



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Χρηματοοικονομική και  
Τραπεζική Διοικητική

### **Διπλωματική Εργασία**

Το ενημερωτικό περιεχόμενο της ανακοίνωσης κερδών σε  
σχέση με τα accruals και τις καθαρές ταμιακές ροές



**Επιβλέπων καθηγητής: Εμμανουήλ Τσιριτάκης**

**Εισηγητής: Νικόλαος Πολίτης**

**Πειραιάς**

**Ιούλιος 2008**



Πανεπιστήμιο Πειραιώς  
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Χρηματοοικονομική και  
Τραπεζική Διοικητική

### **Διπλωματική Εργασία**

Το ενημερωτικό περιεχόμενο της ανακοίνωσης κερδών σε  
σχέση με τα actuals και τις καθαρές ταμιακές ροές

**Επιβλέπων καθηγητής: Εμμανουήλ Τσιριτάκης**

**Εισηγητής: Νικόλαος Πολίτης**

**Μέλη Επιτροπής: Νικόλαος Απέργης**

**Νικόλαος Τσαγκαράκης**

**Εμμανουήλ Τσιριτάκης**

Πειραιώς  
Ιούλιος 2008

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία αυτή εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κατά την περίοδο Μάρτιος – Ιούλιος 2008. Για την πραγματοποίηση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή, Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Εμμανουήλ Τσιριτάκη, διευθυντή του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών, καθώς χωρίς την πολύτιμη καθοδήγησή του δεν θα ήταν δυνατόν να ολοκληρωθεί. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον Λέκτορα Γεώργιο Παπαναστασόπουλο για τις ιδιαίτερα χρήσιμες συμβουλές του και τον Διδακτορικό φοιτητή Παναγιώτη Ασημακόπουλο ο οποίος συνεισέφερε ουσιαστικά στην εκπόνηση αυτής της μελέτης. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω των Γεώργιο Αληφαντή, Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή για τις συμβουλές τους και τις πολύτιμες γνώσεις λογιστικής που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών. Την παρούσα εργασία θα ήθελα να αφιερώσω στους γονείς μου για την αμέριστη συμπαράστασή τους όλα αυτά τα χρόνια.

## ΣΥΝΟΨΗ

Η παρούσα εργασία εντάσσεται στο χώρο έρευνας της χρηματοοικονομικής λογιστικής και ο σκοπός της είναι η διερεύνηση του ρόλου του λογιστικού μεγέθους των accruals. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται σε ποιο βαθμό τα accruals παρέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο στην προσπάθεια εκτίμησης της μελλοντικής πορείας των μετοχών ελληνικών εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιπρόσθετα από εκείνο των αντίστοιχων ταμιακών ροών.

Πολύ σημαντική συνεισφορά σε αυτόν τον τομέα της χρηματοοικονομικής λογιστικής έχουν τα ευρήματα της εργασίας του Sloan (1996) σε σχέση με τη διαφορετική σταθερότητα και την μη ορθή αποτίμηση από τους επενδυτές των συνιστωσών των λογιστικών κερδών, δηλαδή των accruals και των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, ο Sloan (1996) έδειξε ότι οι επενδυτές εστιάζονται και αποτιμούν ορθά τα λογιστικά κέρδη, αλλά δεν αποτιμούν ορθά την διαφορετική σταθερότητα και το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των συνιστωσών τους. Ειδικότερα οι επενδυτές μοιάζουν να μένουν προσκολλημένοι στα λογιστικά κέρδη και να αδυνατούν να αναγνωρίσουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals και των ταμιακών ροών καθώς, υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών). Συνέπεια αυτών είναι η δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accruals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Συνεπώς, προτείνεται μια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική η οποία περιλαμβάνει την αγορά των χαρτοφυλακίων με τα χαμηλά accruals και την πώληση εκείνων με τα υψηλά, η οποία αποφέρει υπερκανονικές αποδόσεις.

Αυτή η ιδιαιτερότητα των accruals (accrual anomaly) εξετάζεται αν εμφανίζεται και στην Ελλάδα όπως συμβαίνει σε άλλες πιο ανεπτυγμένες αγορές, οι οποίες συγκεντρώνουν περισσότερα από τα χαρακτηριστικά των αποτελεσματικών αγορών. Όμως, η συγκεκριμένη έρευνα προχωρά και ένα βήμα μπροστά καθώς εξετάζει ποια ήταν τα αποτελέσματα της υιοθέτησης των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, από τις εισηγμένες εταιρίες στο Χ.Α.Α., πάνω σε αυτό το ζήτημα και αν είχαν κάποια

διορθωτική επίδραση σε αυτή την ανωμαλία της αγοράς καθώς θα πρέπει να περιορίζουν την υποκειμενικότητα στην εκτίμηση των accruals.

Τα αποτελέσματα της έρευνας μας εντοπίζουν ένα παράδοξο φαινόμενο στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς φαίνεται να είναι δυνατή η επίτευξη υπερκανονικών αποδόσεων μέσω αυτής της στρατηγικής, όχι όμως με τρόπο όμοιο με εκείνο που προτείνεται για τις αγορές που θεωρούνται αποτελεσματικές, τουλάχιστον ως προς την ασθενή μορφή της αποτελεσματικότητας. Συγκεκριμένα, οι υπερκανονικές αποδόσεις για το χρονικό διάστημα 2001-2004 επιτυγχάνονται μέσω της αγοράς των χαρτοφυλακίων με τα υψηλά accruals και της πώλησης εκείνων με τα χαμηλά. Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη διεθνή βιβλιογραφία η οποία επικεντρώνεται κυρίως στην αγορά των Η.Π.Α. Επίσης, εμφανίζεται μια τάση συγκέντρωσης αυτών των υπερκανονικών αποδόσεων στον αντίστοιχο τρίτο μήνα κάθε τριμήνου εφαρμογής της στρατηγικής.

Στη συνέχεια η εργασία διαμορφώνεται ως εξής: Στο κεφάλαιο 1 αναλύεται το λογιστικό μέγεθος των accruals. Στο κεφάλαιο 2 παρατίθεται μια θεωρητική προσέγγιση των ταμιακών ροών. Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται μια ανασκόπηση της αρθρογραφίας σχετικά με τα accruals. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται το δείγμα μας και περιγράφεται η μεθοδολογία που υιοθετείται στη συγκεκριμένη μελέτη, η οποία είναι αντίστοιχη άλλων ερευνών, έτσι ώστε να έχουμε συγκρίσιμα αποτελέσματα. Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της στρατηγικής, και παρατίθενται τα συμπεράσματά μας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>6</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:ACCRUALS</b> .....	<b>9</b>
1.1. Γενικά περί <i>Accruals</i> .....	9
1.2. Ορισμός των <i>Accruals</i> .....	10
1.3. Ο Ρόλος των <i>Accruals</i> .....	11
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</b> .....	<b>14</b>
2.1. Γενικά περί Κατάστασης Ταμιακών Ροών.....	14
2.2. Ο Ρόλος της Κατάστασης Ταμιακών Ροών.....	17
2.3. Ταμιακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες.....	18
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	<b>20</b>
3.1. <i>Accruals</i> , Ταμιακές Ροές και Λογιστικά Κέρδη.....	20
3.2 <i>Accruals</i> και Αποδόσεις Μετοχών.....	21
3.3 <i>Accruals</i> και Αποτίμηση Εταιριών.....	26
3.4. Περί Ποιότητας και Αξιοπιστίας των <i>Accruals</i> .....	27
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΔΕΙΓΜΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b> .....	<b>30</b>
4.1. Επιλογή και Σύνθεση του Δείγματος.....	30
4.2. Ο Σκοπός της Έρευνας.....	31
4.3. Ορισμός Μεταβλητών.....	32
4.4. Παρουσίαση της Στρατηγικής.....	35
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	<b>38</b>
5.1. Ανάλυση Χαρτοφυλακίων με Βάση τα <i>Accruals</i> .....	38
5.2. Ανάλυση Χαρτοφυλακίων με Βάση τις Ταμιακές Ροές.....	43
5.3. Συμπεράσματα.....	46
5.4. Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα.....	48
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>50</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ</b> .....	<b>52</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	<b>54</b>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου αποτελεί βασική προϋπόθεση για μια αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων. Συνεπώς, η αξιολόγηση εναλλακτικών αξιόγραφων αποτελεί ιδιαίτερα σημαντική διαδικασία. Άλλωστε, βασική επιδίωξη των επενδυτών είναι η πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας των μετοχών με σκοπό λήψη τέτοιων επενδυτικών αποφάσεων που θα τους αποφέρουν το μεγαλύτερο κέρδος, για δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Έτσι, ένας από τους κυριότερους σκοπούς της δημοσίευσης λογιστικών καταστάσεων είναι η παροχή πληροφοριών που να είναι χρήσιμες για τη λήψη αποφάσεων. Η παροχή αυτών των πληροφοριών συνεισφέρει σημαντικά στην αποδοτική λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και την αποδοτική κατανομή των περιορισμένων, εξ ορισμού, χρηματοοικονομικών πόρων στην οικονομία. Για το λόγο αυτό, θα είναι πρέπει να επιδεικνύεται ιδιαίτερη προσοχή κατά τη θέσπιση των προτύπων λογιστικής πληροφόρησης, σύμφωνα με τα οποία καταρτίζονται οι λογιστικές καταστάσεις των εταιριών. Οι δύο κύριες αιτίες που επηρεάζουν κατά καιρούς την επεξηγηματική ικανότητα των λογιστικών καταστάσεων για τις εταιρικές αποδόσεις είναι η δημιουργία λογιστικών προτύπων από το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board) και ο βαθμός έκθεσης των λογιστικών καταστάσεων στις διακριτικές αποφάσεις των διοικητικών στελεχών.

Ένας μεγάλος αριθμός ακαδημαϊκών ερευνητών στο χώρο της χρηματοοικονομική λογιστικής ασχολείται με την επεξηγηματική ικανότητα των λογιστικών καταστάσεων για τις εταιρικές αποδόσεις. Οι πρώτες μελέτες ήταν αυτές των Beaver (1968) και Ball και Brown (1968). Ειδικότερα, η διαδικασία πρόβλεψης μελλοντικών κερδών και τιμών μετοχών με βάση τις τρέχουσες λογιστικές πληροφορίες, όπως αυτές προκύπτουν από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις, αποτέλεσε κεντρικό θέμα της λογιστικής έρευνας κατά την δεκαετία του '90 και συνεχίζει να απασχολεί τόσο τους ακαδημαϊκούς ερευνητές όσο και τους πρακτικούς χρήστες και στις μέρες μας.

Πολύ σημαντική συνεισφορά σε αυτόν τον τομέα της χρηματοοικονομικής λογιστικής έχουν τα ευρήματα της εργασίας του Sloan (1996) σε σχέση με τη διαφορετική σταθερότητα και την μη ορθή αποτίμηση από τους επενδυτές των

συνιστώσων των λογιστικών κερδών, δηλαδή των accruals και των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, ο Sloan (1996) έδειξε ότι οι επενδυτές εστιάζονται και αποτιμούν ορθά τα λογιστικά κέρδη, αλλά δεν αποτιμούν ορθά την διαφορετική σταθερότητα και το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των συνιστώσων τους. Ειδικότερα οι επενδυτές μοιάζουν να μένουν προσκολλημένοι στα λογιστικά κέρδη και να αδυνατούν να αναγνωρίσουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals και των ταμιακών ροών καθώς, υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών). Συνέπεια αυτών είναι η δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accruals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις.

Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στην ιδιαιτερότητα της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly), για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Υιοθετείται μια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική που κάνει χρήση πληροφοριών από τις λογιστικές καταστάσεις και προσαρμόζεται στην συμπεριφορά των επενδυτών που έχει παρατηρηθεί. Εξετάζεται αν είναι δυνατόν μέσω αυτής να επιτυγχάνονται υπερκανονικές αποδόσεις. Όμως η συγκεκριμένη έρευνα εκτείνεται και προς μια νέα διαφορετική κατεύθυνση καθώς εξετάζει τις επιδράσεις που είχε η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Συγκεκριμένα, ερευνάται η αντίδραση των επενδυτών στην ποιοτικότερη πληροφόρηση που τους προσφέρουν τα νέα λογιστικά πρότυπα και ο βαθμός στον οποίο είναι αυτή ικανή να περιορίσει την ιδιαιτερότητα της αγοράς που οφείλεται στα accruals.

Η ανάλυση μας χωρίζεται σε δύο μέρη: ένα θεωρητικό και ένα εμπειρικό. Στο θεωρητικό μέρος θα αναφερθούμε εκτενώς τόσο στα accruals όσο και στις ταμιακές ροές ως λογιστικό μέγεθος: από τι αποτελούνται, ποιο ρόλο διαδραματίζουν και ποια συμπεράσματα έχουν προκύψει σχετικά με αυτά από την εμπειρική έρευνα μέχρι σήμερα. Στο εμπειρικό μέρος θα διερευνήσουμε το ρόλο των accruals στην ελληνική πραγματικότητα. Ο στόχος είναι να ξεκαθαριστεί το τοπίο σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο τους και η κατεύθυνση προς την οποία τα accruals επηρεάζουν την αξία μιας εταιρίας. Απώτερος στόχος είναι η υποστήριξη των επενδυτών στα πλαίσια της διαδικασίας αξιολόγησης και επιλογής μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων, ούτως ώστε η



κατανομή των πόρων που διαθέτουν προς επένδυση να γίνει με τον πλέον αποδοτικό τρόπο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ACCRUALS

### *1.1. Γενικά περί Accruals*

Το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board) ορίζει ως κυρίαρχο στόχο των λογιστικών δεδομένων την παροχή πληροφοριών για την υποβοήθηση των υπαρχόντων και πιθανών επενδυτών, πιστωτών και λοιπών ενδιαφερομένων να εκτιμήσουν τα ποσά, τη χρονική διάρκεια πραγματοποίησης και την αβεβαιότητα των μελλοντικών καθαρών ταμιακών εισροών σε μια επιχείρηση.

Η βασική θέση του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων είναι πως οι χρηματοοικονομικές αναφορές θα πρέπει να εστιάζουν στα λογιστικά κέρδη και όχι στις ταμιακές ροές, λόγω του γεγονότος ότι τα ιστορικά κέρδη χρησιμεύουν καλύτερα από τις ιστορικές ταμιακές ροές, ως προς την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών. Χαρακτηριστικά αναφέρει πως η πληροφόρηση για τα κέρδη της εταιρίας που βασίζεται στην αρχή του δεδουλευμένου (accrual accounting) παρέχει μια καλύτερη εκτίμηση της τρέχουσας και αναμενόμενης ικανότητας της εταιρίας να παράγει θετικές ταμιακές ροές, από ότι η πληροφόρηση που περιορίζεται στις χρηματοοικονομικές διαστάσεις των ταμιακών εισροών και εκροών.

Ο όρος αρχή του δεδουλευμένου (accrual accounting) αναφέρεται στη λογιστική παρακολούθηση των συναλλαγών μιας εταιρίας, σύμφωνα με την οποία τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στη χρήση που πραγματοποιούνται, ανεξάρτητα από την ταμιακή ροή που τα χαρακτηρίζει. Αυτός είναι ο λόγος που δημιουργείται το λογιστικό μέγεθος των accruals, το οποίο ισούται με τη διαφορά των ταμιακών ροών από τα λογιστικά κέρδη. Κατά συνέπεια, αυτή η μεγαλύτερη ικανότητα των ιστορικών κερδών στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών, σε σχέση με τις ιστορικές ταμιακές ροές, αποδίδεται στα accruals.

## 1.2. Ορισμός των Accruals

Τα accruals ουσιαστικά ισοδυναμούν με τα κέρδη τα οποία δεν έχουν εισπραχθεί. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί και χρησιμοποιούνται διάφοροι ορισμοί των accruals. Τα accruals ως λογιστικό μέγεθος ορίζονται ως η διαφορά των καθαρών κερδών και των ταμιακών ροών από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρίας. Σε αυτή την περίπτωση ως καθαρά κέρδη θεωρούνται τα κέρδη της χρήσης πριν την αφαίρεση των φόρων:

$$ACC_{it} = KK_{it} - TP\Delta_{it}$$

Αυτός όμως ο ορισμός ενώ είναι ο ιδανικός ώστε να γίνει αντιληπτό το εννοιολογικό περιεχόμενο των accruals, δεν χρησιμεύει στον υπολογισμό τους. Οι πιο διαδεδομένοι ορισμοί για τον υπολογισμό των accruals χρησιμοποιούν πληροφορίες που εμφανίζονται στον Ισολογισμό και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας για δύο διαδοχικές χρήσεις. Ο πλέον σύγχρονος ορισμός που χρησιμοποιείται στη διεθνή αρθρογραφία είναι ο ακόλουθος:

$$ACC_{it} = (\Delta E - \Delta X\Delta) - (\Delta B\Upsilon + \Delta M\Upsilon - \Delta B\Delta - \Delta M\Delta), \quad \text{όπου}$$

$\Delta E$  = η μεταβολή του συνολικού ενεργητικού για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta X\Delta$  = η μεταβολή των χρηματικών διαθεσίμων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta B\Upsilon$  = η μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta M\Upsilon$  = η μεταβολή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta B\Delta$  = η μεταβολή του βραχυπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta M\Delta$  = η μεταβολή του μακροπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

Αυτός ο ορισμός καλύπτει τις επιχειρήσεις που καταρτίζουν τις λογιστικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Ειδικότερα για τις επιχειρήσεις που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα αλλά εξακολουθούν να συντάσσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις με βάση τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα θα πρέπει να γίνουν κάποιες υποθέσεις που τροποποιούν το παραπάνω ορισμό. Πιο συγκεκριμένα, στην μεταβολή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων θα πρέπει να συμπεριλάβουμε και τη μεταβολή των προβλέψεων για κινδύνους και τη μεταβολή των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού, καθώς σύμφωνα με τις αρχές των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων και αυτοί οι λογαριασμοί αποτελούν υποχρεώσεις της επιχείρησης ενώ σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δεν αποτελούν ανεξάρτητους λογαριασμούς αλλά ενσωματώνονται στους λογαριασμούς των υποχρεώσεων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, ανάλογα με τη φύση τους.

Όπως γίνεται αντιληπτό, τα *accruals* είναι αποτέλεσμα του ετεροχρονισμού που παρατηρείται ανάμεσα στις λογιστικές εγγραφές και τις ταμιακές εισπράξεις - πληρωμές. Αποτελούνται από τα έσοδα και έξοδα της χρήσης τα οποία περιλαμβάνονται στα λογιστικά κέρδη αλλά δεν έχουν εισπραχθεί ή πληρωθεί αντίστοιχα, τα έσοδα και έξοδα της χρήσης τα οποία δεν περιλαμβάνονται στα λογιστικά κέρδη γιατί έχουν προεισπραχθεί ή προπληρωθεί αντίστοιχα, καθώς επίσης και τα έσοδα και έξοδα που έχουν αναγνωριστεί σε προηγούμενες χρήσεις αλλά πληρώνονται ή εισπράττονται σε αυτήν τη χρήση.

### ***1.3. Ο Ρόλος των Accruals***

Μία από τις δύο βασικές λειτουργίες των *accruals* είναι η κατασκευή μιας μεταβλητής, αυτής των λογιστικών κερδών. Τα λογιστικά κέρδη χαρακτηρίζονται από λιγότερο «θόρυβο» σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Αυτό επιτυγχάνεται, μέσα από τη συσχέτιση των εξόδων με τα αντίστοιχα έσοδα, τα οποία προκύπτουν ως αποτέλεσμα της διενέργειας αυτών των εξόδων. Οι τρέχουσες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν συχνά ένα «θορυβώδες» μέτρο των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρίας, καθώς οι ταμιακές εκροές μιας περιόδου μπορεί να μη σχετίζονται με τις ταμιακές εισροές. Ένα τέτοιο χαρακτηριστικό

παράδειγμα είναι η πώληση προϊόντων με πίστωση η οποία απαιτεί μια αρχική εκροή για την αγορά πρώτων υλών η εμπορευμάτων, ενώ η ταμιακή εισροή από την πώληση θα έρθει σε μεταγενέστερη περίοδο. Συνεπώς, η αρχική αρνητική ταμιακή ροή δεν αποτελεί μια ικανοποιητική πρόβλεψη των θετικών μελλοντικών ταμιακών ροών. Αντίθετα, με τη χρησιμοποίηση των Γενικά Παραδεκτών Λογιστικών Αρχών (Generally Accepted Accounting Principles – GAAP), η εταιρία θα αναγνωρίσει το έξοδο που υφίσταται για την πραγματοποίηση της πώλησης, δηλαδή το κόστος πωληθέντων, στην ίδια χρήση με την αναγνώριση του αντίστοιχου εσόδου, όταν δηλαδή πραγματοποιηθεί η πώληση. Με αυτόν τον τρόπο, το λογιστικό μέγεθος των κερδών που προκύπτει, αποτελεί μια καλύτερη πρόβλεψη των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών από πωλήσεις, σε σχέση με τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Συνεπώς, τα accruals έχουν την ικανότητα να μεταφέρουν την αναγνώριση ταμιακών ροών στο χρόνο, έτσι ώστε τα λογιστικά κέρδη που προκύπτουν να αποτελούν καλύτερο μέτρο της απόδοσης της εταιρίας, σε σχέση με τις ταμιακές ροές. Στην πώληση με πίστωση η καταγραφή της απαίτησης επιταχύνει την αναγνώριση μιας μελλοντικής ταμιακής εισροής στα λογιστικά κέρδη. Με αυτόν τον τρόπο η λογιστική αναγνώριση ταυτίζεται με τα οικονομικά οφέλη από την πώληση. Συμπερασματικά, τα accruals επιλύουν τα προβλήματα συγχρονισμού και συσχέτισης που χαρακτηρίζουν τις ταμιακές ροές, με συνέπεια να αποτελούν ένα καλύτερο μέτρο της απόδοσης των εταιριών.

Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι πως η μεταφορά της αναγνώρισης μιας ταμιακής ροής στο χρόνο δημιουργεί δύο accruals: ένα αρχικό (opening accrual) και ένα τελικό (closing accrual). Το αρχικό accrual καταγράφεται είτε όταν ένα έξοδο (έσοδο) αναγνωρίζεται πριν την ταμιακή εκροή (εισροή) ή όταν μετρητά εισπράττονται ή πληρώνονται πριν την αναγνώρισή τους στα κέρδη. Το τελικό accrual καταγράφεται είτε όταν πραγματοποιείται η ταμιακή εκροή (εισροή) ή όταν αναγνωρίζονται τα σχετικά έσοδα ή έξοδα στα κέρδη. Το τελικό accrual αντιστρέφει το αρχικό.

Η δεύτερη βασική λειτουργία των accruals είναι ότι επιτρέπουν την αναγνώριση κερδών και ζημιών που προκύπτουν εξαιτίας μη αναμενόμενων αναθεωρήσεων των ταμιακών ροών, καθώς η αναγνώριση αυτή γίνεται με ασύμμετρο τρόπο. Ένα τέτοιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι υποτιμήσεις πάγιων στοιχείων του ενεργητικού που αποτελούν έξοδο, το οποίο αντικατοπτρίζει μη αναμενόμενες αρνητικές μεταβολές στις

μελλοντικές ταμιακές ροές που θα προκύψουν από αυτά τα πάγια. Η ασυμμετρία στην αντιμετώπιση των θετικών και αρνητικών αναθεωρήσεων των μελλοντικών ταμιακών ροών πηγάζει από τη συντηρητική φύση των Γενικά Παραδεκτών Λογιστικών Αρχών (Generally Accepted Accounting Principles – GAAP), σύμφωνα με τις οποίες, οι ζημιές που οφείλονται σε μειώσεις των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών αναγνωρίζονται άμεσα, ενώ η αναγνώριση των σχετικών κερδών αναβάλλεται έως ότου αυτά πραγματοποιηθούν.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ**

### ***2.1. Γενικά περί Κατάστασης Ταμιακών Ροών***

Το εργαλείο που ονομάζεται Κατάσταση Ταμιακών Ροών είναι μια σχετικά νέα δημιουργία στο χώρο της χρηματοοικονομικής διοικητικής και λογιστικής. Στις Η.Π.Α. θεσμοθετήθηκε επίσημα το 1987 μετά από απόφαση του Συμβουλίου Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων. Στην Ελλάδα η θεσμοθέτηση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών πραγματοποιήθηκε μόλις το 2000 με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στη χώρα μας η υποχρέωση δημοσίευσης Κατάστασης Ταμιακών Ροών αφορά μόνο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες, αντίθετα με τις Η.Π.Α. όπου η απόφαση εφαρμόζεται για το σύνολο των εταιριών που υποχρεούνται να δημοσιεύουν περιοδικές λογιστικές καταστάσεις.

Η βασική λειτουργία της Κατάστασης Ταμιακών Ροών είναι η παροχή πληροφόρησης σχετικά με τις ταμιακές εισροές (εισπράξεις) και τις ταμιακές εκροές (πληρωμές) μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μια λογιστικής χρήσης και την επίδραση αυτών στα ταμιακά διαθέσιμα αλλά και στα ταμιακά ισοδύναμα. Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών αποτελεί μία από τις τέσσερις βασικές λογιστικές καταστάσεις με τις υπόλοιπες να είναι ο Ισολογισμός, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και το Προσάρτημα. Από τη θεσμοθέτηση τους και μετά παρατηρείται μια έντονη μεταστροφή προς αυτές σχετικά με την απεικόνιση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης.

Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών κατασκευάζεται χρησιμοποιώντας τους Ισολογισμούς δύο διαδοχικών χρήσεων και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της τελευταίας χρήσης. Μια από τις κυριότερες συνεισφορές της στην χρηματοοικονομική ανάλυση είναι η ικανότητά της να εξαλείφει τα μειονεκτήματα του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης. Ο Ισολογισμός απεικονίζει τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, με αποτέλεσμα να αποτελεί μια «στατική» έκθεση που αδυνατεί να απεικονίσει τη δυναμική εξέλιξη της επιχείρησης μέσα στη χρήση. Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης δεν αντιμετωπίζει προβλήματα στατικότητας καθώς αναφέρεται σε ολόκληρη τη λογιστική

χρήση, όμως δεν παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί και να χειρίζεται με αποτελεσματικότητα τα κεφάλαιά της. Για την κατασκευή της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης πολλές φορές υιοθετείται μια σειρά υποθέσεων, ενώ η καταγραφή των εσόδων και των εξόδων πολλές φορές παρουσιάζεται σε δεδουλευμένη βάση (accrual basis). Όλα αυτά είναι ικανά να αλλοιώσουν σε κάποιο βαθμό την πραγματική εικόνα της κερδοφορίας της επιχείρησης. Επίσης, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης δεν παρέχει πληροφορίες σχετικά με μεταβολές στοιχείων όπως τα παρακρατηθέντα κέρδη και το μετοχικό κεφάλαιο, τα οποία μπορούν να έχουν σημαντική επίδραση στη συνολική ρευστότητα μιας επιχείρησης.

Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών αντιμετωπίζει τα προαναφερθέντα μειονεκτήματα του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης προσφέροντας έναν αντικειμενικότερο και ποιοτικότερο μέσο απεικόνισης της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης μετρώντας τη διαφορά των ταμιακών εισροών και εκροών. Οι εισροές και οι εκροές μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης διακρίνονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

A) Ταμιακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες: Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται όλα εκείνα τα στοιχεία που προσδιορίζουν το Αποτέλεσμα Χρήσης (Net Income) και συνδέονται με το κύριο αντικείμενο δράσης της επιχείρησης. Επίσης συμπεριλαμβάνονται όλες εκείνες οι ταμιακές ροές που δεν μπορούν να συμπεριληφθούν στις υπόλοιπες κατηγορίες.

B) Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες: Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται όλες οι συναλλαγές που σχετίζονται με την αγορά ή την πώληση μακροχρόνιων στοιχείων του ενεργητικού.

Γ) Ταμιακές Ροές Από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες: Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται συναλλαγές που σχετίζονται με τα κεφάλαια που εισφέρουν στην εταιρία οι ιδιοκτήτες της και οι δανειστές της.

Η κατάρτιση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των τριών ανωτέρω κατηγοριών ταμιακών ροών και τον τελικό συνδυασμό αυτών.



Συνεπώς, μια γενική μορφή της Κατάστασης Ταμιακών Ροών είναι η ακόλουθη:

**Καθαρές Ταμιακές Ροές (εισροές μείον εκροές)**

- από λειτουργικές δραστηριότητες	XXX
- από επενδυτικές δραστηριότητες	XXX
- από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	XXX
<u>Καθαρή αύξηση (μείωση) Μετρητών</u>	<u>XXX</u>
Αρχικό Υπόλοιπο Μετρητών	XXX
<u>Τελικό Υπόλοιπο Μετρητών</u>	<u>XXX</u>

Το σύνολο των πληροφοριών για την κατάρτιση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών βρίσκεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και στους Ισολογισμούς δύο διαδοχικών χρήσεων. Όσον αφορά στον υπολογισμό των Ταμιακών Ροών υπάρχουν δύο μέθοδοι, η άμεση και η έμμεση. Η κύρια διαφορά των δύο μεθόδων είναι ο τρόπος προσδιορισμού των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

Για τον υπολογισμό των Ταμιακών Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες με τον άμεσο τρόπο πρέπει να γίνουν ορισμένες προσαρμογές στα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης ώστε αυτά να μετατραπούν από δεδουλευμένη βάση (accrual basis) σε ταμιακή βάση (cash basis). Για την πραγματοποίηση αυτών των προσαρμογών είναι απαραίτητες πληροφορίες οι οποίες πολλές φορές δεν εμφανίζονται από δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Συνεπώς, ο χρηματοοικονομικός αναλυτής θα πρέπει να εξάγει τις πληροφορίες μέσα από τις σχέσεις των στοιχείων του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης. Οι συσχετίσεις όμως αυτές είναι τις περισσότερες φορές δύσκολο να διασαφηνιστούν χωρίς την παροχή επιπλέον πληροφόρησης από τις επιχειρήσεις. Αυτό είναι καθοριστικής σημασίας για τον αναλυτή και αποτελεί το κυριότερο μειονέκτημα της άμεσης μεθόδου υπολογισμού των ταμιακών ροών.

Για τον υπολογισμό των Ταμιακών Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες με τον έμμεσο τρόπο δεν απαιτείται η ξεχωριστή μετατροπή κάθε στοιχείου της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης αλλά παρατίθενται όλες εκείνες οι απαραίτητες προσαρμογές για την μετατροπή του Αποτελέσματος Χρήσης (Net Income) σε Ταμιακές Ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Οι προσαρμογές αφορούν την εξέταση της

μεταβολής των στοιχείων του Ισολογισμού από το τέλος της προηγούμενης χρήσης στο τέλος της εξεταζόμενης χρήσης. Ο έμμεσος τρόπος δεν παρέχει τον ίδιο βαθμό πληροφόρησης με τον άμεσο, είναι όμως πιο εύκολο να κατασκευαστεί από τον αναλυτή. Τελικά και οι δύο τρόποι υπολογισμού των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες οδηγούν στο ίδιο αποτέλεσμα.

## **2.2. Ο Ρόλος της Κατάστασης Ταμιακών Ροών**

Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών χρησιμοποιείται τόσο από εσωτερικούς χρήστες της επιχείρησης, δηλαδή τη διοίκηση, όσο και από εξωτερικούς, όπως είναι οι πιστωτές της και οι επενδυτές. Η διοίκηση μιας οικονομικής μονάδας χρησιμοποιεί την συγκεκριμένη Κατάσταση Ταμιακών Ροών ώστε να λάβει αποφάσεις σχετικά με τη ρευστότητα της επιχείρησης, τη μερισματική της πολιτική, τα επενδυτικά της σχέδια, και τη χρηματοοικονομική της μόχλευση. Αντίστοιχα, οι επενδυτές και οι πιστωτές της χρησιμοποιούν την Κατάσταση Ταμιακών Ροών ώστε να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης στη διαχείριση των ταμιακών της διαθεσίμων, την συνέπεια αποπληρωμής των χρεών της και την ικανότητα παραγωγής ποιοτικών κερδών, κέρδη δηλαδή που προκύπτουν από τις λειτουργικές της δραστηριότητες.

Συνεπώς, η Κατάσταση Ταμιακών Ροών, σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες λογιστικές καταστάσεις, προσφέρει σημαντικές πληροφορίες οι οποίες συνοψίζονται στα εξής:

A) Επεξηγεί τις ταμιακές ροές μιας επιχείρησης προσδιορίζοντας το είδος των οικονομικών συναλλαγών από τις οποίες προέρχονται. Με αυτόν τον τρόπο παρέχει υψηλό βαθμό πληροφόρησης σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της με ίδια κεφάλαια, να πληρώνει μέρισμα στους μετόχους της και να εξοφλεί τις τραπεζικές της υποχρεώσεις. Συνεπώς, βοηθά στον καθορισμό του ύψους της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, με τον προσδιορισμό των αναγκών της επιχείρησης για τραπεζικό δανεισμό.

B) Προσδιορίζει ιστορικά την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί θετικά καθαρά ταμιακά πλεονάσματα παρέχοντας σημαντική βοήθεια για τον σχηματισμό

υποθέσεων κατά τη σύνταξη προϋπολογισμών, πρόβλεψης μελλοντικών ταμιακών αναγκών και αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων.

Γ) Αντιμετωπίζει σε μεγάλο βαθμό τις διάφορες λογιστικές υποθέσεις που πραγματοποιούνται για τη σύνταξη της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης και δίνει μια πιο ξεκάθαρη εικόνα για την ποιότητα των κερδών της επιχείρησης, αντιπαραθέτοντας την κερδοφορία της επιχείρησης με την πραγματική της ικανότητα να δημιουργεί και να διαχειρίζεται σωστά τα ταμιακά της πλεονάσματα.

Δ) Προσδιορίζει την επίδραση των διάφορων επενδυτικών αποφάσεων μιας περιόδου στην τελική μεταβολή στα ταμιακά διαθέσιμα μιας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να αποτελέσει ένα επιπλέον κριτήριο αξιολόγησης, από τη διοίκηση της εταιρίας, διάφορων επενδυτικών επιλογών.

Από τα παραπάνω προκύπτει το εύλογο συμπέρασμα πως η Κατάσταση Ταμιακών Ροών προσφέρει υψηλό βαθμό πληροφόρησης και αποτελεί σημαντικό κομμάτι της σύγχρονης χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Ωστόσο και αυτή εμφανίζει κάποιες αδυναμίες, καθώς χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία της μεταβολής κάποιων λογαριασμών και της επίπτωσης που υπάρχει στη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

### ***2.3. Ταμιακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες***

Από τα τρία είδη ταμιακών ροών, το σημαντικότερο είδος για τον αναλυτή είναι οι Ταμιακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες. Οι Ταμιακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες εμφανίζουν την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά πλεονάσματα από το σύνολο των συναλλαγών που αφορούν στις λειτουργικές της δραστηριότητες. Επίσης, επιτρέπουν την πρόβλεψη μελλοντικών ταμιακών ροών και την εξαγωγή συμπερασμάτων για την αποτελεσματική διαχείριση στοιχείων του ενεργητικού και την ποιότητα των κερδών, καθώς αυτά μπορούν να επηρεαστούν από τις αποφάσεις της διοίκησης μιας επιχείρησης. Η διαχρονική τάση των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες μαζί με την ανάλυση ρευστότητας και της δομής των κεφαλαίων παρέχουν πληροφορίες για τη δυνατότητα επιβίωσης μιας επιχείρησης. Η ύπαρξη επαρκών ταμιακών πλεονασμάτων σημαίνει πως υπάρχει

διαθεσιμότητα ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών της επιχείρησης καθώς και των υποχρεώσεων της προς τους μετόχους και τους πιστωτές της. Αντίθετα, όταν τα λειτουργικά ταμιακά πλεονάσματα μιας επιχείρησης δεν επαρκούν, ή πρόκειται για ελλείμματα, η επιχείρηση αναγκάζεται να προσφύγει στον τραπεζικό δανεισμό για την κάλυψη των αναγκών της. Η αύξηση του τραπεζικού δανεισμού πέρα από κάποιο όριο είναι δυνατό να επηρεάσει την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της.

Η εξέταση των Ταμιακών Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες επικεντρώνεται στα ακόλουθα σημεία:

- A) Εξετάζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί επαρκή ταμιακά πλεονάσματα από λειτουργικές δραστηριότητες
- B) Προσδιορίζει τα βασικά αίτια δημιουργίας των ταμιακών πλεονασμάτων ή ελλειμμάτων
- Γ) Καταγράφει τη διαχρονική ικανότητα και δυναμική μιας επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά πλεονάσματα

Ωστόσο, η κατεξοχήν χρησιμότητα των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες έγκειται στο ότι παρέχουν πληροφορίες για τη μέτρηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης και όχι για τη μέτρηση της αποδοτικότητας, καθώς ο υπολογισμός των ταμιακών ροών δε λαμβάνει υπόψη του τις αποσβέσεις.

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

#### *3.1. Accruals, Ταμιακές Ροές και Λογιστικά Κέρδη*

Πολλές έρευνες καταγράφουν την ευεργετική δράση της υιοθέτησης των accruals καθώς οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι τα λογιστικά κέρδη αποτελούν ένα καλύτερο μέτρο απόδοσης ή έχουν μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα σχετικά με τις μελλοντικές ταμιακές ροές, σε σχέση με τις τρέχουσες ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Σε μια, πρωτοποριακή για την εποχή, έρευνα η Dechow (1994) έδειξε ότι τα λογιστικά κέρδη έχουν καλύτερη προβλεπτική ικανότητα σχετικά με τις μελλοντική κερδοφορία από ταμιακές ροές, σε σχέση με τις τρέχουσες ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Το γεγονός αυτό εμμέσως αποδεικνύει ότι τα λογιστικά κέρδη ως μεταβλητή χαρακτηρίζονται από λιγότερο «θόρυβο» σε σχέση με τις ταμιακές ροές. Το σημαντικότερο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι αυτή η καλύτερη προβλεπτική ικανότητα των λογιστικών κερδών οφείλεται στα accruals, τη διαφορά ανάμεσα στα λογιστικά κέρδη και τις ταμιακές ροές, όπως έχουμε ήδη αναλύσει.

Στη συνέχεια, οι Dechow, Kothari και Watts (1998), επεκτείνουν την ανάλυση της Dechow (1994) και δείχνουν ότι τα σφάλματα πρόβλεψης των μελλοντικών ταμιακών ροών έχουν υψηλότερη μέση τυπική απόκλιση, όταν ως βάση για την πρόβλεψη χρησιμοποιούνται οι ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και όχι τα λογιστικά κέρδη. Επιπλέον, παλινδρομήσεις οι οποίες χρησιμοποιούν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μελλοντικές ταμιακές ροές και ως ανεξάρτητες τόσο τα τρέχοντα κέρδη όσο και τις τρέχουσες ταμιακές ροές, αποδεικνύουν ότι και οι δύο αυτές μεταβλητές παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με την ερμηνεία της μεταβλητότητας των μελλοντικών ταμιακών ροών. Ωστόσο, τα τρέχοντα κέρδη εμφανίζουν συστηματικά, σημαντικά μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα σε σχέση με τις τρέχουσες ταμιακές ροές, όπως προκύπτει από το μέγεθος και τον στατιστικό έλεγχο των σχετικών συντελεστών παλινδρόμησης. Από τη στιγμή που η διαφορά μεταξύ κερδών και ταμιακών ροών είναι τα accruals, η μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα των κερδών αποδίδεται σε αυτό το συστατικό τους.

Επιπλέον, οι Barth, Cram και Nelson (2001) επεκτείνουν την ανάλυσή των Dechow, Kothari και Watts (1998), αποδεικνύοντας εμπειρικά ότι η υπεροχή των κερδών στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών πηγάζει από τη διάσπασή τους στα επιμέρους τους στοιχεία, τις ταμιακές ροές και τα accruals. Συγκεκριμένα, οι Barth, Cram και Nelson (2001) αποδεικνύουν ότι η διάσπαση των συνολικών κερδών σε ταμιακές ροές και συνολικά accruals αυξάνει την προβλεπτική τους ικανότητα η οποία υφίσταται επιπρόσθετα από εκείνη των τρεχουσών και παρελθουσών ταμιακών ροών.

### **3.2. Accruals και Αποδόσεις Μετοχών**

Πέρα από την προβλεπτική ικανότητα των λογιστικών κερδών σε σχέση με τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, οι σχετικές έρευνες δείχνουν ότι τα accruals, είτε ως συστατικό των κερδών είτε ως αυτόνομη μεταβλητή, βοηθούν σημαντικά στην ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών, επιπρόσθετα από τις ταμιακές ροές. Τα αποτελέσματα των ερευνών αυτών φανερώνουν πως εφόσον οι αποδόσεις σχετίζονται άμεσα με τις εκτιμήσεις των επενδυτών για τις μελλοντικές ταμιακές ροές, τα accruals λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές γιατί τους προσφέρουν πληροφοριακό περιεχόμενο πέρα από εκείνο των τρεχουσών ταμιακών ροών.

Συγκεκριμένα, ο Subramanayam (1996) διαπιστώνει ότι τα λογιστικά κέρδη αποδίδουν καλύτερα, σε σχέση με τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, όταν χρησιμοποιούνται ως μοναδική ανεξάρτητη μεταβλητή για την ερμηνεία αποδόσεων των μετοχών. Συνεπώς, τα accruals αυξάνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών κερδών πέρα από εκείνο των τρεχουσών ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Ακόμα, ο Charitou (1997), χρησιμοποιώντας δείγμα αγγλικών επιχειρήσεων, υποστηρίζει τα ευρήματα της Dechow (1994) και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα λογιστικά κέρδη επιβάλλονται έναντι των ταμιακών ροών ως ερμηνευτική μεταβλητή των αποδόσεων των μετοχών. Επιπλέον, ο Charitou δείχνει πως τα accruals συμβάλλουν σημαντικά στη διόρθωση των προβλημάτων συγχρονισμού και συσχετισμού που εμφανίζουν οι των ταμιακές ροές, καθώς η ικανότητα των ταμιακών ροών να ερμηνεύσουν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών εμφανίζεται να

βελτιώνεται σημαντικά όταν το δείγμα περιορίζεται στις εταιρίες εκείνες για τις οποίες το επίπεδο των accruals είναι το χαμηλότερο.

Ασφαλώς, τα αποτελέσματα αυτών των ερευνών υπόκεινται και σε εναλλακτική ερμηνεία, καθώς τίθεται το θέμα του κατά πόσο οι επενδυτές αξιοποιούν τα accruals επειδή τους προσφέρουν επιπλέον πληροφοριακό περιεχόμενο στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών ή επειδή εμμένουν λανθασμένα στα συνολικά κέρδη ως μέτρο της απόδοσης της εταιρίας, όπως ισχυρίζεται στην πρωτοποριακή του έρευνα ο Sloan (1996). Ο Sloan δείχνει ότι τα accruals, ως κομμάτι των κερδών, έχει χαμηλότερη σταθερότητα (persistence) από το κομμάτι των ταμιακών ροών και κατά συνέπεια εταιρίες με υψηλά επίπεδα accruals έχουν χαμηλή ποιότητα κερδών, καθώς τα κέρδη τους χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη αντιστροφή στα επόμενα χρόνια. Πιο συγκεκριμένα, καταλήγει στο συμπέρασμα πως οι επενδυτές υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών). Αυτό έχει ως συνέπεια τη δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accruals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Σε μια πρώτη επαφή αυτά τα ευρήματα φαίνεται να έρχονται σε αντίθεση με τα ευρήματα της Dechow (1994) και των Dechow, Kothari και Watts (1998) οι οποίοι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα accruals βελτιώνουν την ικανότητα των κερδών να μετρούν την απόδοση μιας εταιρίας, σε σχέση με εκείνη των ταμιακών ροών. Η σύγκρουση αυτή θα επιλυθεί στη συνέχεια της μελέτης, όπου γίνεται λόγος και για την ποιότητα των accruals. Ωστόσο, ο ισχυρισμός του Sloan πως η σημαντικότητα των accruals για την ερμηνεία των αποδόσεων των μετοχών οφείλεται στην προσκόλληση των επενδυτών στα συνολικά κέρδη ως ένδειξη της απόδοσης μιας εταιρίας δεν αναιρεί το γεγονός ότι τα accruals εμφανίζονται να τιμολογούνται συστηματικά από την αγορά κεφαλαίου, όπως αποδεικνύει και η ίδια η έρευνα του Sloan. Αυτό σημαίνει πως τα τρέχοντα accruals μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πρόβλεψη μελλοντικών τιμών των μετοχών.

Η προβλεπτική ικανότητα των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών αποτελεί ένα από τα κυριότερα πεδία έρευνας στη χρηματοοικονομική λογιστική για πολλούς λόγους. Ο κυριότερος είναι ότι έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς και φανερώνει τη δυνατότητα επίτευξης

υπερκανονικών αποδόσεων μέσω στρατηγικών που βασίζονται σε δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Επιπλέον, δείχνει ότι η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να έχει πραγματικά οικονομικά αποτελέσματα αφού τα διοικητικά στελέχη έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Τέλος, υποδεικνύει ότι η προβλεπτική ικανότητα των κερδών για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών, που για τέσσερις και πλέον δεκαετίες μονοπώλησε το ενδιαφέρον τον ερευνητών στο χώρο της χρηματοοικονομικής λογιστικής, οφείλεται σε μεγαλύτερο βαθμό στα accruals και λιγότερο στις ταμιακές ροές.

Οι μελέτες που ακολούθησαν προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τα αποτελέσματα του Sloan (1996) και χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες με βάση την προσέγγιση που υιοθετούν. Η πρώτη κατηγορία μελετών είναι αυτή που βασίζεται στην εργασία του Sloan (1996) και ως εξήγηση της προβλεπτικής ικανότητας των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών υιοθετείται η περιορισμένη προσοχή των επενδυτών στη χειραγώγηση των κερδών (earnings management) από τη διοίκηση της εταιρίας. Όπως πολύ εύστοχα σημειώνει ο Kothari (2001), η προβλεπτική ικανότητα των accruals οφείλεται στην παραβίαση παραδεκτών λογιστικών αρχών και κανόνων από τα διοικητικά στελέχη των εταιριών με σκοπό την ωραιοποίηση των λογιστικών κερδών. Ο Hribar (2000) αφού έδειξε ότι τα αποτελέσματα του Sloan (1996) οφείλονται σε ακραίες αυξήσεις ή μειώσεις στα αποθέματα, ανέλυσε τα αποθέματα και τις απαιτήσεις στο διαφοροποιούμενο (discretionary) και το μη διαφοροποιούμενο (non-discretionary) τμήμα τους και έδειξε ότι μόνο το διαφοροποιούμενο τμήμα έχει αρνητική σχέση με τις μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Πρέπει να επισημανθεί πως το διαφοροποιούμενο τμήμα προέρχεται από την χειραγώγηση των κερδών (earnings management) και το μη διαφοροποιούμενο τμήμα εκφράζει τον ρυθμό ανάπτυξης (growth) της εταιρίας. Ομοίως, ο Xie (2001) χώρισε τα accruals στο διαφοροποιούμενο και μη διαφοροποιούμενο τμήμα τους και έδειξε ότι οι υπερκανονικές αποδόσεις παράγονται μόνο από τα χαρτοφυλάκια που σχηματίζονται με βάση τα διαφοροποιούμενα accruals. Οι DeFond και Park (2001) βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλά (υψηλά) διαφοροποιούμενα accruals επιτυγχάνουν υψηλή (χαμηλή) κερδοφορία. Ταυτόχρονα όμως, έδειξαν ότι οι επενδυτές δεν αντιλαμβάνονται την προβλεπτική ικανότητα των διαφοροποιούμενων accruals για τη μελλοντική κερδοφορία. Τέλος, Οι Beneish και Vargus (2002) βρήκαν ότι η προβλεπτική



ικανότητα των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών προέρχεται από τα θετικά accruals ανεξαρτήτως αν αυτά είναι διαφοροποιούμενα ή όχι.

Η δεύτερη κατηγορία ερευνών βασίζεται στην εργασία των Fairfield, Whisenant και Yohn (2003a) και ως εξήγηση της προβλεπτικής ικανότητας των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών υιοθετείται η περιορισμένη προσοχή των επενδυτών στους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών (growth). Συγκεκριμένα οι Fairfield, Whisenant και Yohn (2003a) έδειξαν ότι η χαμηλή σταθερότητα των accruals αποτελεί υποπερίπτωση μιας γενικότερης αρνητικής σχέσης της λογιστικής κερδοφορίας με το ρυθμό ανάπτυξης των εταιριών. Επίσης, υποστήριξαν ότι αυτή η σχέση προκύπτει από οριακές φθίνουσες αποδόσεις σε αυξημένες επενδύσεις. Επίσης, έδειξαν ότι οι επενδυτές υπερτιμούν με τον ίδιο τρόπο τα accruals που χρησιμοποίησε στην εργασία του ο Sloan (1996) και την αύξηση της καθαρής θέσης από επενδυτικές δραστηριότητες και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα του Sloan (1996) οφείλονται στην περιορισμένη προσοχή των επενδυτών στους ρυθμούς ανάπτυξης των εταιριών. Σε συνέχεια της έρευνάς τους οι Fairfield, Whisenant και Yohn (2003b) υποστήριξαν ότι η χαμηλή σταθερότητα των accruals προκαλείται από αύξηση των επενδύσεων που δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση των λογιστικών κερδών.

Σε πρόσφατες μελέτες από τους Desai, Rajgopal και Venkatachalam (2004), Zach (2005), Ng (2005) και Khan (2006) δίνεται ενδιαφέρον σε οικονομικές μεταβλητές που σχετίζονται με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων με σκοπό την ερμηνεία των αποτελεσμάτων του Sloan (1996). Συγκεκριμένα, οι Desai, Rajgopal και Venkatachalam (2004) έδειξαν ότι η προβλεπτική ικανότητα των παραδοσιακών μέτρων ανάπτυξης, που έχουν διατυπωθεί από τη βιβλιογραφία στη χρηματοοικονομική, σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών δε σχετίζεται με εκείνη των accruals. Αυτά τα παραδοσιακά μέτρα ανάπτυξης είναι η αύξηση των πωλήσεων, ο λόγος λογιστικής προς χρηματιστηριακή αξία μετοχής, ο λόγος λογιστικών κερδών προς χρηματιστηριακή αξία μετοχής και ο λόγος ταμιακών ροών προς χρηματιστηριακή αξία μετοχής. Ο Zach (2005) υποστήριξε ότι η προβλεπτική ικανότητα των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών οφείλεται σε γεγονότα όπως οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, ενώ ο Ng (2005) ότι είναι αποτέλεσμα αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (compensation for default risk). Ομοίως, ο Khan (2006) πρότεινε ένα πολυπαραγοντικό υπόδειγμα μέτρησης των

αποδόσεων με βάση τη θεωρία του ICAPM και εξήγησε τα αποτελέσματα του Sloan (1996) ως αποτέλεσμα αντιστάθμισης κινδύνου.

Άλλες μελέτες στη βιβλιογραφία εστίασαν στη συμπεριφορά θεσμικών επενδυτών και αναλυτών με σκοπό να ερμηνεύσουν την προβλεπτική ικανότητα των *accruals* για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Συγκεκριμένα, οι Ali, Hwang και Trombley (2001) εξέτασαν τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην προβλεπτική ικανότητα των *accruals* για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών και τον βαθμό φιλοσοφίας των επενδυτών (*investor sophistication*). Χρησιμοποιώντας το μέγεθος, τη θεσμική ιδιοκτησία, και την κάλυψη αναλυτών ως μέτρα του βαθμού φιλοσοφίας των επενδυτών βρήκαν χαμηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις για στρατηγικές με βάση τα *accruals* για μικρές επιχειρήσεις, για επιχειρήσεις που καλύπτονται από λιγότερους αναλυτές και για επιχειρήσεις που δεν προτιμούνται από θεσμικούς επενδυτές. Το κύριο συμπέρασμά τους είναι ότι η προβλεπτική ικανότητα των *accruals* σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών είναι λιγότερο πιθανό να προκύπτει από λανθασμένη επεξεργασία των πληροφοριών. Οι Bradshaw, Richardson και Sloan (2001) βρήκαν αρνητική σχέση ανάμεσα στα λάθη πρόβλεψης των αναλυτών και το ύψος των *accruals*, υπονοώντας ότι οι αναλυτές δεν ενσωματώνουν στις προβλέψεις τους τις αναθεωρήσεις των κερδών που σχετίζονται με υψηλά *accruals*. Σε συνέπεια με τα αποτελέσματα της έρευνας των Bradshaw, Richardson και Sloan (2001), οι Barth και Hunton (2004) βρήκαν ότι η πλειοψηφία των αναλυτών δε λαμβάνει υπόψη πληροφορίες σε σχέση με τα *accruals* και ότι μόλις το 25% από αυτούς αναθεωρεί τις προβλέψεις με βάση τις αναθεωρήσεις των κερδών που σχετίζονται με υψηλά *accruals*.

Τέλος, άλλοι ερευνητές ασχολήθηκαν με τη σταθερότητα της προβλεπτικής ικανότητας των *accruals* για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Οι Lev και Nissim (2006) βρήκαν ότι οι επενδυτικές στρατηγικές με βάση τα *accruals* δεν είναι κερδοφόρες εξαιτίας των υψηλών εξόδων συναλλαγών και πληροφόρησης. Από την άλλη πλευρά, ο LaFond (2006) έδειξε ότι η προβλεπτική ικανότητα των *accruals* για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών δεν ισχύει μόνο στις Η.Π.Α. αλλά και σε πολλές ακόμα διεθνείς αγορές. Επίσης, έδειξε ότι οι υπερκανονικές αποδόσεις που προκύπτουν από την αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική αγοραπωλησίας χαρτοφυλακίων με βάση το ύψος των *accruals* είναι αποτέλεσμα διαφόρων αιτιών που ποικίλλουν από χώρα σε

χώρα, καθώς ο συντελεστής συσχέτισης αυτών των αποδόσεων εμφανίζεται να είναι πολύ χαμηλός. Τέλος, οι Pincus, Rajgopal και Venkatachalam (2007) έδειξαν ότι η προβλεπτική ικανότητα των accruals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών ισχύει σε μεγαλύτερο βαθμό σε χώρες με κοινό νομικό πλαίσιο, χαμηλή συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας και ασθενή προστασία των επενδυτών.

### **3.3. Accruals και Αποτίμηση Εταιριών**

Όπως προκύπτει και από την έρευνα των Barth, Cram και Nelson (2001), τα accruals προσφέρουν πληροφοριακό περιεχόμενο στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμιακών ροών, πέρα από εκείνο που εμπεριέχεται στις τρέχουσες και παρελθούσες ταμιακές ροές. Λαμβάνοντας υπόψη και το γεγονός ότι η αξία μιας εταιρίας αντικατοπτρίζει τις μελλοντικές ταμιακές ροές, προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα accruals σχετίζονται με την αξία μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό κρίνεται απαραίτητη η διερεύνηση του ρόλου των accruals στην αποτίμηση των εταιριών. Στην έρευνά τους οι Barth, Beaver, Hand και Landsman (1999) καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα: Πρώτον, για όλους τους κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας που εξετάζονται, τόσο τα accruals όσο και οι ταμιακές ροές έχουν σημαντική προβλεπτική ικανότητα όσον αφορά στα μελλοντικά κέρδη, επιπρόσθετα από τα τρέχοντα υπολειμματικά κέρδη, και δεύτερον, τόσο τα accruals όσο και οι ταμιακές ροές έχουν επιπλέον πληροφοριακό περιεχόμενο, πέρα από τα υπολειμματικά κέρδη και τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, στα πλαίσια ενός υποδείγματος προσδιορισμού της αγοραίας αξίας με αυτές τις μεταβλητές.

Συμπερασματικά, τα accruals φαίνεται να σχετίζονται με την αξία μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, προκύπτει ότι όσο υψηλότερα είναι τα accruals μιας επιχείρησης τόσο χαμηλότερα είναι τα αναμενόμενα υπολειμματικά κέρδη και συνεπώς η αγοραία αξία. Καθώς τα accruals σε αυτή την έρευνα εμφανίζονται να είναι κυρίαρχα αρνητικά, η τελευταία σχέση που παρατηρείται υποστηρίζεται από τους Feltham και Ohlson (1995), οι οποίοι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα αρνητικά accruals, υπό την επίδραση της λογιστικής αρχής της συντηρητικότητας, οδηγούν σε μείωση των αναμενόμενων υπολειμματικών κερδών. Οι Barth, Beaver, Hand και Landsman (2002),

επεκτείνοντας προηγούμενη δική τους έρευνα, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η διάσπαση των κερδών σε accruals και ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες οδηγεί σε μικρότερα σφάλματα πρόβλεψης της αγοραίας αξίας για όλους τους εξεταζόμενους κλάδους. Συνεπώς, τα accruals εμφανίζονται να διαθέτουν πληροφοριακό περιεχόμενο επιπρόσθετο από εκείνο των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες σχετικά με τον καθορισμό της αγοραίας αξίας μιας εταιρίας, όμως το περιεχόμενο αυτό «χάνεται» στα πλαίσια των λογιστικών κερδών.

### **3.4. Περί Ποιότητας και Αξιοπιστίας των Accruals**

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τα accruals μεταφέρουν την αναγνώριση των ταμιακών ροών στο χρόνο, έτσι ώστε τα λογιστικά κέρδη που προκύπτουν να αποτελούν καλύτερο μέτρο της απόδοσης της εταιρίας, σε σχέση με τις ταμιακές ροές. Με αυτόν τον τρόπο τα accruals που αφορούν ταμιακές ροές οι οποίες εισπράττονται ή πληρώνονται σε μεταγενέστερο χρόνο από την αναγνώριση των σχετικών εσόδων ή εξόδων, βασίζονται αναγκαστικά σε υποθέσεις και εκτιμήσεις. Τα σφάλματα εκτίμησης και οι επακόλουθες διορθώσεις τους είναι στην ουσία «θόρυβος» που περιορίζει τον ευεργετικό ρόλο των accruals.

Οι Dechow και Dichev (2002) εκφράζουν την ποιότητα των accruals ως τον βαθμό που αυτά αντικατοπτρίζουν την πραγματοποίηση ταμιακών ροών είτε σε προγενέστερο είτε σε μεταγενέστερο της αναγνώρισής τους χρόνο. Συγκεκριμένα εστιάζουν στα accruals του κεφαλαίου κίνησης (working capital accruals) και τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Η ανάλυση τους αποδεικνύει ότι οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης σχετίζονται αρνητικά με τις τρέχουσες ταμιακές ροές και θετικά με τις προηγούμενες και επόμενες ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, όπως και αναμενόταν. Επίσης, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιριών επηρεάζουν την ποιότητα των accruals, όπως είναι η διάρκεια του λειτουργικού κύκλου, το μέγεθος της εταιρίας, η μεταβλητότητα των πωλήσεων, η μεταβλητότητα των ταμιακών ροών, το ύψος και η μεταβλητότητα των accruals και η μεταβλητότητα των κερδών. Το μέγεθος της επίδρασης των παραπάνω χαρακτηριστικών στην ποιότητα των accruals, όπως την

ορίζουν οι Dechow και Dichev, είναι διαφορετικό. Τη μεγαλύτερη επίδραση φαίνεται να έχουν η τυπική απόκλιση των κερδών, η τυπική απόκλιση και το επίπεδο των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης, καθώς και η τυπική απόκλιση των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Ακολουθούν σε σπουδαιότητα το μέγεθος της εταιρίας, η τυπική απόκλιση των πωλήσεων και η διάρκεια του λειτουργικού κύκλου. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι σύμφωνα με την ανάλυση των Dechow και Dichev η χαμηλή σταθερότητα των accruals οφείλεται στην υποκειμενικότητα που εμπεριέχεται στην εκτίμησή τους.

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κομμάτι της εργασίας, τα ευρήματα του Sloan (1996) σε μια πρώτη επαφή φαίνεται να έρχονται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Dechow (1994) και Dechow, Kothari και Watts (1998). Έχοντας πλέον αναφερθεί στην ποιότητα των accruals μπορούμε να εξετάσουμε την πραγματική σχέση ανάμεσα στις δύο έρευνες. Ο Sloan (1996) δείχνει ότι το accruals κομμάτι των κερδών είναι λιγότερο σταθερό (persistent) σε σχέση με το κομμάτι των ταμιακών ροών και, κατά συνέπεια, εταιρίες με υψηλά επίπεδα accruals έχουν χαμηλή ποιότητα κερδών. Οι Dechow (1994) και Dechow, Kothari και Watts (1998), από την άλλη, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα accruals βελτιώνουν την ικανότητα των κερδών να μετρούν την απόδοση της εταιρίας, σε σχέση με τις ταμιακές ροές. Η έρευνα όμως των Dechow και Dichev ουσιαστικά επιλύει αυτό το παράδοξο καθώς καταλήγει στο συμπέρασμα πως ένα υψηλό επίπεδο accruals φανερώνει, τόσο κέρδη που αποτελούν μια σημαντική βελτίωση των υποκείμενων ταμιακών ροών, όσο και χαμηλότερης ποιότητας κέρδη. Ο λόγος είναι ότι τα accruals φτάνουν στο υψηλότερο επίπεδο όταν οι ταμιακές ροές έχουν τα μεγαλύτερα προβλήματα συσχέτισης ταμιακών εισροών και εκροών, με αποτέλεσμα να μην αποτελούν ικανοποιητικό μέτρο προσδιορισμού της απόδοσης μιας εταιρίας. Συνεπώς, περισσότερα accruals σημαίνουν μεγαλύτερη βελτίωση των υποκείμενων ταμιακών ροών. Όμως αυτή η βελτίωση χαρακτηρίζεται από το μειονέκτημα της διενέργειας σφαλμάτων εκτίμησης, και, όπως έχει ήδη αναφερθεί υπάρχει, μια θετική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου των accruals και της έκτασης αυτών των σφαλμάτων. Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα των Sloan (1996) και Dechow (1994), Dechow, Kothari και Watts (1998) δεν είναι στην ουσία αντικρουόμενα όπως προκύπτει από μια πρώτη ματιά.

Ωστόσο, η συνεισφορά των accruals στη μέτρηση της απόδοσης μιας εταιρίας τίθεται σε αμφισβήτηση από τη στιγμή που αυτά υπόκεινται σε πιθανή διαστρέβλωση από διακριτικές αποφάσεις της διοίκησης της εταιρίας. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να συμβεί σε περίπτωση που η διοίκηση της εταιρίας ήθελε να στείλει ένα σήμα (signalling) της δικής της ιδιωτικής πληροφόρησης ή να χειραγωγήσει τα κέρδη προς όφελός της. Έτσι, ενώ στην πρώτη περίπτωση η μετάδοση ιδιωτικής πληροφόρησης αναμένεται να μειώσει την ασύμμετρη πληροφόρηση και με αυτόν τον τρόπο να βελτιώσει τα κέρδη ως μέτρο της απόδοσης της εταιρίας, μια παρεμβατική στρατηγική της διοίκησης στα λογιστικά δεδομένα της εταιρίας με σκοπό την ωραιοποίηση τους έχει ως συνέπεια να υποβαθμίζει την αξιοπιστία των accruals ως μέτρο της απόδοσης της εταιρίας. Συνεπώς, η μεγιστοποίηση της χρησιμότητας του λογιστικού μεγέθους των accruals εξαρτάται όχι μόνο από την ποιότητα των accruals, όπως αυτή έχει αναλυθεί, αλλά και από την αξιοπιστία τους.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΔΕΙΓΜΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

### ***4.1. Επιλογή και Σύνθεση του Δείγματος***

Το δείγμα μας αποτελείται από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες, για την περίοδο 2001-2007. Το δείγμα μας χωρίζεται σε δύο χρονικές περιόδους, με βάση τα λογιστικά πρότυπα σύμφωνα με τα οποία συντάσσουν οι εταιρίες τις λογιστικές τους καταστάσεις. Η πρώτη είναι τα έτη 2001-2004 όπου οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, και η δεύτερη τα έτη 2005-2007 όπου οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται, υποχρεωτικά για το σύνολο των εταιριών, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Ένα πλήθος εταιριών είχε αρχίσει ήδη από το 2004 την σύνταξη των Λογιστικών Καταστάσεων με τη χρήση και των δύο λογιστικών προτύπων, όμως για λόγους ομοιογένειας του δείγματος για το σύνολο των εταιριών οι λογιστικές καταστάσεις του έτος 2004 που χρησιμοποιούνται είναι αυτές που συντάχθηκαν σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα. Η επιλογή της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου έγινε με γνώμονα την καλύτερη, πιο άμεση και αξιόπιστη, σύγκριση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν για τις δύο υποπεριόδους, ώστε να απαντηθούν με καλύτερο δυνατό τρόπο τα ερωτήματα που θέτει η έρευνα όπως αυτά ορίζονται εκτενέστερα στη συνέχεια.

Τα λογιστικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση μας προέρχονται από τη βάση δεδομένων Effect. Λειτουργώντας σύμφωνα με τη διεθνή αρθρογραφία εξαιρούμε από την ανάλυση μας τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές και χρηματιστηριακές εταιρίες, καθώς και τις εταιρίες επενδύσεων, λόγω του ιδιαίτερου θεσμικού πλαισίου που διέπει τη λειτουργία τους. Επίσης, από το δείγμα αποκλείστηκαν οι εταιρίες για τις οποίες δεν υπήρχαν επαρκή δεδομένα για τον υπολογισμό των λογιστικών μεγεθών που χρησιμοποιούμε, αλλά και εταιρίες για τις οποίες δεν ήταν γνωστή η ακριβής ημερομηνία καταβολής μερίσματος, καθώς δεν θα ήταν εφικτός ο υπολογισμός των πραγματικών μηνιαίων εταιρικών αποδόσεων οι οποίες χρησιμοποιούνται. Επίσης, ο υπολογισμός αυτών των μεγεθών απαιτεί εταιρίες που είχαν παρουσία στο Χ.Α.Α. για τουλάχιστον τρία συνεχή χρόνια. Δηλαδή στο δείγμα περιέχονται εταιρίες με συνεχή παρουσία μιας δεκαετίας στο Χ.Α.Α. και εξαιρούνται όσες σταμάτησαν να

διαπραγματεύονται σε αυτό ώστε να είναι δυνατή η εξαγωγή σωστών συμπερασμάτων σχετικά με τις δύο υποπεριόδους, και να μην υπάρξει μεροληψία στον τρόπο επιλογής του δείγματος, λόγω του survivorship bias. Τέλος, από το δείγμα δεν αφαιρούνται κάποιες ακραίες παρατηρήσεις καθώς ερευνάται η συμπεριφορά της αγοράς, και ειδικότερα αναλύεται μια από τις ιδιαιτερότητές της (accrual anomaly), και μια τέτοια κίνηση θα αποδυνάμωνε τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς, τα οποία διαμορφώνουν αυτό το φαινόμενο. Με τον τρόπο αυτό καταλήξαμε σε ένα δείγμα 131 εταιριών.

Με τη χρήση των τιμών κλεισίματος των μετοχών του δείγματος, όπως αυτές προκύπτουν από την Datastream και των μερισμάτων ανά μετοχή, όπως αυτά εμφανίζονται στα επίσημα στοιχεία του Χ.Α.Α. πραγματοποιείται ο υπολογισμός των μηνιαίων αποδόσεων των μετοχών που χρησιμοποιούμε στη συνέχεια της έρευνας.

#### **4.2. Ο Σκοπός της Έρευνας**

Πολύ σημαντική συνεισφορά σε αυτόν τον τομέα της χρηματοοικονομικής λογιστικής έχουν τα ευρήματα της εργασίας του Sloan (1996) σε σχέση με τη διαφορετική σταθερότητα και την μη ορθή αποτίμηση από τους επενδυτές των συνιστωσών των λογιστικών κερδών, δηλαδή των accruals και των ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, ο Sloan (1996) έδειξε ότι οι επενδυτές εστιάζονται και αποτιμούν ορθά τα λογιστικά κέρδη, αλλά δεν αποτιμούν ορθά την διαφορετική σταθερότητα και το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των συνιστωσών τους. Ειδικότερα οι επενδυτές μοιάζουν να μένουν προσκολλημένοι στα λογιστικά κέρδη και να αδυνατούν να αναγνωρίσουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals και των ταμιακών ροών καθώς, υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών). Συνέπεια αυτών είναι η δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accruals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις.

Στην παρούσα εργασία θα επικεντρωθούμε στην ιδιαιτερότητα της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly), για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.



Υιοθετείται μια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική που κάνει χρήση πληροφοριών από τις λογιστικές καταστάσεις και προσαρμόζεται στην συμπεριφορά των επενδυτών που έχει παρατηρηθεί. Εξετάζεται αν είναι δυνατόν μέσω αυτής να επιτυγχάνονται υπερκανονικές αποδόσεις. Όμως η συγκεκριμένη έρευνα εκτείνεται και προς μια νέα διαφορετική κατεύθυνση καθώς εξετάζει τις επιδράσεις που είχε η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Συγκεκριμένα, ερευνάται η αντίδραση των επενδυτών στην ποιοτικότερη πληροφόρηση που τους προσφέρουν τα νέα λογιστικά πρότυπα και ο βαθμός στον οποίο είναι αυτή ικανή να περιορίσει την ιδιαιτερότητα της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly).

### 4.3. Ορισμός Μεταβλητών

Ο τρόπος υπολογισμού των accruals χρησιμοποιεί πληροφορίες που εμφανίζονται στον Ισολογισμό και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρίας για δύο διαδοχικές χρήσεις. Συγκεκριμένα, έχουμε:

$$ACC_{it} = (\Delta E - \Delta X\Delta) - (\Delta BY + \Delta MY - \Delta B\Delta - \Delta M\Delta), \quad \text{όπου}$$

$\Delta E$  = η μεταβολή του συνολικού ενεργητικού για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta X\Delta$  = η μεταβολή των χρηματικών διαθεσίμων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta BY$  = η μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta MY$  = η μεταβολή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta B\Delta$  = η μεταβολή του βραχυπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta M\Delta$  = η μεταβολή του μακροπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

Αυτός ο ορισμός καλύπτει τις επιχειρήσεις που καταρτίζουν τις λογιστικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Δηλαδή εφαρμόζεται για την

περίοδο 2005-2007. Για την περίοδο 2001-2004 όπου οι εταιρίες συντάσσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις με βάση τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα γίνονται κάποιες τροποποιήσεις του τρόπου υπολογισμού των accruals, ώστε να υπάρχει ομοιογένεια στα αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, στην μεταβολή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων θα πρέπει να συμπεριλάβουμε και τη μεταβολή των προβλέψεων για κινδύνους και τη μεταβολή των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού, καθώς σύμφωνα με τις αρχές των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων και αυτοί οι λογαριασμοί αποτελούν υποχρεώσεις της επιχείρησης ενώ σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δεν αποτελούν ανεξάρτητους λογαριασμούς αλλά ενσωματώνονται στους λογαριασμούς των υποχρεώσεων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, ανάλογα με τη φύση τους. Συνεπώς για την περίοδο 2001-2004 ο ορισμός των accruals είναι ο ακόλουθος:

$$ACC_{it} = (\Delta E - \Delta X\Delta) - (\Delta BY + \Delta MY + \Delta PP + \Delta M\Lambda\Pi - \Delta B\Delta - \Delta M\Delta), \quad \text{όπου}$$

$\Delta E$  = η μεταβολή του συνολικού ενεργητικού για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta X\Delta$  = η μεταβολή των χρηματικών διαθεσίμων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta BY$  = η μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta MY$  = η μεταβολή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta B\Delta$  = η μεταβολή του βραχυπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta M\Delta$  = η μεταβολή του μακροπρόθεσμου μέρους των τραπεζικών δανείων για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta PP$  = η μεταβολή των προβλέψεων για κινδύνους για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

$\Delta M\Lambda\Pi$  = η μεταβολή των μεταβατικών λογαριασμών παθητικού για τις δύο διαδοχικές χρήσεις t-1, t

Οι καθαρές ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ορίζονται ως εξής:

$$TP\Delta_{it} = KK_{it} - ACC_{it}, \quad \text{όπου}$$

$KK_{it}$  = τα κέρδη προ φόρων της χρήσης  $t$

$ACC_{it}$  = τα accruals της χρήσης  $t$

Για την περίοδο 2001-2004 όπου οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται με βάση τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, ως κέρδη προ φόρων της κάθε χρήσης χρησιμοποιείται ο λογαριασμός «Αποτελέσματα Χρήσης Προ Φόρων», ενώ για την περίοδο 2005-2007 όπου οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ως κέρδη προ φόρων της κάθε χρήσης χρησιμοποιείται ο λογαριασμός «Κέρδη Προ Φόρων».

Οι μηνιαίες αποδόσεις υπολογίζονται ως η διαφορά της 1<sup>ης</sup> ημέρας των μηνών  $t$  και  $t+1$ . Για να ανταποκρίνονται οι αποδόσεις στην πραγματικότητα ενσωματώνουμε και τα μερίσματα στην απόδοση του μήνα κατά τον οποίο αυτά καταβάλλονται. Επίσης οι τριμηνιαίες αποδόσεις προκύπτουν ως το άθροισμα των μηνιαίων αποδόσεων που τις αποτελούν, χωρίς τον ανατοκισμό τους ώστε να υπάρχει μια σχετικά συντηρητική προσέγγιση σχετικά με την ύπαρξη της οποιας υπεραπόδοσης προκύψει από τη στρατηγική που ακολουθούμε.

Τέλος, όπως και στην υπόλοιπη αρθρογραφία, έτσι και στην παρούσα έρευνα κατά την εφαρμογή της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής χρησιμοποιούνται ποσοτικοποιημένα δεδομένα (scaled data), δηλαδή τόσο τα accruals όσο και ταμιακές ροές διαιρούνται με το σύνολο του ενεργητικού κάθε εταιρίας ώστε να είναι εξασφαλιστεί η ομοιογένεια του δείγματος. Συγκεκριμένα, για την επίτευξη των καλύτερων δυνατών αποτελεσμάτων, μέσω της ενσωμάτωσης της δυναμικής της εταιρίας για κάθε χρήση, τα παραπάνω μεγέθη διαιρούνται με τον μέσο όρο του συνόλου του ενεργητικού της προηγούμενης και τις τρέχουσας χρήσης ( $t-1$  και  $t$ ), και όχι απλά με το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης χρήσης.

#### 4.4. Παρουσίαση της Στρατηγικής

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για να ελεγχθεί η αποτίμηση των συνιστώσων της λογιστικής κερδοφορίας, δηλαδή των accuals και των καθαρών ταμιακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, από τους επενδυτές, υιοθετείται μια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική η οποία προσαρμόζεται στην αδυναμία των επενδυτών να διακρίνουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο αυτών των δύο μεγεθών. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές μοιάζουν να μένουν προσκολλημένοι στα λογιστικά κέρδη και να αδυνατούν να αναγνωρίσουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των accuals και των ταμιακών ροών καθώς, υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accuals (ταμιακών ροών). Συνέπεια αυτών είναι η δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accuals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις.

Συγκεκριμένα, για τα έτη 2001-2007 χωρίζουμε τις λογιστικές χρήσεις σε τρίμηνα. Για κάθε τρίμηνο υπολογίζονται τα accuals και οι ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με τον τρόπο που έχει περιγραφεί ανωτέρω, με τη χρήση των αντίστοιχων λογιστικών πληροφοριών από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις. Για να εξασφαλιστεί η δυνατότητα του συνόλου των επενδυτών τα συλλέξει τα λογιστικά δεδομένα των εταιριών ώστε να υπολογίσει τα παραπάνω λογιστικά μεγέθη, ο σχηματισμός των χαρτοφυλακίων για κάθε υποπερίοδο που εξετάζεται, δηλαδή τρίμηνο, ξεκινά με καθυστέρηση ενός τριμήνου. Αυτό συμβαίνει γιατί οι εταιρίες έχουν ένα περιθώριο τριών μηνών ώστε να δημοσιεύσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις, το οποίο συνήθως εξαντλούν, και θα ήταν λανθασμένη η υιοθέτηση μιας στρατηγικής η οποία βασίζεται στη δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση λογιστικές πληροφορίες οι οποίες δεν είναι δημόσια διαθέσιμες. Συνεπώς, ενώ το λογιστικό έτος συμπίπτει με το ημερολογιακό, η αντίστοιχη επενδυτική στρατηγική ξεκινά την 1<sup>η</sup> Απριλίου κάθε έτους και τερματίζεται στις 31 Μαρτίου του επόμενου. Επίσης, πρέπει να σημειωθεί πως, ενώ για την περίοδο 2001-2004 μπορούν να εξαχθούν αποτελέσματα για το σύνολο των 16 τριμήνων, αυτό δεν συμβαίνει για την περίοδο 2005-2007. Για το πρώτο τρίμηνο του 2005 δεν είναι δυνατός ο υπολογισμός των accuals καθώς οι

λογιστικές καταστάσεις του προηγούμενου τριμήνου έχουν συνταχθεί με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα. Επιπλέον, για το έτος 2007 τα αποτελέσματα περιορίζονται σε δύο τρίμηνα καθώς δεν θα ήταν σωστό να χρησιμοποιηθούν αποδόσεις της χρήσης 2008, κάτι που είναι απαραίτητο για τη δημιουργία χαρτοφυλακίων σύμφωνα με τα actuals του εννιαμήνου και του τέλους χρήσης όπως έχει ήδη εξηγηθεί, από τη στιγμή που η έρευνα μας γίνεται για τη χρονική περίοδο 2001-2007.

Σε κάθε τρίμηνο της υπό εξέταση περιόδου δημιουργούνται 3 χαρτοφυλάκια με βάση το ύψος των actuals και των ταμιακών ροών αντίστοιχα, που υπολογίζονται για κάθε εταιρία. Έτσι το πρώτο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει το χαμηλότερο 20% των παρατηρήσεων, το δεύτερο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει τις παρατηρήσεις που βρίσκονται ανάμεσα στο 20% και στο 80% του δείγματος, ενώ τέλος, στο τρίτο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνεται το ανώτερο 20% των παρατηρήσεων.

Για κάθε χρονική περίοδο δημιουργείται ένα αντίστοιχο σετ τριών χαρτοφυλακίων. Έτσι στο τέλος καταλήγουμε με ένα σύνολο από 25 χαρτοφυλάκια για το χαμηλό, το μεσαίο και το υψηλό μέρος των παρατηρήσεων. Για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τα ερωτήματα που έχουν τεθεί στην συγκεκριμένη έρευνα είναι χρήσιμη η διερεύνηση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των ακραίων χαρτοφυλακίων. Συγκεκριμένα, αφού ομαδοποιηθούν χαμηλά και τα υψηλά χαρτοφυλάκια αντίστοιχα, υπολογίζεται ο μέσος των αποδόσεων τις οποίες αυτά επιτυγχάνουν. Για να υπολογιστεί η υπερκανονική απόδοση που πιθανόν να προκύπτει από την επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική που υιοθετούμε, αφαιρείται ο μέσος των υψηλών χαρτοφυλακίων από εκείνο των χαμηλών καθώς η στρατηγική που ακολουθείται προτείνει την πώληση των χαρτοφυλακίων με τα υψηλά actuals και την αγορά εκείνων με τα χαμηλά. Για τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ακολουθείται η ίδια διαδικασία με μόνη διαφορά ότι αφαιρείται ο μέσος των χαμηλών χαρτοφυλακίων από εκείνο των υψηλών καθώς η στρατηγική που ακολουθείται προτείνει την πώληση των χαρτοφυλακίων με τις χαμηλές ταμιακές ροές και την αγορά εκείνων με τις υψηλές. Τέλος, πραγματοποιείται έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας της διαφοράς αυτών των μέσων ώστε να αξιολογηθεί η εκάστοτε επενδυτική στρατηγική.

Επιπρόσθετα των όσων περιγράφονται ανωτέρω, πραγματοποιείται ακόμα ένας έλεγχος. Για να εντοπιστεί αν παρατηρείται μια συγκέντρωση της υπερκανονικής

απόδοσης που αναμένουμε να εμφανιστεί, σε κάποιο συγκεκριμένο μήνα μετά την ανακοίνωση των κερδών, και συνεπώς της δυνατότητας υπολογισμού των accuals και των ταμιακών ροών, εφαρμόζονται οι παραπάνω αντισταθμιστικές στρατηγικές με τη μόνη διαφορά ότι πλέον δημιουργείται ένα διαφορετικό σετ χαρτοφυλακίων, χαμηλό-μεσαίο- υψηλό, όχι για κάθε τρίμηνο αλλά για κάθε μήνα.. Με αυτόν τον τρόπο ίσως προκύψει η δυνατότητα μιας νέας στρατηγικής με μικρότερο χρονικό ορίζοντα η οποία να εκμεταλλεύεται τη συμπεριφορά των επενδυτών σε ακόμα μεγαλύτερο βαθμό. Επίσης, στο τέλος πραγματοποιείται έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των μέσω αντισταθμισμένων αποδόσεων ώστε να εξαχθούν ορθά συμπεράσματα.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

### ***5.1. Ανάλυση Χαρτοφυλακίων με Βάση τα Accruals***

#### **Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα**

Το κυριότερο ζήτημα που εξετάζεται στη παρούσα μελέτη είναι το κατά πόσο μια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική που κάνει χρήση πληροφοριών από τις λογιστικές καταστάσεις και προσαρμόζεται στην συμπεριφορά των επενδυτών που έχει παρατηρηθεί, δηλαδή την υπερίμηση (υποτίμηση) της χαμηλής (υψηλής) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών) μπορεί να οδηγήσει στην επίτευξη υπερκανονικών αποδόσεων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Όμως παρατηρείται η ύπαρξη ενός παράδοξου φαινομένου. Η υπερκανονική αυτή απόδοση προκύπτει μέσω της πώλησης των χαρτοφυλακίων με τα χαμηλά accruals και την αγορά εκείνων με τα υψηλά. Δηλαδή, προκύπτουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα που υποστηρίζουν την ύπαρξη ευκαιριών για υπερκανονική απόδοση λόγω της ιδιαιτερότητας της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly), τα οποία όμως βρίσκονται σε πλήρη αντίθεση με εκείνα τα οποία έχουν εξαχθεί από την διεθνή αρθρογραφία για τις αναπτυγμένες αγορές που προσεγγίζουν την έννοια της αποτελεσματικότητας.

Έτσι, στους Πίνακες 1 και 2 εμφανίζονται τα αποτελέσματα της εν λόγω στρατηγικής για τα accruals, προσαρμοσμένης στην ελληνική αγορά, και η οποία εφαρμόζεται σε τρίμηνη βάση. Παρατηρείται η δυνατότητα επίτευξης μιας μέσης τριμηνιαίας υπερκανονικής απόδοσης ύψους 2,6%. Μάλιστα το αποτέλεσμα αυτό είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (t-statistic 2,01).

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε τρίμηνη βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

**Πίνακας 1**

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.040248908	0.031976907	-0.008272001
-0.269213023	-0.225770499	0.043442524
-0.214684494	-0.229708098	-0.015023604
0.233116075	0.238824691	0.005708616
-0.111312758	-0.09974941	0.011563348
-0.066677106	-0.054287569	0.012389537
-0.243032772	-0.19584368	0.047189092
-0.086917359	-0.06925777	0.017659589
-0.228613844	-0.288643041	-0.060029197
0.506518958	0.532029442	0.025510484
0.08662181	0.107190356	0.020568546
0.038387114	0.103533079	0.065145965
-0.031001605	-0.084103707	-0.053102102
-0.190403034	-0.085359991	0.105043043
-0.134380916	-0.076466845	0.057914071
-0.020295563	0.121996788	0.142292351

**Πίνακας 2**

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.026125016
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.051958941
<b>T-STATISTIC</b>	2.011204682



Σε συνέχεια της παραπάνω στρατηγικής εφαρμόστηκε μια αντίστοιχη αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική σε βάθος ενός μήνα ώστε να εντοπιστεί αν η υπερκανονική αυτή απόδοση τείνει να συγκεντρώνεται σε κάποιο συγκεκριμένο μήνα μετά την ανακοίνωση των λογιστικών κερδών, και συνεπώς, της δυνατότητας υπολογισμού των accuals και των ταμιακών ροών. Πράγματι, όπως εμφανίζεται και στους Πίνακες 3 και 4, υπάρχει η τάση αυτή η υπερκανονική απόδοση να συγκεντρώνεται στον τρίτο μήνα μετά την ανακοίνωση των λογιστικών κερδών, δηλαδή των τελευταίο μήνα πριν την ανακοίνωση των νέων κερδών και κατά συνέπεια των νέων accuals και ταμιακών ροών. Η υπερκανονική αυτή απόδοση είναι ύψους 3,5%, δηλαδή ακόμα μεγαλύτερη από την μέση μηνιαία και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%(t-stat 3,60).

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

3<sup>ος</sup> Μήνας

**Πίνακας 3**

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.060827795	0.059659379	-0.001168416
-0.11633057	-0.103454909	0.012875661
-0.303761484	-0.261202399	0.042559085
-0.100598461	-0.036492393	0.064106068
-0.072096866	-0.06680344	0.005293426
-0.059420999	-0.046695727	0.012725272
-0.188498627	-0.126607678	0.061890949
-0.233118708	-0.191996211	0.041122497
-0.067547736	-0.07514613	-0.007598394
0.110245905	0.207210974	0.096965069
-0.192526173	-0.158201238	0.034324935
-0.018503855	-0.007583324	0.010920531
-0.072054187	-0.112105952	-0.040051765
-0.164876961	-0.082685252	0.082191709
-0.09857551	-0.043379489	0.055196021
-0.077529234	0.022119662	0.099648896

**Πίνακας 4**

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.035687596
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.039594094
<b>T-STATISTIC</b>	3.605345402

## Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα

Η ίδια επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική εφαρμόζεται και στο διάστημα υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων για τη σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών. Όπως φαίνεται και από τους Πίνακες 5 και 6, οι οποίοι παρουσιάζουν την στρατηγική σε χρονικό ορίζοντα τριμήνου, δεν προκύπτει κάποιο στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα που να επιβεβαιώνει την ύπαρξη δυνατότητας επίτευξης υπερκανονικών αποδόσεων μέσω της συγκεκριμένης στρατηγικής. Όπως είναι αναμενόμενο το ίδιο προκύπτει και για την αντίστοιχη αντισταθμιστική στρατηγική σε μηνιαία βάση. Αναλυτικά στοιχεία με τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης στρατηγικής, σε μηνιαία βάση περιέχονται στους αντίστοιχους πίνακες στο Παράρτημα.

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals σε τρίμηνη βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

**Πίνακας 5**

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.039447299	0.285586819	0.24613952
0.035213039	-0.042690067	-0.077903106
0.109793015	0.140999275	0.03120626
0.122702351	0.174875815	0.052173464
0.068815789	0.08467798	0.015862191
0.306499137	0.23288721	-0.073611927

**Πίνακας 6**

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.032311067
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.118114989
<b>T-STATISTIC</b>	0.670072681

## 5.2. Ανάλυση Χαρτοφυλακίων με Βάση τις Ταμιακές Ροές

### Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα

Επιπρόσθετα της επενδυτικής αντισταθμιστικής στρατηγικής για τα accruals, για την ίδια χρονική περίοδο εφαρμόζεται και η αντίστοιχη επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική, σε τρίμηνη βάση, για τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Φυσιολογικά, η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ίδια με μόνη διαφορά ότι αφαιρείται ο μέσος των χαμηλών χαρτοφυλακίων από εκείνο των υψηλών καθώς η στρατηγική που ακολουθείται προτείνει την πώληση των χαρτοφυλακίων με τις χαμηλές ταμιακές ροές και την αγορά εκείνων με τις υψηλές. Όμως όπως έχει ήδη επισημανθεί τα αποτελέσματα για την ελληνική αγορά κατά την περίοδο 2001-2004 βρίσκονται σε πλήρη αντίθεση με εκείνα τα οποία έχουν εξαχθεί από την διεθνή αρθρογραφία για τις αναπτυγμένες αγορές που προσεγγίζουν την έννοια της αποτελεσματικότητας. Έτσι από της στιγμή που υιοθετείται η συγκεκριμένη αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική με βάση τα accruals, θα πρέπει να αναθεωρηθεί και η αντίστοιχη στρατηγική για τις ταμιακές ροές. Συνεπώς, η αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική με βάση τις ταμιακές ροές που υιοθετείται για την ελληνική αγορά προτείνει την πώληση των χαρτοφυλακίων με τις υψηλές ταμιακές ροές και την αγορά εκείνων με τις χαμηλές. Έτσι, για την εξαγωγή αποτελεσμάτων αφαιρείται ο μέσος των υψηλών χαρτοφυλακίων από εκείνο των χαμηλών. Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της εν λόγω στρατηγικής, τα οποία εμφανίζονται στους Πίνακες 7 και 8, δεν παρατηρείται δυνατότητα επίτευξης υπερκανονικών αποδόσεων. Όπως είναι αναμενόμενο το ίδιο προκύπτει και για την αντίστοιχη αντισταθμιστική στρατηγική σε μηνιαία βάση. Στο Παράρτημα της εργασίας περιέχονται αναλυτικά στοιχεία με τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης στρατηγικής, σε μηνιαία βάση, στους αντίστοιχους πίνακες.

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε τρίμηνη βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

**Πίνακας 7**

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.001609206	0.039451119	0.037841913
-0.244246078	-0.227067023	0.017179055
-0.189187325	-0.228948827	-0.039761502
0.276917542	0.291886938	0.014969396
-0.121733263	-0.105556693	0.01617657
-0.06321017	-0.06024826	0.00296191
-0.242131024	-0.230555726	0.011575298
-0.078267704	-0.067366994	0.01090071
-0.161616895	-0.255865355	-0.09424846
0.513694813	0.58552434	0.071829527
0.09617139	0.103383136	0.007211746
0.071030452	0.063835715	-0.007194737
-0.030692709	-0.085841536	-0.055148827
-0.170785138	-0.104531824	0.066253314
-0.057536294	-0.097191499	-0.039655205
0.059773902	0.061581345	0.001807443

**Πίνακας 8**

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.001418634
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.042564446
<b>T-STATISTIC</b>	0.133316378

## Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα

Ανάλογη επενδυτική αντισταθμιστική στρατηγική εφαρμόζεται και κατά το διάστημα υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων για τη σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών. Όπως φαίνεται και από τους Πίνακες 9 και 10, οι οποίοι παρουσιάζουν την στρατηγική σε χρονικό ορίζοντα τριμήνου, δεν προκύπτει κάποιο στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα που να επιβεβαιώνει την ύπαρξη δυνατότητας επίτευξης υπερκανονικής μέσω της συγκεκριμένης στρατηγικής. Όπως είναι αναμενόμενο το ίδιο προκύπτει και για την αντίστοιχη αντισταθμιστική στρατηγική σε μηνιαία βάση. Αναλυτικά στοιχεία με τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης στρατηγικής, σε μηνιαία βάση, περιέχονται στους αντίστοιχους πίνακες στο Παράρτημα.

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε τρίμηνη βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

**Πίνακας 9**

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.095868955	0.292023395	0.19615444
-0.045290192	-0.085854052	-0.04056386
0.083058086	0.033971449	-0.049086637
0.147447542	0.12185255	-0.025594992
0.049084658	0.068453346	0.019368688
0.229138167	0.260750597	0.03161243

**Πίνακας 10**

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.021981678
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.091281892
<b>T-STATISTIC</b>	0.589863924

### 5.3. Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα τις παρούσας εργασίας υποστηρίζουν την ύπαρξη της ιδιαιτερότητας της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly) μόνο για το χρονικό διάστημα που οι λογιστικές καταστάσεις των εταιριών καταρτίζονταν με βάση τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, αλλά σε μια ιδιότυπη μορφή, η οποία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως «ελληνικό παράδοξο». Αυτό δημιουργεί ερωτήματα προς δύο κατευθύνσεις.

Η πρώτη σχετίζεται με την ποιότητα της πληροφόρησης που προσέφεραν οι λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, κατά την περίοδο που συντάσσονταν σύμφωνα με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, στους επενδυτές που τις συμβουλευόνταν για τη λήψη αποφάσεων, καθώς άφηναν σαφώς μεγαλύτερα περιθώρια διαχείρισης των λογιστικών κερδών από τις διοικήσεις των εταιριών, και συνεπώς, μεγαλύτερη υποκειμενικότητα στον υπολογισμό των accruals. Τα ερωτήματα αυτά γίνονται ακόμα πιο εύλογα από τη στιγμή που παρατηρείται ότι η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων συνετέλεσε στην εξάλειψη της συγκεκριμένης ιδιαιτερότητας της αγοράς.

Η δεύτερη έχει να κάνει με την αποτίμηση των accruals από τους επενδυτές. Από τη διεθνή αρθρογραφία προκύπτει πως οι επενδυτές μοιάζουν να μένουν προσκολλημένοι στα λογιστικά κέρδη και να αδυνατούν να αναγνωρίσουν το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των accruals και των ταμιακών ροών καθώς, υπερτιμούν (υποτιμούν) την χαμηλή (υψηλή) σταθερότητα των accruals (ταμιακών ροών). Συνέπεια αυτών είναι η δημιουργία μιας ιδιαιτερότητας της χρηματιστηριακής αγοράς (market anomaly), όπου οι επιχειρήσεις με υψηλά (χαμηλά) accruals επιτυγχάνουν αρνητικές (θετικές) μελλοντικές υπερκανονικές αποδόσεις. Ωστόσο, για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και για την περίοδο 2001-2004, όπου οι λογιστικές καταστάσεις των εταιριών καταρτίζονταν με βάση τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, είναι οι επιχειρήσεις με τα υψηλά accruals που επιτυγχάνουν υπερκανονικές αποδόσεις, δημιουργώντας έτσι το ελληνικό παράδοξο, ενώ επιπλέον, παρατηρείται μια συγκέντρωση αυτών των υπερκανονικών αποδόσεων κατά τον αντίστοιχο τρίτο μήνα κάθε τριμήνου εφαρμογής της εν λόγω στρατηγικής.

Η διαφορετικότητα της αποτίμησης των accruals από τους επενδυτές στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να αποδοθεί σε ένα συνδυασμό νομικού πλαισίου, πληροφόρησης και προστασίας των επενδυτών αλλά και στον βαθμό φιλοσοφίας αυτών. Άλλωστε, από την έρευνα του LaFond (2006) έχει διαφανεί πως η ιδιαιτερότητα της χρηματιστηριακής αγοράς που οφείλεται στα accruals είναι αποτέλεσμα διαφόρων αιτιών που ποικίλλουν από χώρα σε χώρα. Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ίσως ο πιο σημαντικός είναι ο βαθμός φιλοσοφίας των επενδυτών καθώς γνωρίζουμε πως το ποσοστό θεσμικών επενδυτών είναι χαμηλότερο συγκριτικά με άλλες πιο αναπτυγμένες διεθνείς αγορές. Επίσης, γνωρίζουμε από τα αποτελέσματα της έρευνας των Dechow και Dichev (2002) πως ένα υψηλό επίπεδο accruals φανερώνει, τόσο κέρδη που αποτελούν μια σημαντική βελτίωση των υποκείμενων ταμιακών ροών, όσο και χαμηλότερης ποιότητας κέρδη. Ο λόγος είναι ότι τα accruals φτάνουν στο υψηλότερο επίπεδο όταν οι ταμιακές ροές έχουν τα μεγαλύτερα προβλήματα συσχέτισης ταμιακών εισροών και εκροών, με αποτέλεσμα να μην αποτελούν ικανοποιητικό μέτρο προσδιορισμού της απόδοσης μιας εταιρίας. Συνεπώς, περισσότερα accruals σημαίνουν μεγαλύτερη βελτίωση των υποκείμενων ταμιακών ροών. Όμως αυτή η βελτίωση χαρακτηρίζεται από το μειονέκτημα της διενέργειας σφαλμάτων εκτίμησης, και, όπως έχει ήδη αναφερθεί υπάρχει, μια θετική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου των accruals και της έκτασης αυτών των σφαλμάτων. Έτσι, στην ελληνική αγορά που όπως είπαμε χαρακτηρίζεται από χαμηλού επιπέδου φιλοσοφίας επενδυτές, φαίνεται τα accruals να υπερτιμούνται καθώς λαμβάνεται υπόψη μόνο η θετική τους πλευρά που έχει να κάνει με την αύξηση των κερδών και τη βελτίωση των υποκείμενων ταμιακών ροών και όχι η αρνητική τους. Αυτή έχει να κάνει με την εμφάνιση χαμηλής ποιότητας κερδών, τα οποία συνδέονται με αυξημένα accruals. Τα αυξημένα αυτά κέρδη πιθανόν να είναι αποτέλεσμα διαχείρισης κερδών (earnings management), ενώ επιπρόσθετα, εμφανίζουν προβλήματα συσχέτισης ταμιακών εισροών και εκροών και διενέργειας μεγαλύτερων σφαλμάτων εκτίμησης των μελλοντικών ροών και κατά συνέπεια της αξίας μιας εταιρίας.

Σε ότι έχει να κάνει με την εφαρμογή της αντίστοιχης στρατηγικής για τις ταμιακές ροές, δεν προκύπτει δυνατότητα επίτευξης υπερκανονικών αποδόσεων για καμία από τις δύο υποπεριόδους που εξετάζονται, τόσο πριν, όσο και μετά της υιοθέτηση



των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων για τη σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών, γεγονός που συνηγορεί υπέρ της σωστής αποτίμησης των ταμιακών ροών από τους επενδυτές.

#### **5.4. Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα**

Η έρευνα που παρουσιάσαμε είχε ορισμένα πρωτοποριακά χαρακτηριστικά καθώς είναι η πρώτη έρευνα που διεξάγεται σχετικά με την ιδιαιτερότητα των accruals (accrual anomaly) για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επιπλέον, είναι η πρώτη έρευνα η οποία εξετάζει την επίδραση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στην ιδιαιτερότητα των accruals (accrual anomaly). Όμως, σαφέστατα η ανάλυση που παρουσιάσαμε δεν καλύπτει ολόκληρο το φάσμα των δυνητικών προσεγγίσεων σχετικά με το φαινόμενο που μελετάται. Υπάρχουν εναλλακτικές προσεγγίσεις οι οποίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο μελλοντικής έρευνας, ώστε να ερευνηθεί αυτό το ελληνικό παράδοξο που φαίνεται πως υπήρχε, τουλάχιστον μέχρι την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, και υπό διαφορετικό πρίσμα.

Για παράδειγμα, θα μπορούσαν να αναλυθούν τα accruals στα επιμέρους συστατικά τους και να διερευνηθεί αν κάποιο κομμάτι από το πληροφοριακό τους περιεχόμενο καταπνίγεται όταν αυτά εξετάζονται ως σύνολο. Με βάση τα αποτελέσματα τις παρούσας εργασίας τα οποία υποστηρίζουν την ύπαρξη της ιδιαιτερότητας της αγοράς που οφείλεται στα accruals (accrual anomaly), έστω και σε μια παράδοξη μορφή, μόνο για το χρονικό διάστημα που οι λογιστικές καταστάσεις των εταιριών καταρτίζονταν με βάση τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, θα είχε πολύ μεγάλο ενδιαφέρον μια έρευνα στην οποία τα accruals θα χωρίζονταν σε δύο μέρη, το διαφοροποιούμενο μέρος (discretionary portion) και στο μη διαφοροποιούμενο μέρος (non discretionary portion). Ο διαχωρισμός αυτός έχει να κάνει με την υπόθεση της διαχείρισης των κερδών (earnings management hypothesis), σύμφωνα με την οποία οι διοικήσεις των εταιριών χειραγωγούν τα κέρδη προκειμένου να αυξήσουν ή να μειώσουν τα δημοσιευμένα κέρδη τους ανάλογα με τις ανάγκες και τις προτιμήσεις τους. Έτσι, το διαφοροποιούμενο μέρος (discretionary portion) των accruals προέρχεται από τη χειραγωγή των κερδών, ενώ το μη διαφοροποιούμενο μέρος (non discretionary portion) εκφράζει το ρυθμό ανάπτυξης της

εταιρίας. Με αυτόν τον τρόπο μπορούν να εξαχθούν αποτελέσματα τα οποία να σχετίζονται με την εξαγωγή συμπερασμάτων για το βαθμό της πληροφόρησης που προσέφεραν τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα στους επενδυτές, σε σχέση με τα αντίστοιχα διεθνή αλλά και τα περιθώρια που άφηναν στις διοικήσεις των εταιριών να δημοσιεύουν τις λογιστικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τις εσωτερικές ανάγκες που ήθελαν να εξυπηρετήσουν. Επίσης, μια έρευνα η οποία θα εστιάζει στη συμπεριφορά θεσμικών επενδυτών και αναλυτών με σκοπό να ερμηνεύσει την προβλεπτική ικανότητα των accuals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών θα μπορούσε να δώσει απαντήσεις σε πολλά ερωτήματα. Αν εξεταστεί η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην προβλεπτική ικανότητα των accuals για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών και τον βαθμό φιλοσοφίας των επενδυτών ίσως εντοπιστεί και η αιτία δημιουργίας του ελληνικού παραδόξου, καθώς είναι γνωστό ότι στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι ιδιαίτερα χαμηλός ο βαθμός φιλοσοφίας των επενδυτών.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ο προσδιορισμός της αξίας ενός αξιογράφου με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια, αποτελεί βασική προϋπόθεση, για τη διενέργεια κερδοφόρων επενδύσεων, και συνεπώς, για την αποδοτική κατανομή των πόρων σε μια οικονομία. Η πληροφόρηση που παρέχουν τα λογιστικά συστήματα έχει αποδειχθεί ιδιαίτερης σημασίας για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών μιας εταιρίας στη χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζουν οι εταιρίες αποτελούν της κύρια πηγή πληροφόρησης που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για τη διαμόρφωση προσδοκιών αναφορικά με τη μελλοντική πορεία της κάθε εταιρίας και συνεπώς, τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων.

Μία από τις δύο βασικές λειτουργίες των accruals είναι η κατασκευή μιας μεταβλητής, αυτής των λογιστικών κερδών. Τα λογιστικά κέρδη χαρακτηρίζονται από λιγότερο «θόρυβο» σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Αυτό επιτυγχάνεται, μέσα από τη συσχέτιση των εξόδων με τα αντίστοιχα έσοδα, τα οποία προκύπτουν ως αποτέλεσμα της διενέργειας αυτών των εξόδων. Οι τρέχουσες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αποτελούν συχνά ένα «θορυβώδες» μέτρο των μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρίας, καθώς οι ταμιακές εκροές μιας περιόδου μπορεί να μη σχετίζονται με τις ταμιακές εισροές. Με αυτόν τον τρόπο, το λογιστικό μέγεθος των κερδών που προκύπτει, αποτελεί μια καλύτερη πρόβλεψη των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών από πωλήσεις, σε σχέση με τις ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Συνεπώς, τα accruals έχουν την ικανότητα να μεταφέρουν την αναγνώριση ταμιακών ροών στο χρόνο, έτσι ώστε τα λογιστικά κέρδη που προκύπτουν να αποτελούν καλύτερο τρόπο της απόδοσης της εταιρίας, σε σχέση με τις ταμιακές ροές. Η δεύτερη βασική λειτουργία των accruals είναι ότι επιτρέπουν την αναγνώριση κερδών και ζημιών που προκύπτουν εξαιτίας μη αναμενόμενων αναθεωρήσεων των ταμιακών ροών, καθώς η αναγνώριση αυτή γίνεται με ασύμμετρο τρόπο. Ωστόσο, ενώ έχουν πραγματοποιηθεί αναρίθμητες μελέτες σχετικά με τα κέρδη και τις ταμιακές ροές, και τον τρόπο που αυτά επηρεάζουν την αξία των εταιριών, και κατά συνέπεια τη λήψη των αποφάσεων των επενδυτών που καθορίζει την απόδοση των

επενδύσεών τους, ο ρόλος των accruals ως αυτόνομη μεταβλητή στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων δεν έχει λάβει αντίστοιχη προσοχή από τη διεθνή αρθρογραφία.

Στην παρούσα μελέτη επιδιώξαμε τη διερεύνηση του ρόλου των accruals στην αποτίμηση της αξίας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών. Συγκεκριμένα, υιοθετήθηκε μια αντισταθμιστική επενδυτική στρατηγική με βάση το ύψος των accruals, σύμφωνη με την συμπεριφορά των επενδυτών, όπως αυτή έχει παρατηρηθεί σε αναπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, αν και το μεγαλύτερο μέρος της διεθνούς αρθρογραφίας επικεντρώνεται σε αυτή των Η.Π.Α.. Τα αποτελέσματα της έρευνας μας εντοπίζουν ένα παράδοξο φαινόμενο στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς φαίνεται να είναι δυνατή η επίτευξη υπερκανονικών αποδόσεων μέσω αυτής της στρατηγικής, όμως όχι με παρόμοιο τρόπο με εκείνο που προτείνεται από τη διεθνή αρθρογραφία. Συγκεκριμένα, οι υπερκανονικές αποδόσεις για το χρονικό διάστημα 2001-2004 επιτυγχάνονται μέσω της αγοράς των χαρτοφυλακίων με τα υψηλά accruals και της πώλησης εκείνων με τα χαμηλά. Επίσης, εμφανίζεται μια τάση συγκέντρωσης αυτών των υπερκανονικών αποδόσεων στον τρίτο μήνα του κάθε αντίστοιχου τριμήνου εφαρμογής της στρατηγικής.

Έτσι, κρίνεται απαραίτητη η περαιτέρω μελέτη του φαινομένου ώστε να αποσαφηνιστεί το παράδοξο φαινόμενο που φαίνεται να υφίσταται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, πρέπει να ερευνηθεί αν αυτά τα αποτελέσματα είναι απόρροια της ποιότητας της πληροφόρησης που παρείχαν στους επενδυτές οι λογιστικές καταστάσεις που συντάσσονταν με τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, οι οποίες άφηναν σαφώς μεγαλύτερα περιθώρια διαχείρισης των λογιστικών κερδών από τις διοικήσεις των εταιριών, και συνεπώς, μεγαλύτερη υποκειμενικότητα στον υπολογισμό των accruals, κάτι το οποίο φανερώνεται και από την εξάλειψη της δυνατότητας επίτευξης αυτών των υπερκανονικών αποδόσεων από το χρονικό σημείο της υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων ή αν σχετίζονται με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, όπως η προστασία των επενδυτών, το νομικό πλαίσιο, και ο βαθμός φιλοσοφίας των επενδυτών.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ:**

- Ali A., Hwang L., Trombley M., 2001, Accruals and future stock returns: tests of the naive investor hypothesis, *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol. 15
- Ball R., Brown P., 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 159-177
- Barth M., Beaver W., Hand J., Landsman W., 1999, Accruals, cash flows, and equity values, *Review of Accounting Studies*, Vol.3, 205-229
- Barth M., Beaver W., Hand J., Landsman W., 2002, Constraints on accrual components of Earnings in Equity Valuation, Working Paper, Stanford University
- Barth M., Cram D., Nelson K., 2001, Accruals and the prediction of future cash flows, *The Accounting Review*, Vol. 76, 27-58
- Barth, M., Hutton A., 2004, Analyst forecast revisions and the pricing of accruals, *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, 59-96
- Beaver W., 1968, The information content of annual earnings announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 67-92
- Beneish, M., D., Vargus, M.E. 2002, Insider trading, earnings quality and accrual mispricing, *The Accounting Review*, Vol. 77, 755-791
- Bradshaw M., Richardson S., Sloan R., 2001, Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, 45-74
- Charitou A., 1997, The role of cash flows and accruals in explaining security returns: evidence for the UK, *The European Accounting Review*, 629-652
- Dechow P., 1994, Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, 3-42
- Dechow P., Dichev I., 2002, The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors, *The Accounting Review*, Vol. 77, 35-59
- Dechow P., Kothari S., Watts., 1998, The relation between earnings and cash flows, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, 133-168
- DeFond, M., Park, C. 2001, The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises, *The Accounting Review*, Vol. 76, 375-404

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

Fairfield, P., Whisenant, J., Yohn, T. 2003a, Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing, *The Accounting Review*, Vol. 78, 353-371

Fairfield, P., Whisenant, J., Yohn, T. 2003b, The differential persistence of accruals and cash flows for future operating income versus future profitability, *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, 221-243

Feltham G., Ohlson J., 1995, Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, 689-731

Hribar., P. 2000, The market pricing of components of earnings, Cornell University, working paper

Khan, M. 2006, Are accruals really mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model, MIT working paper

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

LaFond, R. 2006, Is the accrual anomaly a global anomaly? MIT working paper

Lev, B., Nissim, D. 2006, The persistence of the accruals anomaly, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, 193-226

Ng, H. 2005, Distress risk information in accruals, University of Pennsylvania working paper

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

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

Subramanayam K., 1996, The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics* Vol.22, 249-281

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

Zach, Z., 2005, Inside the accrual anomaly, Washington University working paper

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ:

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα assets  
σε τρίμηνη βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.040248908	0.031976907	-0.008272001
-0.269213023	-0.225770499	0.043442524
-0.214684494	-0.229708098	-0.015023604
0.233116075	0.238824691	0.005708616
-0.111312758	-0.09974941	0.011563348
-0.066677106	-0.054287569	0.012389537
-0.243032772	-0.19584368	0.047189092
-0.086917359	-0.06925777	0.017659589
-0.228613844	-0.288643041	-0.060029197
0.506518958	0.532029442	0.025510484
0.08662181	0.107190356	0.020568546
0.038387114	0.103533079	0.065145965
-0.031001605	-0.084103707	-0.053102102
-0.190403034	-0.085359991	0.105043043
-0.134380916	-0.076466845	0.057914071
-0.020295563	0.121996788	0.142292351

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.026125016
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.051958941
<b>T-STATISTIC</b>	2.011204682

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

1<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
-0.161231698	-0.159351417	0.001880281
-0.00438522	0.015250366	0.019635586
0.116493919	0.02373804	-0.092755879
0.14264325	0.142331874	-0.000311376
0.032132532	0.037878235	0.005745703
-0.027015381	-0.028362456	-0.001347075
-0.04582863	-0.069768015	-0.023939385
-0.026258586	-0.022404588	0.003853998
-0.101299356	-0.134619009	-0.033319653
0.283623239	0.242705823	-0.040917416
0.34917196	0.268137751	-0.081034209
0.111613643	0.135623987	0.024010344
0.074761165	0.079840446	0.005079281
-0.015238274	0.018654322	0.033892596
-0.012760678	0.00263339	0.015394068
0.044019703	0.022912014	-0.021107689

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.011577552
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.035828736
<b>T-STATISTIC</b>	-1.292543688



*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

2<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.140652811	0.131668946	-0.008983865
-0.148497233	-0.137565956	0.010931277
-0.027416929	0.00775626	0.035173189
0.191071286	0.13298521	-0.058086076
-0.071348423	-0.070824205	0.000524218
0.019759274	0.020770614	0.001011134
-0.008705515	0.000532013	0.009237528
0.172459935	0.145143029	-0.027316906
-0.059766752	-0.078877902	-0.01911115
0.112649814	0.082112646	-0.030537168
-0.070023977	-0.002746157	0.06727782
-0.054722674	-0.024507584	0.03021509
-0.033708583	-0.0518382	-0.018129617
-0.010287799	-0.021329061	-0.011041262
-0.023044728	-0.035720746	-0.012676018
0.013213968	0.076965112	0.063751144

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.002014972
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.03365682
<b>T-STATISTIC</b>	0.239472595

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

3<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.060827795	0.059659379	-0.001168416
-0.11633057	-0.103454909	0.012875661
-0.303761484	-0.261202399	0.042559085
-0.100598461	-0.036492393	0.064106068
-0.072096866	-0.06680344	0.005293426
-0.059420999	-0.046695727	0.012725272
-0.188498627	-0.126607678	0.061890949
-0.233118708	-0.191996211	0.041122497
-0.067547736	-0.07514613	-0.007598394
0.110245905	0.207210974	0.096965069
-0.192526173	-0.158201238	0.034324935
-0.018503855	-0.007583324	0.010920531
-0.072054187	-0.112105952	-0.040051765
-0.164876961	-0.082685252	0.082191709
-0.09857551	-0.043379489	0.055196021
-0.077529234	0.022119662	0.099648896

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.035687596
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.039594094
<b>T-STATISTIC</b>	3.605345402

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε τρίμηνη βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.039447299	0.285586819	0.24613952
0.035213039	-0.042690067	-0.077903106
0.109793015	0.140999275	0.03120626
0.122702351	0.174875815	0.052173464
0.068815789	0.08467798	0.015862191
0.306499137	0.23288721	-0.073611927

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.032311067
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.118114989
<b>T-STATISTIC</b>	0.670072681

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

1<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.0700485	0.262187692	0.192139192
0.018455289	0.022555395	0.004100106
0.017872073	0.028944071	0.011071998
0.048247065	0.085211989	0.036964924
0.090934849	0.105526805	0.014591956
0.077415328	0.073674299	-0.003741029

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.042521191
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.074567935
<b>T-STATISTIC</b>	1.396782961

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα accruals  
σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

2<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
-0.000880542	0.015973499	0.016854041
-0.002883861	-0.063085804	-0.060201943
0.064762938	0.103513493	0.038750555
0.019194374	0.033241989	0.014047615
-0.052649204	-0.104548903	-0.051899699
0.127068244	0.119391511	-0.007676733

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.008354361
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.039852259
<b>T-STATISTIC</b>	-0.513494636

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τα assets  
σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

3<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
-0.029720659	0.007425628	0.037146287
0.019641611	-0.002159658	-0.021801269
0.027158004	0.008541711	-0.018616293
0.055260912	0.056421837	0.001160925
0.030530144	0.083700078	0.053169934
0.102015565	0.039821401	-0.062194164

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.001855763
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.042136798
<b>T-STATISTIC</b>	-0.107878943

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε τρίμηνη βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.001609206	0.039451119	0.037841913
-0.244246078	-0.227067023	0.017179055
-0.189187325	-0.228948827	-0.039761502
0.276917542	0.291886938	0.014969396
-0.121733263	-0.105556693	0.01617657
-0.06321017	-0.06024826	0.00296191
-0.242131024	-0.230555726	0.011575298
-0.078267704	-0.067366994	0.01090071
-0.161616895	-0.255865355	-0.09424846
0.513694813	0.58552434	0.071829527
0.09617139	0.103383136	0.007211746
0.071030452	0.063835715	-0.007194737
-0.030692709	-0.085841536	-0.055148827
-0.170785138	-0.104531824	0.066253314
-0.057536294	-0.097191499	-0.039655205
0.059773902	0.061581345	0.001807443

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.001418634
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.042564446
<b>T-STATISTIC</b>	0.133316378

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

1<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
-0.167181667	-0.168054633	-0.000872966
-0.010318883	0.018027121	0.028346004
0.117592823	0.034629362	-0.082963461
0.171453884	0.170497533	-0.000956351
0.028890486	0.034628826	0.00573834
-0.017436965	-0.026681938	-0.009244973
-0.065091024	-0.084593825	-0.019502801
-0.027132631	0.010267307	0.037399938
-0.069195447	-0.119172714	-0.049977267
0.274722606	0.302796466	0.02807386
0.316632551	0.288412696	-0.028219855
0.112540933	0.130437766	0.017896833
0.081279777	0.079978963	-0.001300814
-0.007499634	0.016612041	0.024111675
0.015554292	-0.021938522	-0.037492814
0.023914244	0.005718858	-0.018195386

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.006697502
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.032238993
<b>T-STATISTIC</b>	-0.830981585



*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

2<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.09246552	0.121289169	0.028823649
-0.139307317	-0.143661597	-0.00435428
-0.020252519	0.005029694	0.025282213
0.156118698	0.166878239	0.010759541
-0.081140535	-0.070656368	0.010484167
0.016077986	0.023898748	0.007820762
0.016851298	-0.005429159	-0.022280457
0.155019067	0.151308316	-0.003710751
-0.037961302	-0.085015958	-0.047054656
0.128947383	0.073343532	-0.055603851
-0.057810774	-0.026856021	0.030954753
-0.038746193	-0.059437212	-0.020691019
-0.040652772	-0.051521853	-0.010869081
-0.007777885	-0.026005689	-0.018227804
-0.018400995	-0.034799071	-0.016398076
0.059353728	0.047550394	-0.011803334

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.006054264
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.024833277
<b>T-STATISTIC</b>	-0.975185665

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (2001-2004)*

3<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.076325353	0.086216583	0.00989123
-0.094619878	-0.101432547	-0.006812669
-0.286527628	-0.268607883	0.017919745
-0.050655039	-0.045488834	0.005166205
-0.069483213	-0.069529151	-4.59E-05
-0.061851191	-0.05746507	0.004386121
-0.193891299	-0.140532741	0.053358558
-0.20615414	-0.228942617	-0.022788477
-0.054460146	-0.051676683	0.002783463
0.110024824	0.209384342	0.099359518
-0.162650386	-0.158173539	0.004476847
-0.002764288	-0.007164839	-0.004400551
-0.071319715	-0.114298646	-0.042978931
-0.15550762	-0.095138176	0.060369444
-0.054689591	-0.040453906	0.014235685
-0.02349407	0.008312092	0.031806162

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.014170401
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.033951294
<b>T-STATISTIC</b>	1.669497566

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε τρίμηνη βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.095868955	0.292023395	0.19615444
-0.045290192	-0.085854052	-0.04056386
0.083058086	0.033971449	-0.049086637
0.147447542	0.12185255	-0.025594992
0.049084658	0.068453346	0.019368688
0.229138167	0.260750597	0.03161243

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.021981678
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.091281892
<b>T-STATISTIC</b>	0.589863924

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

1<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.119463606	0.25199409	0.132530484
0.024246888	0.013069256	-0.011177632
0.030574492	-0.009671553	-0.040246045
0.075435575	0.044177294	-0.031258281
0.051601247	0.11246409	0.060862843
0.067107643	0.07273198	0.005624337

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.019389284
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.065979308
<b>T-STATISTIC</b>	0.719829503

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

2<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
-0.0266528	0.04040575	0.06705855
-0.042842668	-0.077372625	-0.034529957
0.044688596	0.051654843	0.006966247
0.011580341	0.02859339	0.017013049
-0.061357174	-0.108667734	-0.04731056
0.103952172	0.145391417	0.041439245

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	0.008439429
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.043715663
<b>T-STATISTIC</b>	0.472880727

*Υπερκανονικές αποδόσεις της αντισταθμιστικής επενδυτικής στρατηγικής για τις ταμιακές ροές σε μηνιαία βάση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (2005-2007)*

3<sup>ος</sup> Μήνας

<b>ΥΨΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΧΑΜΗΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ</b>	<b>ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
0.003058149	-0.000376445	-0.003434594
-0.026694412	-0.021550683	0.005143729
0.007794998	-0.008011841	-0.015806839
0.060431626	0.049081866	-0.01134976
0.058840585	0.06465699	0.005816405
0.058078352	0.0426272	-0.015451152

<b>ΜΕΣΟΣ</b>	-0.005847035
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	0.009842453
<b>T-STATISTIC</b>	-1.455150842