικές περιόδους).

Πίνακας 3: Επίπεδο Εμπιστοσύνης <small>Björnskov (2006)</small>		
Χώρα	Τιμή Δείκτη Εμπιστοσύνης	Χαρακτηρισμός
Γαλλία	22.2	Χαμηλή Εμπιστοσύνη
Γερμανία	34.8	Μέτρια Εμπιστοσύνη
Ελλάδα	23.7	Χαμηλή Εμπιστοσύνη
Ηνωμένο Βασίλειο	29.8	Χαμηλή Εμπιστοσύνη
Ισπανία	36.2	Μέτρια Εμπιστοσύνη
Ιταλία	32.6	Μέτρια Εμπιστοσύνη
Νορβηγία	65.3	Υψηλή Εμπιστοσύνη
Ολλανδία	59.8	Υψηλή Εμπιστοσύνη
Σουηδία	66.3	Υψηλή Εμπιστοσύνη

Για να ελεγχθεί συνεπώς η πρώτη υπόθεση σχηματίστηκαν οι ακόλουθες τέσσερις εξισώσεις, των οποίων ο σχηματισμός είναι ο ίδιος και για τα δύο υπό εξέταση χρονικά διαστήματα και οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων, οι οποίες είναι οι εξής:

1. Με βάση τα «Απλά Δεδουλευμένα Κέρδη» (ACC),

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE_{it} + \alpha_2 * BM_{it} + \alpha_3 * ACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9.1)$$

Όπου i οι εταιρίες κάθε χώρας και t οι χρονικές παρατηρήσεις.

2. Με βάση τα «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα Κέρδη» (TACC),

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE_{it} + \alpha_2 * BM_{it} + \alpha_3 * TACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9.2)$$

Όπου i οι εταιρίες κάθε χώρας και t οι χρονικές παρατηρήσεις.

3. Με βάση τα «Ποσοστιαία Δεδουλευμένα Κέρδη» (PACC),

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE_{it} + \alpha_2 * BM_{it} + \alpha_3 * PACC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9.3)$$

Όπου i οι εταιρίες κάθε χώρας και t οι χρονικές παρατηρήσεις.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα σχετικά με την ύπαρξη ή μη της αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων κερδών και των μελλοντικών αποδόσεων για τις ευρωπαϊκές χώρες Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ισπανία, Ιταλία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία μπορεί να διαφέρουν από προηγούμενες μελέτες, όπως των Pincus, M., Rajgoral, S., Venkatachalam, M. (2007), Παπαναστασόπουλου (2014) και Παπαναστασόπουλου και Τσιριτάκη (προσεχώς) λόγω του ότι αφορούν διαφορετικό χρονικό διάστημα, διαφορετικό σχηματισμό του δείγματος, των οικονομετρικών μοντέλων κ.ο.κ. .

9.1 Με βάση τα «Απλά Δεδουλευμένα Κέρδη» (ACC)

Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των συντελεστών, όπως προέκυψαν από τη εκτίμηση της παλινδρόμησης.

Πράγματι, για το χρονικό διάστημα 2003-2007, οι τιμές του συντελεστή α_3 που δείχνει την ύπαρξη της αρνητικής σχέσης μεταξύ των μελλοντικών αποδόσεων και των Απλών Δεδουλευμένων Κερδών είναι σε όλες τις χώρες στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 95% και επιβεβαιώνουν την ύπαρξη του φαινομένου την Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών σε έξι από τις εννέα χώρες. Συγκεκριμένα, το φαινόμενο γίνεται αντιληπτό στην Γαλλία, την Γερμανία, την Ελλάδα, την Νορβηγία, την Ολλανδία και την Σουηδία με συντελεστές -1.4316, -0.260, -0.2324, -0.2666, -0.0351 και -0.06 αντίστοιχα. Η μεγαλύτερη τιμή εμφανίζεται στην Γαλλία και η μικρότερη στην Γερμανία κάτι το οποίο για την εν λόγω χρονική περίοδο, φαίνεται να αντικρούει το συμπέρασμα των Παπαναστασόπουλου και Τσιριτάκη (προσεχώς) ότι σε χώρες με μεγαλύτερο επίπεδο εμπιστοσύνης το φαινόμενο γίνεται εντονότερο. Στο Ηνωμένο Βασίλειο (0.0072), την Ισπανία (0.2153) και την Ιταλία (0.0115) η σχέση αυτή δεν φαίνεται να υπάρχει.

Το χρονικό διάστημα 2009-2013, η υψηλότερη παρατηρείται στην Ολλανδία (-1.1084) και η χαμηλότερη και πάλι στη Γερμανία (-0.0556), με του συντελεστές των BM να είναι μη διάφοροι του μηδενός και για τις δύο χώρες και τον συντελεστή SIZE στην Ολλανδία επίσης μη διάφορο του μηδενός. Μεταξύ αυτών βρίσκονται οι Γαλλία (-0.0976) και η Σουηδία (-0.2333). Οι Ελλάδα (-0.0124) και Ισπανία (-0.1510) έχουν αρνητική τιμή για τον συντελεστή των Απλών Δεδουλευμένων, ο οποίος όμως είναι στατιστικά μη σημαντικός. Το Ηνωμένο Βασίλειο (0.0065), η Ιταλία (0.0045) και η Νορβηγία (0.2162) εμφανίζουν θετικό συντελεστή και διάφορο του μηδενός.

Κατά τη μετάβαση από την πρώτη στη δεύτερη περίοδο, και ενώ έχει μεσολαβήσει η κρίση του 2008, η ύπαρξη και το μέγεθος του φαινομένου αλλάζει σε όλες τις χώρες χωρίς όμως να οδηγεί στα προσδοκώμενα αποτελέσματα, σύμφωνα πάντα με τον συγκεκριμένο τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων.

Πίνακας 4 : $RET = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE + \alpha_2 * BM + \alpha_3 * ACC + \varepsilon_i$						
ACC ⁴	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	α_0	α_1	α_2	α_3	R ²
Γαλλία	2003-2007	0.6263	-0.0377	0.0360	-1.4316	0.3507
		(0)	(0)	(0.0688)	(0)	
Γαλλία	2009-2013	0.1645	-0.0059	0.0050	-0.0976	0.1375
		(0)	(0.0001)	(0.8037)	(0.0086)	
Γερμανία	2003-2007	0.3087	-0.0226	0.0083	-0.0260	0.1771
		(0)	(0)	(0.3592)	(0)	
Γερμανία	2009-2013	0.0168	0.0153	0.0137	-0.0556	0.2350
		(0.2122)	(0)	(0.3698)	(0.0011)	
Ελλάδα	2003-2007	0.1184	-0.0048	0.0141	-0.2324	0.2029
		(0.0206)	(0.3426)	(0.6313)	(0.011)	
Ελλάδα	2009-2013	0.1402	-0.0131	-0.0473	-0.0124	0.1848
		(0)	(0)	(0.0042)	(0.1437)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.3018	-0.0214	-0.0210	0.0072	0.1543
		(0)	(0)	(0.0023)	(0)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2009-2013	0.2252	0.0002	-0.0159	0.0065	0.2727
		(0)	(0.7997)	(0.0357)	(0)	
Ισπανία	2003-2007	0.5205	-0.0113	-0.3434	0.2153	0.2804
		(0)	(0.1926)	(0.0037)	(0)	
Ισπανία	2009-2013	0.2650	-0.0266	0.0383	-0.1510	0.4255
		(0)	(0)	(0.1872)	(0.7971)	
Ιταλία	2003-2007	0.1045	0.0013	0.0023	0.0115	0.8438
		(0)	(0.0441)	(0.6151)	(0)	
Ιταλία	2009-2013	0.1856	-0.0117	0.0163	0.0045	0.4824
		(0)	(0)	(0.1033)	(0)	
Νορβηγία	2003-2007	0.3384	-0.0095	-0.0534	-0.2666	0.3435
		(0)	(0)	(0.0345)	(0)	
Νορβηγία	2009-2013	0.2672	-0.0119	-0.0523	0.2162	0.1285
		(0)	(0)	(0.0293)	(0.0001)	
Ολλανδία	2003-2007	0.2300	-0.0030	-0.0013	-0.0351	0.2095
		(0)	(0.5683)	(0.9643)	(0)	
Ολλανδία	2009-2013	0.1067	-0.0031	-0.0313	-1.1084	0.4919
		(0)	(0.0769)	(0.2447)	(0)	
Σουηδία	2003-2007	0.2229	-0.0084	-0.0171	-0.0600	0.4259
		(0)	(0)	(0.0672)	(0)	
Σουηδία	2009-2013	0.2175	-0.0080	0.0208	-0.2333	0.1469
		(0)	(0)	(0.2454)	(0)	

⁴ Οι παρενθέσεις δηλώνουν την τιμή του p-value για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%

Γενικότερα, αναμενόταν η κρίση του 2008 να «διορθώσει» την αστοχία στην τιμολόγηση των μετοχών από τους αναλυτές και επενδυτές θεωρώντας ότι θα γίνουν πιο επιφυλακτικοί, με συνέπεια να αξιολογούν καλύτερα την πληροφορία που παίρνουν από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών, μειώνοντας ή εξαλείφοντας έτσι αυτό το φαινόμενο. Αντίθετα, το φαινόμενο αυτό γίνεται εντονότερο σε χώρες όπως η Γερμανία (από -0.0260 σε -0.0556), η Ολλανδία (από -0.0351 σε -1.1084) και Σουηδία (-0.0600 σε -0.2333) οι οποίες αποτελούν χώρες μετρίου και υψηλού επιπέδου εμπιστοσύνης σύμφωνα με τον πίνακα 3. Σχεδόν ανεπηρέαστο έμεινε το Ηνωμένο Βασίλειο (από 0.0072 σε 0.0065). Στην Ελλάδα και την Ισπανία δεν μπορεί να βγει κάποιο συμπέρασμα, καθώς οι τιμές του συντελεστή α_3 της κάθε χώρας είναι στατιστικά μη σημαντικές. Στη μόνη χώρα που παρατηρείται σημαντική διόρθωση, και για την ακρίβεια, εξάλειψη του φαινομένου μετά το 2008, είναι στην Νορβηγία (από -0.2666 σε 0.2162).

9.2 Με βάση τα «Παραδοσιακά Δεδουλευμένα Κέρδη» (TACC)

Στον πίνακα 5 παραθέτονται τα αποτελέσματα των συντελεστών του εκτιμηθέντος μοντέλου.

Με αυτό τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων, το 78% των χωρών έχουν στατιστικά διάφορο του μηδενός συντελεστή α_3 .

Την πρώτη περίοδο, αρνητική σχέση μεταξύ των μελλοντικών αποδόσεων και των παραδοσιακών δεδουλευμένων εμφανίζεται στην Γαλλία (-1.5907), το Ηνωμένο Βασίλειο (-1.6625), την Ιταλία (-0.4799), την Νορβηγία (-0.2688) και την Σουηδία (-0.6651). Στην Γερμανία (0.3309) και την Ολλανδία (1.6200) υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των μελλοντικών αποδόσεων και των Παραδοσιακών Δεδουλευμένων Κερδών, ενώ για την Ελλάδα και την Ισπανία οι τιμές του επιμέρους συντελεστή είναι μη διάφορες του μηδενός.

Το φαινόμενο είναι εντονότερο σε χώρες με χαμηλό δείκτη εμπιστοσύνης (Γαλλία & Ηνωμένο Βασίλειο) και από ανεπαίσθητο έως ανύπαρκτο σε χώρες με υψηλό δείκτη εμπιστοσύνης. Συνεπώς, με αυτόν τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων για την χρονική περίοδο πριν την

κρίση του 2008, οι τιμές του συντελεστή δεν επιβεβαιώνουν την παραδοχή ότι το φαινόμενο είναι πιο έντονο σε χώρες με υψηλή εμπιστοσύνη.

Την περίοδο 2009-2013, η ανωμαλία υπάρχει στο 67% των χωρών του δείγματος (6 από 9). Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι από τις έξι αυτές χώρες που εμφανίζεται, στις πέντε έγινε εντονότερο. Συγκεκριμένα στην Γαλλία (από -1.5907 σε -2.3112), την Γερμανία (από 0.3309 σε -0.7776), την Ιταλία (από -0.4799 σε -3.7198), την Ολλανδία (από 1.6200 σε -1.0415) και την Σουηδία (από -0.6651 σε -2.5639). ενώ μόλις σε μία μειώθηκε (Ηνωμένο Βασίλειο από -1.6625 σε -0.0176). Εξάλειψη παρατηρήθηκε μόνο στη Νορβηγία.

Για την περίοδο 2003-2007, το φαινόμενο είναι ιδιαίτερα έντονο στο Ηνωμένο Βασίλειο (-1.6625) και τη Γαλλία (-1.5907), οι οποίες αποτελούν χώρες με χαμηλό δείκτη εμπιστοσύνης, ενώ μετά το 2008 στην πρώτη γίνεται εντονότερο, ενώ στη δεύτερη μετριάζεται. Σε δύο από τις τρεις χώρες με υψηλό δείκτη εμπιστοσύνης, κατά την μετάβαση από την πρώτη στη δεύτερη περίοδο το φαινόμενο γίνεται εντονότερο. Όπως και στην περίπτωση των «Απλών Δεδουλευμένων Κερδών», έτσι και στη περίπτωση των «Παραδοσιακών Δεδουλευμένων Κερδών», δεν φαίνεται για το χρονικό διάστημα 2003-2007 να παίζει σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση του φαινομένου το επίπεδο εμπιστοσύνης, και μοιάζει να είναι τυχαίο γεγονός, ενώ κατά την δεύτερη περίοδο επαληθεύεται η αρνητική σχέση μεταξύ του φαινομένου και του δείκτη εμπιστοσύνης.

9.3 Με βάση τα «Ποσοστιαία Δεδουλευμένα Κέρδη» (PACC)

Στον πίνακα 6 παρουσιάζονται οι τιμές των συντελεστών του μοντέλου παλινδρόμησης, το οποίο συντίθεται με τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων με την «Ποσοστιαία» εκτίμηση. Με αυτόν τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων, οι τιμές του συντελεστή προκύπτουν στατιστικά διάφορες του μηδενός για το 31% του δείγματος.

Για το χρονικό διάστημα πριν το 2008, σε καμία από τις χώρες του δείγματος δεν προκύπτει ύπαρξη της αρνητικής σχέσης μεταξύ των ποσοστιαίων δεδουλευμένων και των μελλοντικών αποδόσεων.

Το ίδιο ισχύει και για την περίοδο 2009-2013. Με αυτόν τον τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων, φαίνεται να μην εμφανίζεται αρνητική σχέση μεταξύ των δεδουλευμένων κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων για τα εν λόγω χρονικά διαστήματα, καθώς ο συντελεστής των επεξηγηματικής μεταβλητής PACC είναι για κάθε χώρα και για κάθε χρονικό διάστημα θετική.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πίνακας 5 : $RET = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE + \alpha_2 * BM + \alpha_3 * TACC + \varepsilon_i$						
TACC ⁵	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	α_0	α_1	α_2	α_3	R ²
Γαλλία	2003-2007	0.5419	-0.0369	0.0403	-1.5907	0.2735
		(0)	(0)	(0.0543)	(0)	
Γαλλία	2009-2013	0.0320	0.0054	0.0026	-2.3112	0.2103
		(0.1074)	(0.0009)	(0.894)	(0)	
Γερμανία	2003-2007	0.2991	-0.0232	0.0098	0.3309	0.1465
		(0)	(0)	(0.28)	(0.0057)	
Γερμανία	2009-2013	0.0075	0.0189	0.0117	-0.7776	0.2579
		(0.5432)	(0)	(0.435)	(0)	
Ελλάδα	2003-2007	0.0975	-0.0048	0.0170	-0.0258	0.1967
		(0.0568)	(0.344)	(0.5654)	(0.8724)	
Ελλάδα	2009-2013	0.1419	-0.0135	-0.0478	0.0069	0.1827
		(0)	(0)	(0.0039)	(0.9687)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.3110	-0.0132	-0.0203	-1.6625	0.3895
		(0)	(0)	(0.0005)	(0)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2009-2013	0.2019	-0.0023	-0.0176	-0.1025	0.1443
		(0)	(0.0217)	(0.0326)	(0.0364)	
Ισπανία	2003-2007	0.4363	-0.0084	-0.2680	0.2447	0.1924
		(0.0002)	(0.3584)	(0.0303)	(0.3944)	
Ισπανία	2009-2013	0.3555	-0.0336	0.0403	1.2512	0.4336
		(0)	(0)	(0.1618)	(0.1339)	
Ιταλία	2003-2007	0.1176	-0.0061	-0.0004	-0.4799	0.0572
		(0)	(0.0001)	(0.973)	(0.0013)	
Ιταλία	2009-2013	0.0986	-0.0065	0.0204	-3.7198	0.4864
		(0)	(0)	(0.0403)	(0)	
Νορβηγία	2003-2007	0.3447	-0.0197	-0.0769	-0.2688	0.2182
		(0)	(0)	(0.0053)	(0)	
Νορβηγία	2009-2013	0.1643	-0.0059	-0.0249	0.4076	0.2224
		(0)	(0)	(0.2749)	(0)	
Ολλανδία	2003-2007	0.1958	-0.0026	0.0002	1.6200	0.1296
		(0.0008)	(0.6432)	(0.9941)	(0)	
Ολλανδία	2009-2013	0.1652	-0.0026	-0.0525	-1.0415	0.1517
		(0)	(0.2931)	(0.1317)	(0)	
Σουηδία	2003-2007	0.2598	-0.0103	-0.0305	-0.6651	0.1923
		(0)	(0)	(0.0058)	(0)	
Σουηδία	2009-2013	0.2382	-0.0021	0.0167	-2.5639	0.2052
		(0)	(0.1167)	(0.336)	(0)	

⁵ Οι παρενθέσεις δηλώνουν την τιμή του p-value για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%

Πίνακας 6: $RET = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE + \alpha_2 * BM + \alpha_3 * PACC + \varepsilon_i$						
PACC ⁶	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	α_0	α_1	α_2	α_3	R ²
Γαλλία	2003-2007	0.2757	-0.0262	0.0293	0.5696	0.4586
		(0)	(0)	(0.1047)	(0)	
Γαλλία	2009-2013	0.0667	-0.0047	0.0008	0.6975	0.4839
		(0)	(0)	(0.9608)	(0)	
Γερμανία	2003-2007	0.2948	-0.0229	0.0095	0.0769	0.1749
		(0)	(0)	(0.2858)	(0)	
Γερμανία	2009-2013	0.0321	0.0154	0.0151	0.0430	0.2344
		(0.0091)	(0)	(0.3233)	(0.0037)	
Ελλάδα	2003-2007	0.0894	-0.0053	0.0232	0.0163	0.2040
		(0.0762)	(0.2929)	(0.4317)	(0.0058)	
Ελλάδα	2009-2013	0.1184	-0.0117	-0.0488	0.1076	0.2596
		(0)	(0)	(0.002)	(0)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.2894	-0.0235	-0.0183	0.0601	0.1631
		(0)	(0)	(0.0077)	(0)	
Ηνωμένο Βασίλειο	2009-2013	0.2068	-0.0039	-0.0169	0.0297	0.1545
		(0)	(0)	(0.0386)	(0)	
Ισπανία	2003-2007	0.4456	-0.0080	-0.2701	0.0071	0.1908
		(0.0002)	(0.3814)	(0.0312)	(0.5215)	
Ισπανία	2009-2013	0.2054	-0.0212	0.0374	0.1624	0.2589
		(0)	(0)	(0.1607)	(0)	
Ιταλία	2003-2007	0.0936	-0.0061	-0.0007	0.0055	0.0517
		(0)	(0.0002)	(0.9512)	(0.0685)	
Ιταλία	2009-2013	-0.0634	0.0038	0.0238	0.8731	0.7851
		(0)	(0)	(0.0002)	(0)	
Νορβηγία	2003-2007	0.3451	-0.0185	-0.0653	0.0003	0.1500
		(0)	(0)	(0.023)	(0.9643)	
Νορβηγία	2009-2013	0.1956	-0.0065	-0.0490	0.0094	0.1166
		(0)	(0)	(0.0433)	(0.074)	
Ολλανδία	2003-2007	0.2318	-0.0053	-0.0041	0.0154	0.0884
		(0.0001)	(0.3457)	(0.8927)	(0.2366)	
Ολλανδία	2009-2013	0.1738	-0.0083	-0.0320	0.0986	0.1585
		(0)	(0.0003)	(0.3563)	(0)	
Σουηδία	2003-2007	0.2275	-0.0133	-0.0369	-0.0020	0.1141
		(0)	(0)	(0.0015)	(0.6782)	
Σουηδία	2009-2013	0.1965	-0.0058	0.0176	0.0029	0.0913
		(0)	(0)	(0.3424)	(0.1249)	

⁶ Οι παρενθέσεις δηλώνουν την τιμή του p-value για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%

10. Συγκριτικά Αποτελέσματα

Σε ένα λιγότερο αυστηρό πλαίσιο, τα αποτελέσματα των συντελεστών της επεξηγηματικής μεταβλητής των δεδουλευμένων κερδών είναι παρόμοια στους δύο από τους τρεις τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων. Πιο συγκεκριμένα, για την πρώτη χρονική περίοδο μεταξύ των τιμών των δεδουλευμένων που προκύπτουν από τις μεθόδους ACC και TACC, εμφανίζεται ένας θετικός συντελεστής συσχέτισης της τάξης του 0.48. Αντίθετα, μεταξύ των τιμών των δεδουλευμένων για τις μεθόδους ACC και PACC είναι -0.94, ενώ με τις μεταξύ των TACC και PACC είναι -0.5.

Για την δεύτερη περίοδο, τα αποτελέσματα αποκλίνουν ακόμη περισσότερο με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε διαφορετικά συμπεράσματα κάθε φορά.

Σε ότι αφορά τον «παράγοντα» κρίση σε σχέση με την επίδραση που είχε στην εμφάνιση αρνητικής σχέσης μεταξύ των δεδουλευμένων κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων καθώς και στην ένταση του φαινομένου, εμφανίστηκε η τάση στις χώρες με υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης το φαινόμενο (η αρνητική σχέση των μελλοντικών αποδόσεων σε σχέση με τα δεδουλευμένα κέρδη) να γίνεται πιο έντονο με βάση τα ACC και TACC τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων συγκριτικά με την εποχή προ κρίσης, όπως στην Σουηδία, Ολλανδία και Γερμανία. Σε χώρες που έχουν τιμές που αντιστοιχούν σε μέτριο και χαμηλό επίπεδο εμπιστοσύνης, η εμφάνιση του φαινομένου έμεινε σχεδόν ανεπηρέαστη.

11. Αντισταθμιστική Επενδυτική Στρατηγική Χαρτοφυλακίων

Ο Sloan (1996) εφαρμόζοντας αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική στις χώρες στις οποίες εμφανιζόταν το φαινόμενο της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών, έδειξε ότι ακολουθώντας συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική μπορεί να αποκομίσει υπερκανονικά κέρδη, ειδικά κατά το διάστημα ανακοίνωσης των περιοδικών οικονομικών στοιχείων των εταιριών, δείχνοντας την μη ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς.

Σκοπός της ενότητας αυτής, είναι να εξετάσει τη παραπάνω παραδοχή στις ευρωπαϊκές χώρες Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Ισπανία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία. Επιπλέον, θα εξετασθεί εάν προκύπτει εμφανή σχέση μεταξύ αυτής της παραδοχής και του επιπέδου εμπιστοσύνης που υπάρχει για κάθε χώρα.

Για τον έλεγχο των παραπάνω, συνοπτικά, πρέπει να υπολογιστεί η υπερκανονική/μη κανονική απόδοση κάθε μετοχής για κάθε περίοδο, να σχηματιστούν χαρτοφυλάκια με βάση το μέγεθος των δεδουλευμένων στοιχείων για κάθε χρονική περίοδο, να υπολογιστεί η υπερκανονική απόδοση αυτών των χαρτοφυλακίων και έπειτα να υπολογιστεί η απόδοση της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής .

11.1 Υπολογισμός Υπερκανονικών Αποδόσεων

Στα πλαίσια του παραπάνω ελέγχου, έπρεπε να υπολογισθεί για κάθε χώρα, η υπερκανονική (ή μη κανονική) απόδοση της κάθε εταιρίας (ARET) για κάθε έτος. Αφού υπολογίστηκε η απόδοση κάθε εταιρίας για κάθε χώρα, με το πέρας του δευτέρου τριμήνου κάθε έτους (διάστημα στο οποίο καλούνται όλες οι εισηγμένες να έχουν δημοσιεύσει τα οικονομικά στοιχεία του προηγούμενου έτους) έπρεπε να υπολογιστεί και η απόδοση του αντιπροσωπευτικού χαρτοφυλακίου στο οποίο ανήκει η εκάστοτε μετοχή, ώστε να υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις.

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων των αντιπροσωπευτικών χαρτοφυλακίων κάθε χώρας, για κάθε έτος γίνεται ταξινόμηση των εταιριών με

βάση το μέγεθος της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης τους (SIZE) και χωρίζονται σε τέσσερα, ίσα σε πλήθος εταιριών, χαρτοφυλάκια. Έπειτα, σε κάθε ένα από αυτά τα τέσσερα χαρτοφυλάκια, γίνεται ταξινόμηση των εταιριών με βάση τον δείκτη Λογιστική προς Χρηματιστηριακή Αξία (BM) και χωρίζονται σε τέσσερα επιμέρους και ισόποσα σε πλήθος εταιριών χαρτοφυλάκια. Δηλαδή, για κάθε χώρα για κάθε έτος, σχηματίζονται με βάση την προαναφερθείσα διαδικασία 16 αντιπροσωπευτικά χαρτοφυλάκια, στα οποία η απόδοσή τους υπολογίζετε ως η μέση απόδοση των εταιριών που συνέθεταν το κάθε ένα από αυτά, με την απλούστευση ότι όλες οι εταιρίες συμμετέχουν κατά το ίδιο ποσοστό. Τέλος, για τον υπολογισμό των υπερκανονικών ή μη κανονικών αποδόσεων για κάθε εταιρία (ARET) για κάθε έτος, χρησιμοποιείτε η διαφορά μεταξύ της ετήσιας απόδοσης της κάθε εταιρίας με την ετήσια απόδοση του αντιπροσωπευτικού χαρτοφυλακίου στο οποίο άνηκε την εν λόγω περίοδο.

11.2 Σχηματισμός Χαρτοφυλακίων Δεδουλευμένων Κερδών

Για το σύνολο των εταιριών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο κάθε χώρας για κάθε έτος, αφού υπολογίστηκαν οι υπερκανονικές ή μη κανονικές κατά περίπτωση αποδόσεις, τότε ταξινομήθηκαν με βάση τις τιμές των δεδουλευμένων κερδών (ξεχωριστά και ανεξάρτητα για κάθε τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη). Ακολουθώντας, και δεδομένου του πλήθους των εταιριών, σχηματίστηκαν για κάθε έτος πέντε χαρτοφυλάκια, όπου το καθένα περιλαμβάνει το 20% των διαδοχικών εταιριών με βάση την «επίδοσή» τους ως προς τα ετήσια δεδουλευμένα κέρδη.

Η υπερκανονική ή μη κανονική ετήσια απόδοση των χαρτοφυλακίων, υπολογίστηκε ως η μέση ετήσια υπερκανονική απόδοση των εταιριών που συνθέτουν το χαρτοφυλάκια, με υπόθεση ότι κάθε μετοχή φέρει το ίδιο ποσοστό συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο.

Για τον υπολογισμό των υπεραποδόσεων του κάθε ενός χαρτοφυλακίου για κάθε μία από τις εννέα χώρες για τις χρονικές περιόδους 2003-2007 (πρώτη περίοδος) και 2009-2013 (δεύτερη περίοδος),

χρησιμοποιήθηκε η μέση τιμή των ετήσιων υπεραποδόσεων που είχε το κάθε ένα χαρτοφυλάκιο για τα έτη της κάθε περιόδου.

11.3 Εφαρμογή Αντισταθμιστικής Επενδυτικής Στρατηγικής

Στα πλαίσια μιας απλής αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής μηδενικής επένδυσης, παίρνουμε θέση πωλητή (Short) στο χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από εταιρίες με πολύ υψηλά δεδουλευμένα κέρδη, το οποίο αναμένεται να έχει χαμηλή μέση απόδοση στο αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα, και θέση αγοραστή (Long) στο χαρτοφυλάκιο με πολύ χαμηλά δεδουλευμένα κέρδη, το οποίο προσδοκάτε ότι θα έχει μέση απόδοση την αμέσως επόμενη περίοδο, υψηλότερη από τον μέσο όρο.

Στους πίνακες 7 έως 9, εμφανίζονται οι υπερκανονικές αποδόσεις των ακραίων, ως προς το επίπεδο των δεδουλευμένων κερδών, χαρτοφυλακίων για κάθε έναν από τους τρόπους υπολογισμού των δεδουλευμένων που χρησιμοποιούνται στην παρούσα μελέτη.

Στην τελευταία στήλη (Υπερκανονική Απόδοση) εμφανίζεται η απόδοση που θα αποκόμιζε ένας επενδυτής εάν εφαρμόζε μία απλή αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική για κάθε χρονική περίοδο σε κάθε μία από τις εννέα χώρες.

Επιπλέον, εμφανίζεται η μέση απόδοση κάθε ακραίου χαρτοφυλακίου και της επενδυτικής στρατηγικής στο σύνολο των χωρών για κάθε χρονικό διάστημα, υποθέτοντας ίσο ποσοστό συμμετοχής για κάθε ευρωπαϊκή χώρα.

Για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων των ακραίων χαρτοφυλακίων και της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για το σύνολο των χωρών, ακολουθήθηκε η ίδια ακριβώς διαδικασία που εφαρμόστηκε για τον υπολογισμό των αντίστοιχων πεδίων για κάθε χώρα. Δηλαδή, το δείγμα των εταιριών αποτελείται από το σύνολο των εταιριών που διαπραγματεύονται στη κεφαλαιαγορά κάθε χώρας.

Στον πίνακα 7 για την χρονική περίοδο 2003-2007 με την μέθοδο ACC, οι υπερκανονικές αποδόσεις είναι θετικές σε έξι από τις εννέα χώρες. Στην Ισπανία εμφανίζεται η υψηλότερη τιμή στην επενδυτική στρατηγική

αντιστάθμισης, 0.189, με το Ηνωμένο Βασίλειο (0.186) να είναι πολύ κοντά. Και οι δύο αποτελούν χώρες με μέτριο και χαμηλό αντίστοιχα επίπεδο εμπιστοσύνης. Οι υπόλοιπες χώρες που ανήκουν στη κλάση μέτριας εμπιστοσύνης, εμφανίζουν αρνητικές υπεραποδόσεις, όπως η Γερμανία (-0.014) και η Ιταλία (-0.049). Στις χώρες με χαμηλή εμπιστοσύνη, η Γαλλία (0.031) πετυχαίνει θετική υπεραπόδοση, ενώ η Ελλάδα αρνητική (-0.030).

Σημαντικό είναι πως για την ίδια χρονική περίοδο, στο δείγμα των χωρών που αντιπροσωπεύουν χώρες με υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης, στο σύνολό τους εμφανίζουν θετικές υπεραποδόσεις (Νορβηγία, Ολλανδία, Σουηδία).

Πίνακας 7: ACC				
Χώρα	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	Χαρτοφυλάκιο με Χαμηλά Δεδουλευμένα	Χαρτοφυλάκιο με Υψηλά Δεδουλευμένα	Υπερκανονική απόδοση
Γαλλία	2003-2007	0.127	0.096	0.031
	2009-2013	0.098	0.068	0.030
Γερμανία	2003-2007	0.011	0.025	-0.014
	2009-2013	0.037	-0.002	0.038
Ελλάδα	2003-2007	-0.010	0.020	-0.030
	2009-2013	0.077	-0.052	0.129
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.142	-0.045	0.186
	2009-2013	0.122	0.102	0.021
Ισπανία	2003-2007	0.270	0.081	0.189
	2009-2013	0.040	0.124	-0.085
Ιταλία	2003-2007	0.061	0.110	-0.049
	2009-2013	0.007	0.063	-0.056
Νορβηγία	2003-2007	0.303	0.293	0.010
	2009-2013	0.067	0.073	-0.006
Ολλανδία	2003-2007	0.167	0.072	0.095
	2009-2013	0.129	-0.005	0.134
Σουηδία	2003-2007	0.199	0.138	0.061
	2009-2013	0.145	0.046	0.099
Μέσος όρος Χωρών	2003-2007	0.141	0.088	0.053
	2009-2013	0.065	0.061	0.004
Όλες οι Χώρες	2003-2007	0.079	-0.011	0.091
	2009-2013	0.059	0.082	-0.023

Για την δεύτερη περίοδο, θετικές υπεραποδόσεις πετυχαίνουν πέντε από τις εννέα χώρες, μεταξύ αυτών και η Ελλάδα. Η κρίση του 2008, φαίνεται να έκανε εντονότερο το φαινόμενο στις χώρες με υψηλό δείκτη εμπιστοσύνης, καθώς στη Σουηδία και Ολλανδία εμφανίζεται θετική υπεραπόδοση της τάξης του 10% και 13.4% αντίστοιχα, ενώ για την Νορβηγία (-0.006)) φαίνεται η στρατηγική της αντιστάθμισης να μην έχει το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Αξίζει να σημειωθεί πώς, η εφαρμογή της στρατηγικής την χρονική περίοδο πριν την κρίση του 2008 στο σύνολο των χωρών δίνει θετική υπεραπόδοση 9.1%, ενώ μετά την κρίση η υπεραπόδοση γίνεται -2.3%.

Πίνακας 8: TACC				
Χώρα	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	Χαρτοφυλάκιο με Χαμηλά Δεδουλευμένα	Χαρτοφυλάκιο με Υψηλά Δεδουλευμένα	Υπερκανονική απόδοση
Γαλλία	2003-2007	0.104	0.098	0.006
	2009-2013	0.081	0.076	0.006
Γερμανία	2003-2007	0.013	0.029	-0.017
	2009-2013	0.033	0.011	0.023
Ελλάδα	2003-2007	-0.016	0.037	-0.054
	2009-2013	0.103	-0.008	0.111
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.047	0.013	0.035
	2009-2013	0.131	0.101	0.029
Ισπανία	2003-2007	0.186	0.054	0.131
	2009-2013	0.079	0.166	-0.087
Ιταλία	2003-2007	0.068	0.055	0.013
	2009-2013	0.004	0.055	-0.052
Νορβηγία	2003-2007	0.266	0.142	0.124
	2009-2013	0.064	0.026	0.039
Ολλανδία	2003-2007	0.143	0.056	0.087
	2009-2013	-0.077	0.142	-0.219
Σουηδία	2003-2007	0.213	0.101	0.112
	2009-2013	0.104	0.013	0.092
Μέσος όρος Χωρών	2003-2007	0.114	0.065	0.049
	2009-2013	0.058	0.065	-0.007
Όλες οι Χώρες	2003-2007	0.068	0.054	0.014
	2009-2013	0.111	0.037	0.074

Με τον τρόπο υπολογισμού των παραδοσιακών δεδουλευμένων (TACC, βλέπε πίνακα 8) σε επτά από τις εννέα χώρες για την πρώτη περίοδο εμφανίζονται θετικές υπεραποδόσεις, με υψηλότερη τιμή και πάλι στην Ισπανία (0.131) η οποία όμως είναι μη στατιστικά σημαντική. Αξιοσημείωτο είναι ότι, και με την μέθοδο TACC, επιβεβαιώνεται η παραδοχή ότι σε χώρες με υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης, το φαινόμενο της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων είναι πιο έντονο, όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα της στρατηγικής αντισταθμισμένων χαρτοφυλακίων των χωρών Νορβηγία (0.1240), Σουηδία (0.112) και Ολλανδία (0.087) που έχουν τις υψηλότερες τιμές από όλες τις υπόλοιπες χώρες.

Στο δεύτερο υπό εξέταση χρονικό διάστημα, περιορίζεται η ένταση του φαινομένου στις «έμπιστες» χώρες και στην περίπτωση της Ολλανδίας εξαλείφεται, ενώ κάνει την εμφάνισή του στην Γερμανία (από -0.017 πριν την κρίση σε 0.023 μετά την κρίση).

Τα αποτελέσματα των επιδόσεων της στρατηγικής με την μέθοδο PACC (πίνακα 9), συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό με αυτά την μέθοδο TACC.

Στην Γαλλία, πριν και μετά την κρίση η υπεραπόδοση είναι κοντά στο μηδέν και με τις δύο μεθόδους. Στην χρονική περίοδο 2003-2007 το φαινόμενο είναι εντονότερο στις χώρες με υψηλότερο επίπεδο εμπιστευτικότητας (Νορβηγία (0.208), Ολλανδία (0.111) και Σουηδία (0.095)) σε σχέση με αυτές με χαμηλότερη εμπιστοσύνη (Ελλάδα (-0.093), Ηνωμένο Βασίλειο (-0.035)).

Η κρίση του 2008, φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά μόνο την Νορβηγία (μεταβολή στην υπεραπόδοση του χαρτοφυλακίου -180%) και την Ισπανία (από 0.132 σε -0.098).

Στο συμπέρασμα ότι η κρίση δεν επηρέασε την εμφάνιση του φαινομένου της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων στις υπο εξέταση χώρες, μπορούμε να καταλήξουμε παρατηρώντας τις υπεραποδόσεις της εν λόγω στρατηγικής για τα χρονικά διαστήματα στο σύνολο των χωρών (-0.056 σε -0.050).

Πίνακας 9: PACC				
Χώρα	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	Χαρτοφυλάκιο με Χαμηλά Δεδουλευμένα	Χαρτοφυλάκιο με Υψηλά Δεδουλευμένα	Υπερκανονική απόδοση
Γαλλία	2003-2007	0.095	0.100	-0.005
	2009-2013	0.076	0.080	-0.004
Γερμανία	2003-2007	0.023	0.017	0.007
	2009-2013	0.025	0.021	0.004
Ελλάδα	2003-2007	-0.069	0.024	-0.093
	2009-2013	-0.116	0.125	-0.241
Ηνωμένο Βασίλειο	2003-2007	0.079	0.114	-0.035
	2009-2013	0.153	0.124	0.029
Ισπανία	2003-2007	0.230	0.098	0.132
	2009-2013	0.076	0.174	-0.098
Ιταλία	2003-2007	0.098	0.080	0.018
	2009-2013	0.012	0.065	-0.053
Νορβηγία	2003-2007	0.207	-0.001	0.208
	2009-2013	0.038	0.204	-0.166
Ολλανδία	2003-2007	0.167	0.057	0.111
	2009-2013	-0.019	0.081	-0.101
Σουηδία	2003-2007	0.210	0.115	0.095
	2009-2013	0.096	0.002	0.094
Μέσος όρος Χωρών	2003-2007	0.116	0.067	0.049
	2009-2013	0.038	0.097	-0.059
Όλες οι Χώρες	2003-2007	0.065	0.121	-0.056
	2009-2013	0.063	0.113	-0.050

12. Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διερευνήσει την ύπαρξη της αρνητικής σχέσης μεταξύ των μελλοντικών αποδόσεων και των δεδουλευμένων κερδών όπως προτάθηκε από τον Sloan (1996) είτε αυτά υπολογίζονται με την απλή μέθοδο των δεδουλευμένων κερδών είτε με την παραδοσιακή είτε με την ποσοστιαία για εννέα ευρωπαϊκές χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Ισπανία, Νορβηγία, Ολλανδία και Σουηδία). Η μελέτη περιορίστηκε στα χρονικά διαστήματα πριν και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι με την μέθοδο ACC, αυτή η σχέση εμφανίζεται σε έξι από τις εννέα χώρες κατά το χρονικό διάστημα πριν την κρίση του 2008, αντικρούοντας την παραδοχή που την θέλει να είναι πιο έντονη σε χώρες που έχουν υψηλότερη τιμή του παράγοντα εμπιστοσύνη, όπως αναφέρουν σε μελέτη τους οι Παπαναστασόπουλος και Τσιριτάκης (2008). Επεκτείνοντας την μελέτη κατά το χρονικό διάστημα μετά το 2008, αναμενόταν πώς η κρίση θα «διόρθωνε» την αστοχία στην τιμολόγηση των μετοχών από τους αναλυτές και επενδυτές θεωρώντας ότι θα γίνουν πιο επιφυλακτικοί, με συνέπεια να αξιολογούν καλύτερα την πληροφορία που παίρνουν από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών, μειώνοντας ή εξαλείφοντας έτσι αυτό το φαινόμενο. Πράγματι, φαίνεται να περιορίζεται η εμφάνισή της ανωμαλίας παρατηρώντας το σύνολο των χωρών, όμως εστιάζοντας την προσοχή σε χώρες με βάση το επίπεδο εμπιστοσύνης, γίνεται αντιληπτό ότι όσο μεγαλύτερη είναι η εμπιστοσύνη σε μία χώρα τόσο πιο έντονο έγινε το φαινόμενο. Αυτό επιβεβαιώνεται κοιτώντας τις υπερκανονικές αποδόσεις των αντισταθμισμένων χαρτοφυλακίων για τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα των επιμέρους χωρών, όπως στην Ολλανδία (από 0.095 σε 0.134) και την Σουηδία (από 0.061 σε 0.099).

Ακολουθώντας τον παραδοσιακό τρόπο υπολογισμού των δεδουλευμένων για το πρώτο χρονικό διάστημα, παρατηρείτε εμφάνιση του φαινομένου σε πέντε χώρες, από τις οποίες στις τρεις προκύπτει το ίδιο αποτέλεσμα και με τη μέθοδο ACC. Δεν επιβεβαιώνεται η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της έντασης του φαινομένου και του επιπέδου εμπιστοσύνης για την πρώτη χρονική περίοδο, συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε

μελετώντας την περίοδο 2009-2013. Παρόλο που το φαινόμενο εμφανίζεται στην δεύτερη περίοδο σε περισσότερες χώρες, οι υπερκανονικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων αντιστάθμισης είναι σαφώς μικρότερες, κάτι που αποτελεί ένδειξη αλλά όχι απόδειξη ότι η κρίση του 2008 επηρέασε τον τρόπο τιμολόγησης των μετοχών.

Ελέγχοντας την εμφάνιση της ανωμαλίας στις δύο χρονικές περιόδους με την μέθοδο των ποσοστιαίων δεδουλευμένων, τα αποτελέσματα που προκύπτουν δεν συνάδουν με αυτά των άλλων δύο μεθόδων, αφού σε καμία χώρα τα αποτελέσματα δεν μαρτυρούν την ύπαρξη της ανωμαλίας.

Συνεπώς, ο τρόπος με τον οποίο εκτιμούν οι αναλυτές το μέγεθος των δεδουλευμένων, μπορεί να επηρεάσει την τιμολόγηση και άρα την εμφάνιση του φαινομένου της Ανωμαλίας των Δεδουλευμένων Κερδών.

Αυτή η μελέτη δημιούργησε ερωτήματα που σχετίζονται με το πώς μια χρηματοπιστωτική κρίση επιδρά στην τιμολόγηση των μετοχών, με την έννοια εάν μπορεί να εξαλείψει ανωμαλίες όπως η αρνητική σχέση μεταξύ μελλοντικών αποδόσεων και των δεδουλευμένων στοιχείων των κερδών, που αναγνωρίζονται ότι υπάρχουν και εάν επηρεάζεται η εμφάνιση και η έντασή τους από παράγοντες όπως η εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές για αυτές τις χώρες ή από άλλους μακροοικονομικούς ή νομισματικής φύσης παράγοντες, βοηθώντας με αυτόν τον τρόπο στην καλύτερη κατανόηση της ανωμαλίας των δεδουλευμένων κερδών.

Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα της μελέτης, στις χώρες που εμφανίζεται η Ανωμαλία των Δεδουλευμένων Κερδών, η εκάστοτε αγορά χαρακτηρίζεται από αναποτελεσματικότητα, σημάδι που δείχνει πως η αποτελεσματικότητα της αγοράς μπορεί να χαρακτηριστεί ως κυρίαρχος παράγοντας στην ερμηνεία σχετικά με τους λόγους εμφάνισης της εν λόγω ανωμαλίας.

13. Βιβλιογραφία

Abarbanell J. and Kim S. (2010), ' Why Returns on Earnings Announcement Days are More Informative than Other Days',

Abarbanell, J., and B. Bushee. (1998), 'Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy.' *The Accounting Review*, Vol. 73, pp 19-45.

Ali A., Hwang L. and Trombley M. (2003), 'Arbitrage risk and the book-to-market anomaly', *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp 355-373

Beaver, W., R. Lambert and G. Ryan, (1987), 'The information content of security prices-A Second Look', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 139-157.

Beaver, W., R. Lambert, and S. Ryan. (1987), 'The Information Content of Security Prices: A Second Look.' *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp 139-57.

Bjørnskov C. (2006), 'Determinants of generalized trust: A cross-country Cambell J. and Shiller P. (1989), 'The Dividend Price Ratio and the Expectations of Future Dividends and Discount Factors', *The Review of Financial Studies*, Vol. 1, pp195-228

Collins, D. Li, O. and Xie H. (2007) 'What Drives the Increased Informativeness of Earnings Announcements Over Time?', *Review of Accounting Studies*, (Forthcoming)

Collins, D. W., M. Pincus, and H. Xie. (1999). 'Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Negative Earnings.', *Accounting Review*, Vol. 74, pp 29–61

Collins, D., and S. P. Kothari. (1989), 'An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients.' *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp 143-81.

Collins, D., O. Li, and H. Xie, (2009), 'What Drives the Increased Informativeness of Earnings Announcements Over Time?' *Review of Accounting Studies*, Vol. 14, pp. 1-30.

Collins, D., S. P. Kothari, and J. D. Rayburn. (1987), 'Firm Size and the Information Content of Prices with Respect to Earnings' *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp.111-38.

Comparison', *Public Choice*, Vol.130, pp.1–21

Dechow P., Hutton A., Meulbroek L. and Sloan R. (2001), 'Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns', *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, pp 77-106.

Fama E. and French K. (1995), 'Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns', *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp131-155.

Fama, E. F., and K. R. French, (1998), 'Value versus Growth: The International Evidence' *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1975-1999.

Fama, E. F., and K. R. French. (1993), 'Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.' *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-56.

Gennaioli N, Shleifer A & R Vishny (2015), 'Monet Doctor', *The Journal of Finance*, Vol. LXX, pp 1.

Hafzalla, N., Lundholm, R., & Van Winkle, M. (2011). 'Percent accruals.', *The Accounting Review*, Vol. 86, pp. 209–236.

Kothari, S. (2001) 'Capital markets research in accounting', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 105-231.

Kothari, S., Shanken, J., (1997), 'Book-to-Market, Dividend Yield, and Expected Market Returns: a Time-Series Analysis', *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, pp 169-203.

LaFond, R. (2005), 'Is the accrual anomaly a global anomaly?', Working Paper – Sloan School of Management.

Lamont O. (1998), 'Earnings and Expected Returns', *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp 1563-1587.

Landsman W. And Maydew E.(2002), 'Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?', *Journal of Accounting Research*, Vol. 40.

Lewellen J. (2004), 'Predicting returns with financial ratios', *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 209-235

Mashruwala, C., Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2006), 'Why is the accrual anomaly not arbitrated away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs', *Journal of Accounting and Economics*, 42, 3–33.

Ou J. and Penman S. (1989), 'Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices', *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, pp 111-144.

Papanastasopoulos G. (2014), 'Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets', *European Accounting Review*, Published online.

Papanastasopoulos G. and Tsiritakis E. (forthcoming), 'The Role of Regression Counting Distortions on the Accrual Anomaly: Evidence from European Equity Markets'.

Penman S. (1996), 'The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth', *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, pp 235-259.

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

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

Pontiff J. and Schall L. (1998), 'Book-to-market ratios as predictors of market returns', *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp 141-160

Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman, and I. Tuna, (2006), 'The implications of firm growth and accounting distortions for accruals and profitability', *The Accounting Review*, Vol. 81, pp 713-743.

Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I. (2005), 'Accrual reliability, earnings persistence and stock prices', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp 437-485.

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

Sloan, R. G. (1996). 'Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?' *The Accounting Review*, Vol. 71, 289-315.

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

Zhang, F., (2007), 'Accruals, investment, and the accruals anomaly', *The Accounting Review* Vol. 82, pp. 1333-1364