



**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ, ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ,
ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ:**

ΟΙ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.

MATEESCU LOREDANA LUCIANA

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ: Dr. ΜΑΡΙΑ ΕΛΕΝΗ ΑΓΟΡΑΚΗ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΑΘ. Α. ΤΣΑΜΗΣ

ΑΝ ΚΑΘ. Ι. ΦΙΛΟΣ

ΑΘΗΝΑ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2014

“Capitalism without double-entry bookkeeping is simply inconceivable. They hold together as form and matter. And one may indeed doubt whether capitalism has procured in double-entry bookkeeping a tool which activates its forces, or whether double-entry bookkeeping has first given rise to capitalism out of its own (rational and systematic) spirit.”

Werner Sombat, *Der modern Kapitalismus*
(Munchen und Leipzig: von Duncker Und Humblot, 1922)

“The countries in which the science of bookkeeping made the most progress were always those in which most economic progress was being made can no doubt be explained as a mixture of cause and effect.”

H.M. Robertson, *Aspect of the Rise of Economic Individualism*
(Cambridge: University Press 1935)



Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στην επιβλέπουσα της διπλωματικής μου εργασίας, Διδάκτωρ κ. Μαρία –Ελένη Αγοράκη, και στους καθηγητές Πετράκος Γιώργος, Κόρδας Γρήγορης και Θεόδωρος Μαριόλης για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή τους.

Επίσης εκφράζω τις ευχαριστίες μου προς όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος οι οποίοι με βοήθησαν να εμπλουτίσω τις γνώσεις μου και να διαμορφώσω ακαδημαϊκό τρόπο σκέψης.



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία εξετάζει την ύπαρξη του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων, στην ελληνική οικονομική δραστηριότητα, ανωμαλία η οποία παρατηρήθηκε στην ξένη βιβλιογραφία. Σκοπός του παρόν ελέγχου είναι να διαπιστωθεί κατά πόσο, τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών έχουν διαφορετική επιρροή επάνω στα κέρδη και στην υπέρ απόδοση.

Αρχικά, γίνεται έλεγχος της επίδρασης των τρεχουσών κερδών στην εκτίμηση των μελλοντικών κερδών και της μελλοντικής υπέρ απόδοσης. Η διαφορετική της μηδέν τιμή του πολλαπλασιαστή, δηλώνει ότι τα τρέχοντα κέρδη γίνονται σταδιακά αντιληπτά παίρνοντας τιμές μικρότερες της μονάδας.

Μετέπειτα, ελέγχετε εάν υπάρχει διαφορετική τιμή των πολλαπλασιαστών των κερδών, των δεδουλευμένων ως στοιχεία των κερδών και των ταμειακών ροών ως στοιχεία των κερδών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι τρεις μεταβλητές παίρνουν διαφορετικές τιμές μεταξύ τους, ειδικότερα στο διάστημα (0,1), τόσο για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών όσο και στον έλεγχο της επιρροής τους επάνω στην υπέρ απόδοση.

Σημαντικοί όροι: δεδουλευμένα, ταμειακές ροές, τιμή της μετοχής, υπέρ απόδοση



ABSTRACT

Subject dissertation examine the existence of the phenomenon of irregular in Greek financial activities observed in Accruals based on relative observation and reference in foreign literature. The purpose of the current thesis is to determinate whether accruals and cash flows as components of earnings have different influence upon the profitability and over performance.

Initially audit is conducted on the effect of current earnings upon estimating future earnings and future over performance. A different from zero value multiplier indicate that current profits are gradually noticeable taking value smaller than unit.

Afterwards it is checked whether there are difference in the prices of profit multiplier of the Accruals(as profit element) and of Cash Flows(as profit element).consequently the result showed that these three variable take different value from each other in interval (0.1) both for the forecast of future profits as well as for the control of their effect on the over performance.

Important words/Key Words: accruals, cash flows, stock price, abnormal return



Πίνακας περιεχομένων

<i>Ευχαριστίες</i>	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ABSTRACT	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	7
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ	8
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	8
ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ	9
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	11
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι.....	13
Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ.....	13
Η ΑΝΑΓΚΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΣΤΗΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	15
Η ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΕΠΑΝΩ ΣΤΗΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ	21
Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	21
ΑΠΟΔΟΣΗ.....	23
ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ.....	26
Η ΑΞΙΑ ΠΙΣΩ ΑΠΟ ΤΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΟΡΙΣΜΟΥΣ.....	26
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ.....	26
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ.....	28
ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ.....	29
ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV.....	32
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΕΡΕΥΝΑ.....	32
ΔΕΙΓΜΑ	40
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	42
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ ΜΕ ΤΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	46
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ β ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	50
ΥΠΟΘΕΣΗ Ι.....	51
ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ Ι.....	52
ΥΠΟΘΕΣΗ ΙΙ.....	55
ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΙΙ.....	59
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	61



Δείγμα –επωνυμία εταιριών	63
Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που συνθέτουν τα δεδουλευμένα	63
ΠΙΝΑΚΑΣ (3)	64
Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία	64
ΠΙΝΑΚΑΣ (4)	68
Current Operating Assets/Current Operating Liabilities M.O. 2010-2013	68
ΠΙΝΑΚΑΣ (5)	69
Μεταβλητές υπό Ανάλυση	69
Δεκατημορίων για Κέρδη, Δεδουλευμένα, Ταμιακές Ροές Του	73
Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία πινάκιο δεκατημορίων για τα Κέρδη, τα Δεδουλευμένα, τις Ταμειακές Ροές του Χαρτοφυλακίου.....	74
ΠΙΝΑΚΑΣ (8)	75
M.O./Διάμεσος δεκατημορίων του χαρτοφυλακίου για 160 έτη -παρατηρήσεις.....	75
ΠΙΝΑΚΑΣ (9)	75
Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (1)	75
ΠΙΝΑΚΑΣ (10)	76
Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (2)	76
ΠΙΝΑΚΑΣ (11)	77
Υπέρ απόδοση	77
ΠΙΝΑΚΑΣ (12)	78
Λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης κάθε εταιρίας	78
ΠΙΝΑΚΑΣ (13)	79
Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα τρέχοντα κέρδη. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια	79
ΠΙΝΑΚΑΣ (14)	79
Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 160 έτη- παρατηρήσεις δεκατημόρια 2009-2013.....	79
ΠΙΝΑΚΑΣ (15)	80
Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013	80
ΠΙΝΑΚΑΣ (16)	80
Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013	80
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81
ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ.....	84



ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

- Πίνακας(1) «ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ-TAMEΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ»
- Πίνακας (2) «ΔΕΙΓΜΑ - ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ»
- Πίνακας (3) «Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που συνθέτουν τα
δεδουλευμένα»
- Πίνακας(4) «Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία»
- Πίνακας (5) «Current Operating Assets/Current Operating Liabilities»
- Πίνακας (6) «Μεταβλητές υπό Ανάλυση»
- Πίνακας(7) «Δεκατημορίων για Κέρδη, Δεδουλευμένα, Ταμιακές Ροές»
- Πίνακας(8) «Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία πινάκιο δεκατημορίων για τα Κέρδη,
Δεδουλευμένα, Ταμειακές Ροές»
- Πίνακας(9) «Μ.Ο./Διάμεσος δεκατημορίων του πορτοφολιού για 160 έτη –
παρατηρήσεις»
- Πίνακας(10) Μ.Ο./Διάμεσος δεκατημορίων του χαρτοφυλακίου για 160 έτη -
παρατηρήσεις
- Πίνακας(11) Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (1)
- Πίνακας(12) Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (2)
- Πίνακας(13) Υπέρ απόδοση
- Πίνακας(14) Λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης κάθε εταιρίας
- Πίνακας (15) «Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με
βάση τα τρέχοντα κέρδη. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις σε κανονικές τιμές
και δεκατημόρια»
- Πίνακας(16) «Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με
βάση τα τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης.
Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις σε κανονικές τιμές και δεκατημόρια»
- Πίνακας(17) «Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα
κέρδη της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις σε
κανονικές τιμές και δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013.»
- Πίνακας(18) «Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα
δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108
έτη-παρατηρήσεις σε κανονικές τιμές και δεκατημόρια για το διάστημα 2009
έως 2013»



ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1 Γραμμική Β

Εικόνα 2 Γραμμική Β μέτρα

Εικόνα 3 “Balance sheet of the Medici Bank of Florence”

Εικόνα 4 Francesco di Marco Datini & Co. in Barcelona

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα M.O. Current Operating Assets 2010-2013

Διάγραμμα M.O. Current Operating Liabilities 2010-2013

Διάγραμμα Συσχέτιση Δεδουλευμένα-Ταμειακές Ροές 2010

Διάγραμμα Συσχέτιση Δεδουλευμένα-Ταμειακές Ροές 2011

Διάγραμμα Συσχέτιση Δεδουλευμένα-Ταμειακές Ροές 2012

Διάγραμμα Συσχέτιση Δεδουλευμένα-Ταμειακές Ροές 2013

Διαγραμματική σχέση ανάμεσα στην υπερ απόδοση και δεδουλευμένα/ ταμειακές ροές 2011

Διαγραμματική σχέση ανάμεσα στην υπέρ απόδοση και δεδουλευμένα/ ταμειακές ροές 2012

Διαγραμματική σχέση ανάμεσα στην υπέρ απόδοση και δεδουλευμένα / ταμειακές ροές 2013



ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Το αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων στο πλαίσιο της ελληνικής οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, θα μας απασχολήσει το φαινόμενο το οποίο παρατηρήθηκε και εξετάστηκε από τον R. Sloan στο άρθρο του *“Do Stock Prices Fully Reflect Information In Accruals and Cash Flows About Future Earnings?”*, το οποίο δημοσιεύτηκε στο περιοδικό *Accounting Review*, Vol 71, No. 3, July 1996, pp 289-315.

Ως «ανωμαλία», όπως ο ίδιος ο Sloan περιγράφει, θεωρείται οποιαδήποτε συμπεριφορά η οποία αποκλίνει από τις υπάρχουσες θεωρίες. Αυτό όμως το οποίο ο ίδιος θεωρεί ανωμαλία στην προκειμένη περίπτωση, είναι η επίδραση που έχουν τα δεδουλευμένα στη λογιστική απεικόνιση της οικονομικής θέσης, με αποτέλεσμα να είναι βασικός παράγων στην κρίση του επενδύτη.

Ειδικότερα η έρευνα εστιάζει στο εάν μέσα από τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ως στοιχεία τρεχουσών κερδών, σχηματίζονται πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη, πληροφορίες οι οποίες καταγράφονται στην τιμή της μετοχής.

Η δομή της εργασίας είναι διαμορφωμένη κατά τρόπο ώστε να περιγράψει ότι ο «προβληματισμός της λογιστικής», από τη γέννησή της μέχρι σήμερα, είναι να μετατρέψει την αξία της επιχείρησης σε νομισματικές μονάδες μέσω των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων.

Αναλυτικότερα:

- Παρουσιάζεται η σπουδαιότητα της λογιστικής καταγραφής της πληροφορίας για την οικονομική δραστηριότητα κάθε εποχής,
- Υπογραμμίζεται η ανάγκη της καταγραφής των πληροφοριών ανάμεσα στους επιχειρηματίες.
- Διατυπώνονται τα αποτελέσματα μιας όμοιας καταγραφής των δεδομένων.
- Γίνεται αναφορά στην αξία της επιχείρησης και στο πώς ο κάθε συμβαλλόμενος το αντιλαμβάνεται αυτό.
- Ποια είναι τα στοιχεία εκείνα τα οποία συμβάλουν στην αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης



- Εξετάζεται η έννοια της απόδοσης της οντότητας ως «μετάφραση» της αξίας μιας επιχείρησης και κατά πόσο μπορεί να επηρεαστεί από τη δημιουργική λογιστική
- Περιγράφονται τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών και ποια η επιρροή που ασκούν στους επενδυτές
- Γίνεται έρευνα στην εγχώρια και διεθνή βιβλιογραφία για την παρουσίαση του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων
- Γίνεται έλεγχος για την εξέταση του φαινομένου της ανωμαλίας των δεδουλευμένων στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα.



ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την υλοποίηση της παρούσας εργασίας τα δεδομένα έχουν υπολογιστεί με βάση τα στοιχεία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων κάθε εταιρίας και έχοντας ως οδηγός το άρθρο του R. Sloan “*Do Stock Prices Fully Reflect Information In Accruals and Cash Flows About Future Earnings?*” το οποίο δημοσιεύτηκε το 1996 με σκοπό του έλεγχου της ισχύος του μοντέλου στην ελληνική οικονομική δραστηριότητα.

Αρχικά έχει γίνει μια πιλοτική έρευνα όπου συγκεντρώθηκαν τα βασικά άρθρα τα οποία είναι η βάση της παρούσας εργασίας. Έχει επιλεγεί το χαρτοφυλάκιο με βασικό περιορισμό τα δεδομένα να είναι διαθέσιμα για όλες τις εταιρίες του χαρτοφυλακίου. Σε περιπτώσεις που τα δεδομένα δεν ήταν διαθέσιμα η εν λόγω εταιρία εξαιρόταν από το χαρτοφυλάκιο.

Οι μεταβλητές έχουν υπολογιστεί με την βοήθεια των λογιστικών φύλλων (excel), έχουν μετατραπεί σε ποσά σε ευρώ όλα τα στοιχεία διότι σε πολλές περιπτώσεις τα δεδομένα ήταν διαθέσιμα σε ποσά σε χιλ. ευρώ. Έχει υπολογιστεί ο λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης σε κάθε εταιρία για να μπορούν τα στοιχεία να είναι εύκολα συγκρίσιμα.

Πραγματοποιήθηκε παλινδρόμηση της κάθε επιλεγμένη εταιρία με το Γενικό Δίκτυο του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την διαμόρφωση του συντελεστή β του χαρτοφυλακίου και να διαπιστωθεί ποια είναι η επίδραση του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλον επάνω στο χαρτοφυλάκιο. Δεδομένου της οικονομικής κρίσης αυτό θα αντικαθρεφτίζει την αντίδραση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων στην οικονομική κρίση.

Έπειτα, για τον έλεγχο της επιρροής των στοιχείων των κερδών, στην προκείμενου περίπτωση δεδουλευμένα και ταμειακές ροές, έχουν γίνει παλινδρομήσεις με σκοπό να διαμορφωθεί η συνάρτηση η οποία θα περιγράψει την σχέση των μελλοντικών κερδών και της υπερ απόδοσης με τα δεδουλευμένα ως στοιχεία των κερδών και τις ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών. Το χαρτοφυλάκιο σε δεκατημόρια προσέγγιση για δυο διαφορετικές υποθέσεις.



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να εντοπισθεί κατά πόσον στοιχεία όπως τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές, συνιστούν αφορμή να δημιουργηθεί μια παραπλανητική οικονομική εικόνα των επιχειρήσεων.

Πριν από λίγα χρόνια, πολλές εταιρίες σε διεθνές επίπεδο, επιχειρηματικοί κολοσσοί που μέχρι τότε κινούσαν τα νήματα της παγκόσμιας οικονομίας, ταρακουνήθηκαν εκ θεμελίων. Αιτία αυτής της κατάρρευσης αποτέλεσε η ίδια η παρουσίαση των κονδυλίων στις οικονομικές καταστάσεις. Δεδομένου των στοιχείων που συγκέντρωναν, έδιναν αξία και επομένως ζήτηση στους τίτλους αξιών τους, όπως φάνηκε εκ των ύστερων, και βρέθηκαν αντιμέτωπες με δυσμενές συγκυρίες.

Οι έρευνες που διεξήχθησαν σε ευρεία κλίμακα έδειξαν ότι πάγια στοιχεία και αποσβέσεις, καθώς και απαιτήσεις και υποχρεώσεις, όλα τους στοιχεία που μεταφέρονταν από τη μια χρήση στην άλλη, επηρέαζαν τελικά την εικόνα του επενδυτή. Το ίδιο συνέβαινε και με τα έσοδα και έξοδα τα οποία αντιστοιχούσαν σε διαφορετική περίοδο από εκείνη που γινόταν η καταγραφή.

Κονδύλια τα οποία είτε δημιουργούνται μέσω δημιουργικής λογιστικής, είτε παρουσιάζονταν βάσει λογιστικών προτύπων, στρέβλωναν εν τέλει την εικόνα που εμφανιζόταν στον εξωτερικό ενδιαφερόμενο είτε αυτός ήταν μέτοχος, μελλοντικός μέτοχος, δανειστής ή κράτος. Το αποτέλεσμα ήταν να δημιουργηθούν προσδοκίες χωρίς να μπορούν να ικανοποιηθούν.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ

Παρότι ο άνθρωπος θεωρείται άλλοτε δημιουργήμα θεού κι άλλοτε δημιουργήμα της φύσης, η ύπαρξή του σήμερα βασίζεται στην ικανότητά του να φροντίζει τον εαυτό του, να νοικοκυρεύει τα του οίκου του, να μετατρέπει το περιβάλλον προς όφελός του, να μεριμνά για το μέλλον του, να είναι κοινωνικός, να συναλλάσσεται, να διαπραγματεύεται, να εμπορεύεται. Όλες αυτές οι αρετές στηρίζονται στην προϋπόθεση πως το άτομο που τις διαθέτει είναι ικανό να μελετά τις συνθήκες, να υπολογίζει τα βήματα και να σχεδιάζει τον τρόπο με τον οποίο θα υλοποιήσει τους σκοπούς του.

Ο ίδιος ο άνθρωπος κατάλαβε από την αρχαιότητα την αναγκαιότητα της στενής παρακολούθησης των πράξεών του και για αυτό το σκοπό δεν σταμάτησε να εφευρίσκει τρόπους για να καταγράφει όσα διαπραγματευόταν. Ο πλούτος και οι συναλλαγές φάνηκαν να είναι τα σημαντικότερα σημεία τα οποία απασχόλησαν τους λαούς και τα αρχαιολογικά ευρήματα έρχονται να επαληθεύσουν αυτή τη σπουδαιότητα αφού καταδεικνύουν την ποικιλία και τη μεθοδικότητα με την οποία απεικόνιζαν τις συναλλαγές και το πλούτο τους.

Η ανάπτυξη του εμπορίου κατέστησε αναγκαία την τήρηση των συναλλαγών σε ιδιαίτερους λογαριασμούς. Στοιχεία λογιστικών καταγραφών και εκθέσεων, ως και εμπορικοί νόμοι, έχουν βρεθεί σε αρχαιολογικά κείμενα των Νινευιτών της Βαβυλωνίας όπου οι «γραμματείς» με την υπογραφή τους νομιμοποιούσαν τις συναλλαγές (Κωνσταντίνος Ιωαν. Νιφορόπουλος, 2013).

Το περιεχόμενο των πινακίδων της Γραμμικής Β, όπως αναφέρει ο Ρήγας (2005), αποτελεί μαρτυρία της λογιστικής παρακολούθησης και απογραφής του πλούτου των ανακτόρων της εποχής. Ένα ακριβές σύστημα απεικόνιζε την οικονομική δραστηριότητα και περιουσία του αυτοκράτορα, όπως αναφέρει ο Vidal Naquet (1998).



ΓΡΑΜΜΙΚΗ Β

┆	—	○○○○	⊕⊕⊕⊕
10100	10110	10120	10130
•	=	○○○○	⊕⊕⊕⊕
10101	10111	10121	10131
×	≡	⊕⊕	⊕⊕⊕⊕

Εικόνα 1

Measures

10137	𐀇	AEGEAN WEIGHT BASE UNIT
10138	𐀈	AEGEAN WEIGHT FIRST SUBUNIT
10139	𐀉	AEGEAN WEIGHT SECOND SUBUNIT
1013A	𐀊	AEGEAN WEIGHT THIRD SUBUNIT
1013B	𐀋	AEGEAN WEIGHT FOURTH SUBUNIT
1013C	𐀌	AEGEAN DRY MEASURE FIRST SUBUNIT
1013D	𐀍	AEGEAN LIQUID MEASURE FIRST SUBUNIT
1013E	𐀎	AEGEAN MEASURE SECOND SUBUNIT
1013F	𐀏	AEGEAN MEASURE THIRD SUBUNIT

Εικόνα 2

ΠΗΓΗ: <http://www.unicode.org/charts/PDF/U10100.pdf>

Τα μαθηματικά φανήκαν να είναι το κατάλληλο εργαλείο για το συγκεκριμένο σκοπό και πριν την εποχή του Αριστοτέλη η μεθοδολογία και οι κανόνες παρακολούθησης των οικονομικών κινήσεων θεωρούταν ιδιαίτερο κλάδος της μαθηματικής και ονομαζόταν Λογιστική (Κωνσταντίνος Ιωαν. Νιφοροπουλος 2013). Για την τήρηση των δημοσίων ταμίων υπήρχε το «συνέδριο των λογιστών» στην Αθήνα του 300.π.χ., με σκοπό την επίβλεψη των οικονομικών του κράτους και όπως αναφέρει ο Ανδρίολας (1964), υπήρχαν χαραγμένες πήλινες πινακίδες με σύνθετους λογαριασμούς σε δευτεροβάθμια επεξεργασία.

Το κατά πόσο απασχολούσαν τους λαούς οι οικονομικές και λογιστικές μεταβολές είναι φανερό ακόμα και στην ανάλυση του φιλοσόφου Αριστοτέλη μέσα από τα «Ηθικά Νικομάχεια», όπως αναφέρει ο Gerhard Michael Ambrosi (2012), ο Αριστοτέλης αναλύει

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



την έννοια της υλικής ανταλλαγής και της χρηματικής ανταλλαγής ως προβληματισμό στη λογιστικοποίηση της ανταλλαγής. Σε αυτά τα δοκίμια βλέπουμε τον Αριστοτέλη από την πλευρά του οικονομικού αναλυτή όπου κατηγορεί τον Πυθαγόρειο σκεπτικισμό της δικαιοσύνης και υποστηρίζει ότι λανθασμένα ισοσταθμίζει την δικαιοσύνη με την ανταλλαγή

Αλλά τι ήταν αυτό που έκανε την ανθρωπότητα να επιθυμεί να καταγράφει λογιστικά μέσα στους αιώνες;

Περισσότερο κι από την καταγραφή του πλούτου, ήταν η ανάγκη να καταγραφούν οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις που προέκυπταν μεταξύ των συμβαλλομένων μέσα από τις συναλλαγές. Η απαίτηση και η υποχρέωση είναι οι δύο συνιστώσες που αλλάζουν το καθεστώς και η σπουδαιότητά τους δεν πέρασε απαρατήρητη. Με άλλα λόγια, η ύπαρξη μιας ομοιότητας στον τρόπο καταγραφής των συναλλαγών ανάμεσα στα συμβαλλόμενα μέρη ήταν μια αναγκαιότητα, ούτως ώστε να γίνεται πιο εύκολα αντιληπτή η θέση του αντισυμβαλλομένου και έτσι να οριστούν και οι όροι της συναλλαγής.

Η ΑΝΑΓΚΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΣΤΗΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Οι πρώτοι που αντιλαμβάνονται τη σπουδαιότητα της απαίτησης και της υποχρέωσης είναι μάλλον οι έμποροι και οι τραπεζίτες. Όπως υποστηρίζει και ο De Roover (1956) στο *“Partnership Accounts in Twelfth Century Genoa”*, κατά το XIV και XV αιώνα, έχουν κατανοήσει την εξίσωση της χρεοπίστωσης με αποτέλεσμα η ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών να αποτελέσει τη βάση για τη μετέπειτα διπλογραφική τήρηση των λογαριασμών. Η προ Luca Pacioli απεικόνιση της συναλλαγής δεν φάνηκε επαρκής, υποστήριξε και πάλι ο De Roover (1956) στο *“The Development of Accounting prior to Luca Pacioli According to the Accounts Books of Medieval Merchants”*. Αναγραφή των γεγονότων γινόταν υπό μορφή παραγράφων ή διμερής ή πινάκων όπως φαίνεται και στα *“Balance of the Bank of St. George, on January 1, 1409”* ή από τα *“Balance sheet of the Medici Bank in Florence, May 30, 1433”* έχοντας κατά βάθος μια έννοια της διπλογραφικής καταγραφής.



BALANCE SHEET OF THE MEDICI BANK IN FLORENCE					
May 30, 1433					
LIABILITIES					
	F.	s.	d.	F.	s. d. aff.*
Credit balances taken from:					
the <i>libro bianco</i> (white book) marked N	119,781	16	9		
less: reciprocal account	2,224	8	0		
				117,557	8 9
the <i>libro vecchio</i> (old book) marked M				800	19 7
the <i>libro segreto</i> or confidential book				34,694	20 3
Total				153,052	19 7
ASSETS					
	F.	s.	d.	F.	s. d. aff.*
Debit balances taken from:					
the <i>libro bianco</i> (white book) marked N..				119,781	16 10
the <i>libro vecchio giallo</i> marked M	8,331	24	1		
less: reciprocal account	2,224	8	0		
				6,107	16 1
the <i>libro segreto</i> or confidential book				27,111	12 7
Subtotal				153,000	16 6
Error in casting the balance				52	3 1
Total				153,052	19 7

Εικόνα 3

Πηγή: <https://archive.org/details/studiesinhistory00litt>

Την εμφάνισή τους τον XIV αιώνα κάνουν πιο σύνθετες έννοιες και αρχές, οι οποίες εξακολουθούν να ισχύουν έως σήμερα. Όπως περιγράφουν οι Littleton και Yamey (1956) στο σύγγραμμά τους “*Studies in the History of Accounting*”, ο γνωστός την εποχή εκείνη έμπορος Datini αντιλαμβάνεται τη σημασία της ορθής καταγραφής μέσα στα λογιστικά φύλλα που κρατούσε, αναφέροντας τα αποθέματα, τα αναβαλλόμενα στοιχεία, και τη σημασία του έλεγχου των λογιστικών φύλλων για τον ακριβή υπολογισμό των αποτελεσμάτων.



FRANCESCO DI MARCO DATINI & Co. IN BARCELONA			
Statement of Profit and Loss			
July 11, 1397-January 31, 1399			
(In Barcelonese Currency)			
	£	s.	d.
Profits on trade (<i>Pro di mercatantie</i>)	689	11	5
Profits on foreign exchange (<i>Pro di cambio</i>)	262	4	0
Credit balance of merchandise expense (<i>Spese di mercatantie</i>)	133	13	7
Total of gross profits	1,085	9	0
Deduct expenses:	£	s.	d.
Rent for eighteen months	60	0	0
Irrecoverable account	3	8	0
Convoy expenses (<i>guidaggio</i>)	67	12	0
Living expenses	106	1	5
Depreciation on office equipment	16	17	0
Reserve for unpaid taxes and other <i>accruals</i> (<i>riserbo di spese di leide a pagare e altre spese</i>)	80	0	0
Total expenses	333	18	5
Net income	751	10	7

Source : Datini Archives, Prato (Tuscany), No. 801, Barcelona, *Libro verde C.*

Εικόνα 4

Πηγή: <https://archive.org/details/studiesinhistory00litt>

Όπως φαίνεται στην εικόνα 4, τον όρο «*spese*» τον χρησιμοποιεί υπό την έννοια των εξόδων επόμενων χρήσεων. Η αφαίρεση των εξόδων επόμενων χρήσεων είναι ένα σημαντικό στοιχείο και δείχνει ότι μολονότι δεν είχαν βρει ακόμη τους καλύτερους τρόπους παρακολούθησης, γνώριζαν ωστόσο τη συνοπτικότητα της ορθής καταγραφής και απεικόνισης της πραγματικής εικόνας των κερδών της περιόδου.

Δεδομένης της εμπορικής δραστηριότητας της εποχής και εν όψει του εκκολαπτόμενου καπιταλισμού, τα best practice των έμπορων της Φλωρεντίας διαδίδονται γρήγορα σε όλη την Ευρώπη. Όπως αναφέρει ο De Roover (1956), αντίστοιχοι τρόποι τήρησης των λογιστικών βιβλίων -είτε με την μορφή πινάκων είτε με διμερή μορφή- έχουν παρατηρηθεί στη νότια και βόρεια Γερμανία εκείνης της περιόδου αλλά και στην Ελβετία και την Αγγλία.

Προς το τέλος του XV αιώνα, ο Luca Pacioli έρχεται να σφραγίσει μέσα από το σύγγραμμά του “*Summa de Arithmetica, Geometria, proportioni et proportionalita*” τον τρόπο με τον οποίο θα γίνεται πλέον η καταγραφή των λογιστικών γεγονότων. Με βάση μάλιστα τα όσα αναφέρει ο Tylor (1956) στο άρθρο του “*Luca Pacioli*”, ο Pacioli εάν και έχει κατηγορηθεί για λογοκλοπή, ο ίδιος δήλωσε ότι απλώς καταγράφει τον τρόπο με τον



οποίο οι Βενετσιάνοι παρακολουθούν τις συναλλαγές στα λογιστικά τους βιβλία εδώ και δύο αιώνες. Για την απεικόνιση των σχεδίων του ο Pacioli δέχτηκε τη βοήθεια του Leonardo da Vinci, με τον οποίο ήταν φίλοι από τη Φλωρεντία (Tylor 1956).

Η αρχή για τη λογιστική παρουσίαση των μεταβολών είχε δημιουργηθεί, και θα παραμείνει μέχρι τις μέρες μας, αφού για τον ίδιο σκοπό -δηλαδή την ύπαρξη μιας ομοιότητας στις περιγραφές- δημιουργούνται λογιστικά σχέδια με την πρώτη απόπειρα επιβολής τους το 1872 στις Ηνωμένες Πολίτες (για λόγους προσδιορισμού των κερδών). Στη Γερμανία κατοχυρώνεται με διάταγμα το 1937 και 1939, στη Ρωσία αφορά τον τρόπο απεικόνισης του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων, ενώ η Αγγλία και η Ελβετία κατήρτισαν ελεύθερα λογιστικά σχέδια (Σπανδανοπούλου 1963).

Εμπνευσμένοι από το γαλλικό σύστημα παρακολούθησης των συναλλαγών, στην Ελλάδα ψηφίζεται ο Νομός 1041 στις 20 Απριλίου του 1980 όπου με το άρθρο 48 παρ. 1 γίνεται η κατοχύρωση ελληνικού λογιστικού σχεδίου και ορίζεται ως «σύστημα κανόνων» ταξινόμησης λογιστικών μεγεθών με σκοπό την τυποποίηση της καταγραφής των συναλλαγών στη χώρα.

Από το κίνημα της παγκοσμιοποίησης, ούτε η λογιστική έμεινε ανεπηρέαστη. Και καθώς τα εγχώρια λογιστικά πρότυπα δεν επαρκούν, γίνεται φανερό η ανάγκη δημιουργίας διεθνών κανόνων αποτύπωσης των συναλλαγών που αποσκοπούν στην ομοιογενή παρουσίαση των πληροφοριών. Τέτοιου είδους διεθνή λογιστικά πρότυπα έχουν ενσωματωθεί και στην ελληνική νομοθεσία στις 20/03/2002 με τον νόμο 2992/2002 ενώ σταδιακά παρατηρούμε τον αυξανόμενο αριθμό των εταιριών στις οποίες είναι υποχρεωτική η εφαρμογή τους (Solvency II).

Η ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΕΠΑΝΩ ΣΤΗΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Όταν από απλούς εμπόρους πάμε σε πολυεθνικές οικονομικές μονάδες, και από καταγραφή των συναλλαγών πάνω σε πήλινα λογιστικά φύλλα πάμε στην απεικόνιση των συναλλαγών σε ηλεκτρονικές μορφές, γίνεται φανερό πως η κλίμακα έχει αλλάξει. Παρόλα αυτά, όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει εκ των υστέρων, η λογιστική



παρουσίαση της οικονομικής δραστηριότητας παραμένει το στοιχείο που προσδιορίζει το καθεστώς του αντισυμβαλλομένου, και συνεπώς αυτή η εικόνα θα όφειλε να είναι κατανοητή σε όλους όσους συναναστρέφονται σε αυτό το περιβάλλον. Επομένως, η δημιουργία κανόνων και προτύπων είχαν ως στόχο την εκπλήρωση της ανάγκης της όμοιας πληροφόρησης.

Εκτός από τον οριοθέτηση της οικονομικής θέσης, ένα άλλο στοιχείο που ενισχύει τη θετική επίδραση της υιοθέτησης προτύπων είναι ότι ατυά προσθέτουν αξία στις οντότητες. Όπως αναφέρει ο Ray Ball (2006) στο άρθρο του “International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors”, το 1973 ο νομπελίστας Michael Spence έκανε αναφορά σε μια άλλη διάσταση της σημασίας των οικονομικών καταστάσεων. Συγκεκριμένα τόνισε τη σημασία της αξιοπιστίας τους, λέγοντας ότι για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να εισάγουμε μια συνιστώσα η οποία να οδηγήσει αναγκαστικά στην αξιόπιστη παρουσίαση, με αλλά λόγια κάποιο κόστος το οποίο θα αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις όταν θέλουν να διαφοροποιηθούν και θα υπογραμμίζει την υψηλή ποιότητα των πληροφοριών που παραθέτουν. Θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ως κόστος της αξιόπιστης πληροφόρησης την υιοθέτηση διεθνών κανόνων, δηλαδή την τήρηση προτύπων τα οποία να επιφέρουν αξία στην επιχείρηση μόνο επειδή με αυτό τον τρόπο βεβαιώνει την δημοσίευση των πληροφοριών και την ακρίβειά τους.

Όταν τα πρότυπα αποτελούν διεθνείς κανόνες, η έλλειψη ομοιογενείας (lack of homogeneity) επικαλύπτεται, μιας και ιστορικά είναι αποδεδειγμένο ότι το νομικό πλαίσιο σε συνδυασμό με τις διαφορές στην πολιτική και οικονομική αντίληψη των διαφορετικών κρατών, αποτελεί εμπόδιο για την άμεση και εύκολη κατανόηση των πληροφοριών που παρέχονται από τις οικονομικές οντότητες. Αντίθετα, ενιαίοι κανόνες θα οδηγήσουν σε μια τυποποιημένη εφαρμογή και επομένως στην εξαγωγή ομοιόμορφης πληροφόρησης.

Στο άρθρο τους “IFRS Adoption and Accounting Quality. A review” οι Naomi S. Soderstrom και Keivin Jialin Sun, περιγράφουν την ιστορική διαδρομή της προσπάθειας από πλευράς Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εναρμόνιση των οικονομικών αναφορών των επιχειρήσεων. Μεταξύ άλλων αναφέρουν την Τέταρτη Οδηγία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 1978, η οποία αποδείχτηκε μια από τις σημαντικότερες οδηγίες που έχουν γραφτεί με



γνώμονα την οριοθέτηση της οικονομικής εικόνας των επιχειρήσεων. Η “TFV” λογική, που προτείνει η οδηγία θυμίζει αρκετά τα Δ.Λ.Π. ή μάλλον τις επιπτώσεις τήρησής τους επάνω στις οικονομικές καταστάσεις. Σκοπός της οδηγίας είναι η διάθεση σημαντικών πληροφοριών –αφού ορίζει συγκεκριμένη μορφή των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύουν οι οικονομικές οντότητες- οι οποίες αποτρέπουν τη δημιουργία παραπλανητικής εικόνας για τα οικονομικά της εκάστοτε επιχείρησης εις βάρος του ενδιαφερόμενου, είτε αυτός είναι μέτοχος, ή μελλοντικός μέτοχος, ή κρατικός φορέας ή χρηματοδότης.

Την τελευταία δεκαετία, μέσα από το κίνημα της υιοθέτησης των IAS (International Accounting Standards, 2001) μετά από την πρόταση της IASB (International Accounting Standards Board), ως διάδοχος της IASC (International Accounting Standards Committee) η οποία και είναι υπεύθυνη για την προώθηση και εφαρμογή τους, δεν ήταν λίγοι οι ερευνητές οι οποίοι ασχολήθηκαν με τη θετική επίδραση των λογιστικών προτύπων. Ενδιαφέροντα σημεία έρευνας υπήρξαν το πώς αντέδρασε η επιχειρηματική κοινωνία στην εθελοντική ή υποχρεωτική υιοθέτηση των προτύπων αλλά και το ποιες ήταν οι θετικές επιπτώσεις στις επιχειρήσεις.

Ο Leuz and Verrecchia (2000), σε μια έρευνα επάνω στις επιχειρήσεις της Γερμανίας δημοσιευμένη στο άρθρο “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, αναφέρει ότι υπάρχουν σημαντικά οικονομικά και στατιστικά ωφέλη από την εναρμόνιση με τα ΔΛΠ, χαμηλότερα επίπεδα προσφοράς και ζήτησης, αλλά και καλύτερος έλεγχος του κύκλου εργασιών χωρίς να μπορεί να υποστηριχθεί μια αρνητικά συσχετισμένη μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής γύρω από την περίοδο της μετάβασης. Εμφανής όμως ήταν μια μικρή διάφορα ανάμεσα στις επιχειρήσεις που ακολουθούσαν τα ΔΛΠ και εκείνες που εφάρμοζαν τα τοπικά λογιστικά πρότυπα.

Έρευνες έχουν γίνει σχετικά με την επίδραση των ΔΛΠ επάνω στην διεθνή κινητικότητα του κεφαλαίου (Young and Guenther, 2002), ή αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίου (Bushman, 2006) και όλα αυτά με γνώμονα τον προσδιορισμό του καλύτερου τρόπου απεικόνισης την οικονομικής θέσης με αντίκτυπο την κατανόηση της αξίας της οντότητας.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Κάθε οικονομική μονάδα ξεχωριστά γίνεται σημείο ενδιαφέροντος όταν μπαίνει κάτω από το «αόρατο χέρι» του Adam Smith και συμμετέχει στο διαδραστικό παιχνίδι της προσφοράς και ζήτησης, προσελκύοντας έτσι το ενδιαφέρον των επενδυτών ή οποιωνδήποτε εσωτερικών ή εξωτερικών ενδιαφερόμενων, έτοιμοι να κάνουν τις προβλέψεις τους, να αυξήσουν τα πλούτη τους και να συμμετάσχουν σε αυτό που λέμε οικονομικό περιβάλλον.

Πρωταρχικό ρόλο σε αυτό το «παίγνιο» έχει η **αξία της επιχείρησης** και ουκ ολίγες είναι οι αναλύσεις που γίνονται πάνω σε αυτό το ζήτημα. Η ερμηνεία της αξίας έχει απασχολήσει τόσο το επιστημονικό και επιχειρηματικό όσο και το κυβερνητικό «περιβάλλον» και από τις πιο απλοϊκές μέχρι τις πιο σύνθετες συναρτήσεις έχουν δημιουργηθεί για να μεταφράσουν σε νομισματικούς όρους όσα οι οντότητες κουβαλούν μαζί τους ως διαχρονική περιουσία.

Η αξία της επιχείρησης ή αλλιώς η καθαρή θέση της, σύμφωνα με τον ορισμό του Τσαγκαλάκου στο βιβλίο του «Χρηματοοικονομική λογιστική», είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία αφού αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της. Αυτός ο προσδιορισμός είναι και ο πιο απλοϊκός και προσιτός σε οποιονδήποτε που έχει ελάχιστες λογιστικές γνώσεις. Ακριβώς αυτό ήταν και το θέμα της διεύρυνσης του τρόπου υπολογισμού και της δημιουργίας πολύπλοκων μαθηματικών υπολογισμών για τον προσδιορισμό της αξίας της οντότητας με σκοπό την ακριβέστερη και πλέον αξιόπιστη πληροφόρηση και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου της λανθασμένης αξιολόγησης.

Συγκρίσεις της σύγχρονης χρηματοοικονομικής επιστήμης ανάμεσα κονδυλίων όπως ταμειακές ροές ή κεφαλαιοποίηση ή δεδουλευμένα έρχονται και διαμάχονται για την καλύτερη προσέγγιση της αξίας της επιχείρησης. Για παράδειγμα οι Harlat Platt, Sebahattin Damirkan και Marjorie Platt, 2010, έρχονται μέσα από την εργασία “Free Cash Flow, Enterprise Value and Investor Caution” να υποστηρίξουν ότι η αγορά υποεκτιμά την αξία των επιχρίσεων (κεφαλαιοποίηση συν υποχρεώσεις μείον διαθέσιμα)



όταν γίνεται η εκτίμηση με βάση τις ταμειακές ροές και ότι η τιμή των μετοχών δεν αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης και υποστηρίζουν ότι τα προεξοφλητικά επιτόκια βρίσκονται σε εξαιρετικά ανεβασμένα επίπεδα και αυτό οδηγεί στη σχεδόν αγνόηση των μελλοντικών ταμιακών ροών.

Όμως οι επιστήμονες δεν αρκέστηκαν μόνο στους αριθμούς που προέρχονταν από τις οικονομικές καταστάσεις για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, αλλά διεύρυναν το πεδίο της έρευνας, και μπήκαν σε έννοιες όπως για παράδειγμα το corporate governance. Ο Pankaj M. Madhani, σύμφωνα με το άρθρο “Value Addition Through Good Governance in Corporate Sector: Role of Disclosure and Transparency” που παρουσίασε στην 4 International Conference of Management (IBSA-ICON 09) ISB Ahmedabad, January 2-4, 2009, αναφέρει πως η αξία μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται μόνο από την κερδοφορία της αλλά και από την διακυβέρνησή της. Μια καλή εταιρική διακυβέρνηση βοηθά μια εταιρία να θεμελιώσει εμπιστοσύνη στις μετοχές που προσφέρει την ώρα που καλλιεργεί τις συνθήκες για μια βιώσιμη εταιρική ανάπτυξη και δημιουργία αξίας μακροπρόθεσμα.

Το risk management απασχόλησε αρκετά την οικονομική κοινότητα ειδικά την τελευταία πενταετία και εν μέσω της κρίσης που τάραξε να νερά της παγκόσμιας οικονομίας. Προκειμένου να διαπιστωθεί ποια είναι η συσχέτιση ανάμεσα στην αξία της οικονομικής μονάδας και τη διαχείριση της επικινδυνότητας που αναλαμβάνει η διοίκηση, έχουν διεξαχθεί μελέτες. Οι Robert E. Hoit και Andre P Liebenberg το 2011 αναγνωρίζουν μια θετική σχέση ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και ERM. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι το κίνημα των τελευταίων ετών για την εξειδίκευση της διοίκησης επάνω στα περιθώρια του ρίσκου που μπορούν να αναλαμβάνουν τα μέλη της, οδήγησε σε σημαντική βελτίωση στη λήψη των κατάλληλων αποφάσεων και συνεισέφερε στη διατήρηση της αξίας της επιχείρησης.

Από την άλλη ο Jensen Michael C (2010) θεωρεί πως η αξία θα πρέπει να μετριέται πέρα από τα scorecard, να αντανakλά το όραμα και τον σκοπό, να δημιουργείται μέσα από τακτική και στρατηγική, να καθιστά ικανή την ενότητα να ανταγωνιστεί και να προσθέτει αξία για τους επενδυτές και την επιθυμητή απόδοση.



ΑΠΟΔΟΣΗ

Κατά τους περασμένους αιώνες, η εξέλιξη της εμπορικής δραστηριότητας υπήρξε αιτία άνθησης μιας άτυπης και αργότερα νόμιμης αγοράς: του χρηματιστηρίου. Εάν και στην πρώτη φάση της ύπαρξής του αποτέλεσε χώρος διαπραγμάτευσης εμπορευμάτων, οι ανάγκες των εκάστοτε κοινωνιών έθεσαν τις βάσεις για την ανάπτυξη και την εξέλιξή του σε θεσμό στη σύγχρονη εποχή. Σημαντικός παράγοντας σε αυτή του την πορεία υπήρξε το κίνημα της παγκοσμιοποίησης. Τον 20^ο αιώνα με την υποστήριξη της τεχνολογίας και των επικοινωνιακών μέσων, το χρηματιστήριο αποκτά πρωταρχικό ρολό στην οικονομική δραστηριότητα και διαπραγματεύεται αξίες, όπως π.χ. της μετοχής, καθοριστικές για την επιχειρηματική κοινωνία.

Η αύξηση της ζήτησης κεφαλαίου και η επιθυμία αποφυγής του παραδοσιακού δανεισμού, πολλαπλασίασαν την έκταση των συναλλαγών με αποτέλεσμα να γεννηθεί μια διαφορετική πλευρά της οικονομίας. Μια πλευρά που μπορεί κατά βάθος να κοιτάζε την κερδοφόρα πορεία των επιχειρήσεων, όμως ο σκοπός δεν ήταν η συναλλαγή μεταξύ τους, άλλα η συμμετοχή στο κεφάλαιό τους. Η κερδοσκοπία έρχεται να ενισχύσει τη δραστηριότητα του χρηματιστηρίου και η απόκτηση των τίτλων αξίων δεν γίνεται πλέον για λόγους μακροπρόθεσμης αύξησης του πλούτου άλλα χρησιμοποιείται ως μέσο γρήγορου πλουτισμού διά της νόμιμης οδού. Καθοριστική σημασία αποκτά η **«απόδοση του αξιόγραφου»** και κατά τη διάρκεια του περασμένου αιώνα πολλοί ήταν εκείνοι οι οποίοι προσπάθησαν να δώσουν μια λύση και να εξηγήσουν τι είναι αυτό που δίνει αξία και επομένως απόδοση σε μια οικονομική μονάδα. Θεωρίες άνθησαν στο πέρας των δεκαετιών και είναι ακόμα αβέβαιο εάν η απόδοση είναι προϊόν της διαχείρισης σε επίπεδο διοικητικό ή απλά αποτέλεσμα συγκυριών και τυχαίων συμβάντων.

Οι διοικήσεις των εταιριών έχουν κινητοποιήσει όλες τους τις δυνάμεις προκειμένου να διατηρήσουν την απόδοση και να επιτύχουν μια αύξουσα πορεία στον πίνακα των χρηματιστηρίων. Κι αυτό διότι η απόδοση είναι η απολαβή που παίρνουν είτε υπό μορφή μερισμάτων (όταν τη διοίκηση αποτελούν οι ίδιοι οι μέτοχοι) είτε με την μορφή του bonus (όταν η διοίκηση προκύπτει από το προσωπικό).



Στην έρευνα που έκαναν για να εξηγήσουν τη διασύνδεση ανάμεσα στην εικόνα που προβάλλεται προς τα έξω των οικονομικών καταστάσεων και τη διανομή της απόδοσης προς τους μετοχές οι Hutton, Marcus και Tehranian (2009), αντιλαμβάνονται το φαινόμενο του crash risk. Πριν την SOX Act περίοδο, η διοίκηση προσπαθούσε να μην δημοσιοποιούνται τα αρνητικά νέα που αφορούν τις οντότητες ώστε να τα προστατέψει από μείωση στην τιμή των μετοχών. Όταν όμως η πληροφορία ερχόταν εντέλει στη δημοσιότητα, αυτό είχε ως αποτέλεσμα μια συντριβή της τιμής της μετοχής.

Το crash risk ήταν η αιτία κατάρρευσης επιχειρήσεων-πυλώνων(Goldman Sachs, Palmalat) κατά την περασμένη δεκαετία και η κατάρρευση αυτή είχε επιπτώσεις για την παγκόσμια οικονομία. Για την προστασία των επενδυτών από αυτούς τους κινδύνους, οι φορείς -με τη μορφή του Soft Law- παράθεσαν best practice, όμως και σε αυτή την περίπτωση όπως έδειξαν οι Νεραντζίδης, Τσάμης, Φίλος και Αγοράκη (2014) χρειάζεται περισσότερο από μια τυποποιημένη εφαρμογή. Με άλλα λόγια, οι κώδικες πρέπει να εφαρμόζονται βάσει των χαρακτηριστικών της κοινωνίας και μια υβριδική σύνθεση των διεθνών κανόνων θα μπορούσε να αποφέρει καλύτερη απόδοση της εφαρμογής τους.

ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

Η διάχυση και η ταχύτητα των πληροφοριών προς το εξωτερικό περιβάλλον δεν είναι τα μόνα στοιχεία που επηρεάζουν την απόδοση μιας οινολογικής μονάδας. Υπό την ασπίδα της νομοθεσίας και των κανόνων της λογιστικής είναι εφικτό να δημιουργηθούν συνθήκες οι οποίες να αποφέρουν απόδοση. Η επιθετική λογιστική αφορά τον χειρισμό των οικονομικών αριθμών μέσα στα πλαίσια του νόμου με αποτέλεσμα να δείξει προς τα έξω την οικονομική θέση με διαφορετικό τρόπο προς το όφελος των συντακτών.

Τα κύρια τεχνάσματα που χρησιμοποιούνται στη δημιουργική λογιστική όπως αναφέρει στο βιβλίο του ο Michael Jones, “Creating Accounting, Fraud and International Accounting Standards” (2011), χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες:

- Αύξηση του ετήσιου εισοδήματος, π.χ. αναγνώριση στον ισολογισμό εσόδων επόμενων χρήσεων.
- Μείωση εξόδων, π.χ. λογιστική πρόβλεψη της κεφαλαιοποίησης των τόκων



- Αύξηση του ενεργητικού, π.χ. ενίσχυση της υπεραξίας ή ανατίμηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων
- Μείωση των υποχρεώσεων, π.χ. εκτός ισολογισμού χρηματοδότησης ή επαναχαρακτηρισμού χρέους ως μετοχικό κεφάλαιο.

Η μονομερής ύπαρξη των παραπάνω συνθηκών ή και ο συνδυασμός τους, έχουν ως απώτερο σκοπό τη δημιουργία μιας ελκυστικής εικόνας της οντότητας προς τους επενδυτές.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΛΕΙΑ ΠΙΣΩ ΑΠΟ ΤΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΟΡΙΣΜΟΥΣ

Θα μπορούσε κάποιος να θεωρήσει ότι η απόδοση αποτελεί μοναδική μέριμνα της σύγχρονης λογιστικής και της κοινωνίας των συμβαλλομένων στην εμπορική και βιομηχανική δραστηριότητα. Η δημιουργία κερδοφόρας πορείας η οποία θα αποφέρει απόδοση για τις επιχειρήσεις έχει ξεπεράσει τα όρια της διαχείρισης σε επίπεδο διοικητικό, στρατηγικών, και τεχνολογιών της κάθε εποχής, παραχωρώντας ένα κομμάτι των αποφάσεων στα χεριά των αναλυτών.

Οι ίδιοι οι αναλυτές αντλούν πόρους για τους υπολογισμούς τους από τους αριθμούς που δημιουργούνται μετά την εμπορική δραστηριότητα και με σύμμαχο τη νομοθεσία, το soft law, και τα best practices, δημιουργούν μια ευνοϊκή και ελκυστική εικόνα για τους ενδιαφερόμενους.

Ενδιαφέρον για την παρούσα εργασία παρουσιάζουν έννοιες όπως είναι τα δεδουλευμένα, οι ταμειακές ροές, και ο συνδυασμός τους που οδηγεί στη δημιουργία ελκυστικής εικόνας για την οικονομική θέση της επιχείρησης και ως συνέπεια συμβάλλει στον καθορισμό της τιμής της μετοχής της.

ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ

Όπως ήδη επισημάνθηκε, η ύπαρξη των δεδουλευμένων και η σημασία τους ήταν γνωστή από την εποχή του Μεσαίωνα, όταν οι έμποροι της Βενετίας σκέφτηκαν να μεταφέρουν από τη μία λογιστική περίοδο στην άλλη τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις τους.

Από τότε έως σήμερα, τίποτα δεν έχει αλλάξει. Τα δεδουλευμένα, όντας μια κατηγορία μέσα στις οικονομικές καταστάσεις εσόδων ή εξόδων που έχουν εισπραχτεί ή ξοδευτεί, πρέπει να αναγνωρίζονται στην περίοδο την οποία δημιουργούνται και όχι όταν γίνεται η ταμειακή μεταβολή. Η βασική ιδέα είναι να βοηθήσουν να δημιουργηθεί μια αντιπροσωπευτική εικόνα της οικονομικής δραστηριότητας.



Η πραγματική λογιστική εικόνα των καταστάσεων αποτέλεσε ζήτημα και για το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο. Στους λογαριασμούς 36.00 και 36.01 καταγράφονται αντίστοιχα τα έξοδα επόμενων χρήσεων και εισπρακτέα έσοδα χρήσεων ενώ στους λογαριασμούς 56.00 και 56.10 έχουμε έσοδα επόμενων χρήσεων και έξοδα χρήσεως δεδουλευμένα.

Ο λογιστικός χειρισμός με βάση την αρχή των δεδουλευμένων είναι σημαντικός και σε επίπεδο διεθνών λογιστικών προτύπων καθώς θεωρείται ως βασική αρχή στην οποία γίνεται αναφορά από το πρώτο κιόλας πρότυπο.

Η ύπαρξη δεδουλευμένων μέσα στις οικονομικές καταστάσεις ομολογεί μια πιο ακριβή θέση της οντότητας και ήταν η αιτία της δημιουργίας τρόπου λογιστικής παρουσίασης των καταστάσεων.

Cash vs accrual accounting basis υπήρξε ζήτημα που απασχόλησε τη λογιστική κοινότητα, αν και το τελικό αποτέλεσμα δεν διαφέρει σημαντικά. Η μόνη και βασική διαφορά έχει να κάνει με τη χρονική καταγραφή της απαίτησης και της υποχρέωσης. Η καταγραφή της απαίτησης τη στιγμή που δημιουργείται και όχι όταν γίνεται η είσπραξή της. Η ακριβέστερη οικονομική εικόνα των επιχειρήσεων που ακολουθούν την accrual accounting basis έχει αναγνωριστεί και ακολουθήθηκε από τις περισσότερες επιχειρήσεις και έγινε παράδειγμα προς μίμηση και στο δημόσιο τομέα.

Σε μια δημοσίευση της PWC, το 2013, η Βίβιαν Τσαμαδου επισημαίνει την ανάγκη μιας πιο αντιπροσωπευτικής εικόνας των οικονομικών καταστάσεων από τη μεριά των κυβερνήσεων, που έχει ως αποτέλεσμα να θεωρούν τη λογιστική με βάση την αρχή των δεδουλευμένων ως αποτελεσματική μέθοδο για τη διαχείριση των οικονομικών του δημόσιου τομέα. Η οριστικοποίηση με βάση την ταμειακή λογιστική αποτελεί κύριο τρόπο καταγραφής των συναλλαγών του δημόσιου τομέα αλλά είναι το σημείο στο οποίο αυτός κυρίως πάσχει. Κι αυτό διότι με τη μέθοδο αυτή δεν γίνεται η πραγματική καταγραφή των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων έχοντας ως αποτέλεσμα μια βραχυπρόθεσμη εικόνα των δημοσίων οικονομικών.



Η αξιοποίηση των δημοσίων πόρων και η διαφωνία των συναλλαγών που απαιτούνται στον 21^ο αιώνα, φαίνεται να ικανοποιούνται καλύτερα με την λογιστικοποίηση με βάση την αρχή των δεδουλευμένων και όλο και περισσότερα κράτη στρέφονται προς αυτή την κατεύθυνση. Σε έρευνα που έκανε η PWC, με δείγμα από 100 χώρες, το 24% των κυβερνήσεων εφαρμόζουν ήδη τη λογιστική με βάση την αρχή των δεδουλευμένων ενώ το 37% σκοπεύει να το κάνει στο μέλλον.

Στο επεξηγητικό άρθρο που δημοσίευσε ο Richard G. Sloan (2011) μαζί με την ομάδα παρουσιάζει τον τρόπο με το οποίο υπολογίζονται τα δεδουλευμένα μέσα από τα οικονομικά κονδύλια.

Τα στοιχεία που αθροίζονται για τη δημιουργία της συνάρτησης των δεδουλευμένων είναι τόσο από την μεριά του Ενεργητικού όσο και του Παθητικού. Στο ενεργητικό οι απαιτήσεις, τα αποθέματα και οι λοιπές απαιτήσεις (όχι πελάτες) είναι εκείνα που αθροίζονται για τον υπολογισμό των Current Operating Assets.

Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από τη μεριά του Παθητικού έρχονται και μειώνουν τα Current Operating Assets και δημιουργούν το Working Capital. Από τη διαφορά ανάμεσα στα Non-Current Operating Assets και Non-Current Operating Liabilities υπολογίζονται τα Non Current Net Operating Assets. Ενώ, από τη διαφορά ανάμεσα στα Financial Assets και Financial Liabilities υπολογίζονται τα Net Financial Assets.

Το άθροισμα της μεταβολής των πάνω στοιχείων δημιουργεί την συνάρτηση των δεδουλευμένων ως εξής:

$$\Delta TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta Fin$$

TAMEIAΚΕΣ ΡΟΕΣ

Οι ταμειακές ροές μέσα στις οικονομικές καταστάσεις αποτυπώνουν λογιστικά την μεταβολή των χρημάτων, μέσα στην επιχείρηση, σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Η



ύπαρξη τους ως λογιστικό στοιχείο μέσα στις καταστάσεις παίζουν ιδιαίτερο ρόλο μιας και είναι στοιχεία που συμβάλλουν στον υπολογισμό χρήσιμων παραμέτρων για την εκτίμηση της αξίας και της κατάστασης μιας επιχείρησης.

Η σπουδαιότητα της απεικόνισης των ταμειακών ροών και ειδικά σε ξεχωριστό πίνακα μέσα στα δημοσιευμένα στοιχεία των επιχειρήσεων έχει αναγνωριστεί γενικότερα. Κι αυτό επειδή, για παράδειγμα, μια επιχείρηση ακόμα και αν θα μπορούσε να εκτιμηθεί ως κερδοφόρα, υπάρχει ο κίνδυνος της χρεοκοπίας όσο δεν υπάρχουν τα διαθέσιμα διότι θα είναι εμπόδιο στο να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της.

Οι ταμειακές ροές επίσης μπορούν να αποτελέσουν μια μετάφραση του accrual accounting bases system, αποτελώντας μια διαφορετική εκτίμηση του κέρδους σε περιπτώσεις που τα δεδομένα δεν αντανakλούν την πραγματική οικονομική εικόνα.

Ο ορθολογικός προγραμματισμός του μηχανισμού διοχέτευσης των εισροών βασίζεται στην απεικόνιση των ταμειακών ροών. Οι εισροές κατά τη διάρκεια της οικονομικής δραστηριότητας, τροφοδοτούν τις εκροές και η σημαντικότητα αυτού του γεγονότος δημιούργησε την ανάγκη πραγματικής παρουσίας τους.

Ο διαχωρισμός των ταμειακών ροών με βάση την κατηγορία από την οποία προέρχονται δίνει την δυνατότητα της ανάλυσης της αποδοτικότητας της επιχείρησης και συγχρόνως μια εικόνα της χρηματοοικονομικής και της επενδυτικής της δραστηριότητας.

Όπως περιγράφεται και στο ΔΛΠ 7, όταν η κατάσταση των ταμειακών ροών συνδυάζεται με τις λοιπές οικονομικές καταστάσεις, μεταφέρει πληροφορίες προς τους χρήστες για την μεταβολή της καθαρής περιουσίας, της χρηματοοικονομικής της δομής. Ένας άλλος σημαντικός παράγων είναι ότι δίνει την δυνατότητα της σύγκρισης της οντότητας με άλλες της ίδιας κατηγορίας.

Πληροφορίες της τρέχουσας εικόνας των ταμειακών ροών χρησιμοποιούνται ως ένδειξη του ποσού, του χρόνου και της βεβαιότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών.

ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ



Η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει το κόστος της συμμετοχής στο κεφάλαιο μιας επιχείρησης που πρέπει να διαθέσει ο επενδυτής. Οι συνιστώσες που προσδιορίζουν αυτό το κόστος δεν είναι μόνο τα αριθμητικά μεγέθη αλλά και οι προθέσεις επενδυτών, οικονομικών συγκυριών, και γενικά όλο αυτό που λέμε οικονομικό περιβάλλον. Η επιρροή που δέχεται η τιμή μιας μετοχής εξαρτάται από τον κάθε επενδυτή και το ποια είναι η πρόθεση του τη στιγμή που επιθυμεί την αγορά της.

Η απόκτηση μιας μετοχής σε ένα επενδυτικό φάκελο προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει αναλύσει την ικανότητα του αξιόγραφου να είναι αποδοτικό. Η διαδικασία ανάλυσης της απόδοσης του αξιόγραφου απαιτεί ειδικές γνώσεις και τρεις διαφορετικές σχολές έχουν δημιουργηθεί πάνω σε αυτό το θέμα.

Η θεμελιώδης ανάλυση ακολουθεί τη μεθοδολογία εκτίμησης των εταιριών βασισμένη στα δημοσιευμένα στοιχεία. Σημαντικό στοιχείο για την συγκεκριμένη ανάλυση είναι η εκτίμηση μελλοντικών εισροών, του κινδύνου καθώς και εκτιμήσεις για το επίπεδο των μελλοντικών επιτοκίων για τον προσδιορισμό μιας δίκαιας τιμής του αξιόγραφου.

Η δεύτερη σχολή ακολουθεί την τεχνική ανάλυση και εστιάζει τόσο στη στατιστική επεξεργασία των δεδομένων αλλά και στη μελέτη των διαγραμμάτων. Επιδιώκει την εκτίμηση της βραχυπρόθεσμης κίνησης των τιμών και τον προσδιορισμό της χρονικής στιγμής που είναι κατάλληλη για την απόκτηση αξιόγραφου. Τα δεδομένα της αγοράς και ο όγκος κίνησης των μετοχών, η προσφορά και η ζήτηση αλλά και η τάση της αγοράς φαίνεται να είναι τα βασικά στοιχεία στα οποία βασίζεται η τεχνική ανάλυση.

Όμως ο σκοπός της ανάλυσης είτε με την θεμελιώδη ανάλυση είτε με την τεχνική ανάλυση έχει ως πρωταρχικό ρόλο την εκτίμηση του εάν ένα αξιόγραφο είναι σωστά τιμολογημένο.

Η σχολή των αποτελεσματικών αγορών έρχεται να συμβάλλει σε αυτή την εκτίμηση και ορίζει τις αγορές και την ικανότητα τους να τιμολογήσουν σωστά μια μετοχή. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι συνδυάζει την εξέταση των οικονομικών στοιχείων με την τάση της αγοράς και την πραγματική πορεία των μονάδων. Για πολλούς η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών θεωρείται ότι δεδομένου ότι συνδυάζει τα οικονομικά στοιχεία με την πορεία της επιχείρησης είναι και ο καλύτερος τρόπος να τιμολογείται μια μετοχή. Θεωρούν ότι τα λογιστικά κέρδη εκφράζουν ικανοποιητικά την αξία της επιχείρησης και



όπως αναφέρει και ο Sloan, για μεγάλο διάστημα οι αναλυτές είχαν ικανοποιηθεί με αυτή την προσέγγιση διότι συνδύαζε την λογιστική με την χρηματοοικονομική.

ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ

Η στενή σχέση που υπάρχει μεταξύ των δεδουλευμένων, των ταμειακών ροών και της βιωσιμότητας μιας οντότητας είναι κάτι το οποίο πρέπει να αναγνωριστεί. Οι έρευνες έδειξαν ότι όταν τα δεδουλευμένα υπερτερούν στον ισολογισμό τότε αυξάνει ο κίνδυνος να μην μετατρέπονται σε μετρητά και έτσι να επηρεάζεται η ρευστότητα της μονάδας. Η έλλειψη της ρευστότητας μπορεί να επηρεάζει τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

Οι De Font και Hung (2003) στο άρθρο *“An Empirical Analysis of Analysts' Cash Flow Forecasts”* έχουν φτάσει στο συμπέρασμα ότι η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών ειδικά όταν στις επιχειρήσεις υπάρχει μεγάλο ποσοστό δεδουλευμένων, είναι χρήσιμη διότι μπορεί να ερμηνεύσει τα μελλοντικά κέρδη και να δώσει τη δυνατότητα μιας εκτίμησης σε ό,τι αφορά τη βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Στο άρθρο τους *«Determinants of Revenue Reporting Practices for Internet Firms»* οι Bowen, Devis και Rajgopal (2002) θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν σε υψηλά επίπεδα τα διαθέσιμα, έχουν την οικονομική δύναμη να αντέχουν στην πίεση της αγοράς (ανταγωνισμός). Αυτό θα οδηγήσει στην επέκταση της ζωής τους.

Ο Joseph Tham στο έργο του *«Return to Equity in Project Finance for Infrastructure»* το 2000 θεωρεί ότι η βιωσιμότητα της οντότητας βασίζεται στη δυνατότητά της να παράγει ταμειακά διαθέσιμα πολύ περισσότερο από την γενική εικόνα του ισολογισμού. Η χρηματοδότηση κάποιου έργου μόνο τότε αξίζει, αναφέρει. Υπογραμμίζει ότι είναι ύψιστης σημασίας να υπολογίζονται ετησίως οι ταμειακές ροές για να γίνει εκτίμηση της μόχλευσης των ιδίων κεφαλαίων.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΕΡΕΥΝΑ

Εάν και είναι δεδομένο ότι η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει τη δραστηριότητα και την οικονομική θέση των επιχειρήσεων, το **πού** και **τι** δημιουργεί το πρόβλημα, θα πρέπει να είναι το βασικό ερώτημα σε επίπεδο management.

Από την άλλη, η επιστημονική κοινότητα δεν παραμέλησε την ύπαρξη του προβλήματος και το τελευταίο διάστημα αυξήθηκε ο όγκος την επιστημονικών άρθρων που έχουν ασχοληθεί με το ζήτημα. Το ενδιαφέρον που δίνεται στην έρευνα γύρω από την τιμή της μετοχής είναι προφανές. Μέσα από κρυμμένα κονδύλια και συναρτήσεις, οι ερευνητές ψάχνουν τι επηρεάζει την αξία μια μετοχής και ποιες είναι οι επιπτώσεις στην οικονομική μονάδα.

Έρευνα επάνω στα επίκαιρα θέματα που απασχολούν την επιστημονική αλλά και την επιχειρηματική κοινότητα, έδειξε ως βασικό προβληματισμό δίπλα σε θέματα όπως εταιρική διακυβέρνηση, management risk ή εσωτερικός έλεγχος, την έμμεση σχέση μεταξύ των δεδουλευμένων και της τιμής των μετοχών, μεταξύ των ταμειακών ροών και της τιμής των μετοχών αλλά και μεταξύ των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών. Επιπλέον, κατέδειξε ποια στοιχεία ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές ασκούν μεγαλύτερη επιρροή επάνω στην τιμή των μετοχών .

Η πορεία των επιχειρήσεων και η σχέση τους με τα δεδουλευμένα, τις ταμειακές ροές και κατ' επέκταση με την τιμή της μετοχής, σε συνδυασμό με την επίπτωση της οικονομικής κρίσης είναι το ζητούμενο του παρόντος κεφαλαίου.

Η έρευνα επικεντρώνεται στο να εντοπίσει εάν στοιχεία όπως τα δεδουλευμένα και οι ταμιακές ροές συνιστούν αφορμή να δημιουργηθεί παραπλανητική οικονομική εικόνα προς τους επενδυτές.



Μέσα από την διεθνή έρευνα εντοπίστηκε ότι ανάμεσα σε όλες τις συνιστώσες οι οποίες επηρεάζουν την διαμόρφωση της οικονομικής θέσης είναι και τα δεδουλευμένα και οι ταμιακές ροές ως στοιχεία των κερδών. Πάνω σε αυτό το ερώτημα, το οποίο έκανε την επιστημονική κοινότητα να κινητοποιηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα ήταν η έρευνα που έκανε ο Sloan το 1995 και η οποία δημοσιεύτηκε ένα χρόνο αργότερα.

Σε αυτή την έρευνα σκοπός ήταν να ελεγχθεί κατά πόσον επαληθεύεται μια ήδη γνωστή θεωρία που υποστηρίζει πως οι επενδυτές βασίζονται αποκλειστικά στα κέρδη των εταιριών για να καθιερώσουν την τιμή της μετοχής. Η ύπαρξη αυτού του φαινομένου είναι γνωστή και αναφέρεται μετά την κρίση του 1929, στο βιβλίο τους “*Security Analysis*” το οποίο εξέδωσαν το 1934 (σελ. 356-359) οι Benjamin Graham και ο David L. Dodd . Οι συγγραφείς ονομάζουν αυτή τη προσέγγιση “*The New Era Theory*” και υποστηρίζουν ότι μπορεί αυτή να συνοψιστεί στη φράση: “*The value of the common stock depends entirely upon what it will earn in the future*” (μτφρ. Η αξία της κοινής μετοχής βασίζεται αποκλειστικά στο τι κέρδη θα αποφέρει στο μέλλον).

Αργότερα όμως, όπως υποστηρίζει ο Sloan, μια καινούρια θεωρία έκανε την εμφάνιση της και ανέτρεψε τον τρόπο με το οποίο αντιλαμβάνονταν τα πράγματα. Αυτό που υποστήριζε η σχολή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (*efficient market hypothesis*) είναι ότι επειδή τα κέρδη εκφράζουν αποτελεσματικά την αξία μιας επιχείρησης, υπάρχει η τάση να δημιουργείται συσχέτιση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής με τα κέρδη. Οποιαδήποτε άλλη άποψη μακριά από τον τρόπο σκέψης της καινούριας σχολής θεωρείτο ανωμαλία.

Ως «ανωμαλία», όπως ο ίδιος ο Sloan περιγράφει στο ίδιο άρθρο “*Accruals Anomaly*” θεωρείτε οποιαδήποτε συμπεριφορά η οποία αποκλίνει από τις υπάρχουσες θεωρίες. Αυτό όμως το οποίο ο ίδιος εξετάζει ως ανωμαλία στην προκειμένη περίπτωση είναι η επίδραση που έχουν τα δεδουλευμένα στην λογιστική απεικόνιση των κερδών. Το αποτέλεσμα της έρευνας ήταν ότι η τιμή των μετοχών δεν αντανakλά όλες τις πληροφορίες που διαθέτουν οι επενδυτές και δεν γίνεται διάκριση ανάμεσα στις διαφορετικές ιδιότητες που υπάρχουν ανάμεσα στα δεδουλευμένα και στις ταμιακές ροές.

Η Dechow (1994) για παράδειγμα, εξετάζει τις περιπτώσεις κάτω από τις οποίες τα δεδουλευμένα, ενσωματωμένα μέσα στα κέρδη και έχοντας βαθμό στάθμισης με βάση την



κατηγορία στην οποία ανήκουν, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνει πρόβλεψη για τα μελλοντικά κέρδη. Ο σκοπός είναι να ερευνήσει εάν τα δεδουλευμένα, μπορούν να μετατραπούν σε όρους απόδοσης των εταιριών και να αντικατοπτρίζονται στην τιμή των μετοχών. Η έρευνα έδειξε ότι οι ταμειακές ροές παρέχουν πληροφορίες ότι αφορά τις μελλοντικές ταμειακές ροές και μελλοντικά κέρδη. Τα κέρδη δίνουν καλύτερες πληροφορίες αφού συγκεντρώνουν στοιχεία τόσο για μελλοντικά κέρδη όσο και για μελλοντικές ταμειακές ροές και αυτό οφείλεται στην ύπαρξη των δεδουλευμένων μέσα στα κέρδη ειδικά όταν αυτά έχουν διαφορετικό βαθμό στάθμισης με βάση την κατηγορία στην οποία ανήκουν.

Οι Barth, Carm και Nelson (2001) ξεχωρίζουν τα δεδουλευμένα σε 6 διαφορετικές κατηγορίες: εισπρακτέους λογαριασμούς, αλλαγή στα αποθέματα, αλλαγή των πληρωτέων λογαριασμών, αποσβέσεις, απόσβεση χρεολυσίων (χρέους) και άλλα. Επιπλέον, προσθετούν στην συναρτηση πολλούς περιορισμούς και ως αποτέλεσμα διαπιστώνουν ότι την ικανότητα να προβλέπουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές που έχουν τα δεδουλευμένα απορεί από τις προσδοκίες της διοίκησης. Επίσης το κάθε είδος των δεδουλευμένων έχει διαφορετική σχέση με τις ταμειακές ροές και καταφέρουν αρκετά καλά να κάνουν προβλέψει για μελλοντικές ταμειακές ροές.

Το 1999 ο Livnat ερευνά εάν η λάθος εκτίμηση των δεδουλευμένων εμφανίζεται και στην περίπτωση των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων, και κατά πόσον ό,τι υποστηρίζει ο Sloan ισχύει και στην περίπτωση των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η αγορά συστηματικά εκτιμά λανθασμένα τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στις οικονομικές καταστάσεις και επακόλουθα γίνεται λάθος εκτίμηση των μελλοντικών κερδών.

Μακριά από αυτή την έρευνα δεν μένουν ούτε οι Fama και French. Στο άρθρο “*Dissecting Anomalies*” μελετούν συνολικά όλες τις μεταβλητές οι οποίες δημιουργούν υπεραπόδοση και προσπαθεί να δει εάν σε κάποιες υπάρχουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη τις οποίες οι άλλες μεταβλητές δεν τις βλέπουν. Χωρίζει τις εταιρίες σε τρεις ομάδες microcaps, small and big stocks με βάση τα κέρδη και επίσης κάνει παλινδρομήσεις με βάση το μοντέλο των Fama και MacBeth 1973 χρησιμοποιώντας τις μη κανονικές μεταβλητές για να εξηγήσει το cross-section return. η παλινδρόμηση εκτίμησε ότι η



επιρροής του μεγέθους της επιχείρησης είναι έντονη επάνω στα microcaps, και οριακή για τις μικρές και μεγάλες. Η παλινδρόμηση ανάμεσα της συνολική συνεχή αύξηση της απόδοσης των μετοχών και της μέση απόδοση, είναι παρόμοια και για τις μικρές και τις μεγάλες επιχ., αλλά μειώνετε στα μισά όσο αφορά τα microcaps. η αρνητική σχέση ανάμεσα μέση απόδοση και αύξηση του ενεργητικού είναι δυνατή για τα μικροκαπς αλλά αδύναμη για μικρά και ανύπαρκτη για τις μεγάλες. το B/M, net stock issues, accruals and profitability είναι δυσδιάκριτες όσο αφορά το μεγέθους της επιχείρησης. η παλινδρόμηση έδειξε ότι όλες οι μεταβλητές περιέχουν μοναδικές πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη.

Μέσα από το άρθρο «*Analysts' Cash Flow Forecasts and the Decline of the Accruals Anomaly*» η Mohanram (2013), ισχυρίζεται ότι δεδομένου ότι παρατηρήθηκε εξασθένηση του φαινομένου εμφάνισης των ανωμάτων δεδουλευμένων τα τελευταία χρόνια, μια από τις αιτίες αυτής της παρακμής είναι η αύξηση των προβλέψεων των μελλοντικών ταμειακών ροών. Η έρευνα έδειξε ότι η μείωση των αποδόσεων που βασίζονται στην προσέγγιση των δεδουλευμένων οφείλεται στην ακριβή και αύξηση των προβλεπόμενων ταμιακών ροών που κάνουν οι αναλυτές και ότι η αρνητική σχέση των δεδουλευμένων και των μελλοντικών αποδόσεων οφείλεται στην ύπαρξη των καταστάσεων μελλοντικών ταμιακών ροών. Αυτή η σχέση παραμένει εξαιτίας δύο ακόμα λόγων: την αύξηση των επενδύσεων των hedge funds σε accruals based strategy, και λόγω της ακριβής απεικόνισης των δεδουλευμένων η οποία απαιτείται βάσει των κανονισμών (κρατικών).

Ο Yong Yu (2005) στο άρθρο «*Do Investors Overreact or Underreact to Accruals? A Reexamination of the Accrual Anomaly*» ερευνά τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών σχετικά με το εάν οι επενδυτές υπεραντιδρούν στα δεδουλευμένα και την αρνητική τους συσχέτιση με τις μεταγενέστερα επιδόσεις. Η έρευνα έδειξε ότι τα δυο χαρακτηριστικά, από την μία η παράληψη των ταμειακών ροών και από την άλλη το να χρησιμοποιηθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις οδηγεί σε αρνητική σχέση ανάμεσα σε δεδουλευμένα και αποδόσεις. Εάν μελετούνται τρίμηνες οικονομικές καταστάσεις και συμπεριλαμβάνονται οι ταμειακές ροές τότε η σχέση ανάμεσα σε δεδουλευμένα και μελλοντικές αποδόσεις γίνεται θετική.

Οι Desai, Rajgopal και Venkatachalam, (2004) μέσα από την εργασία «*Value- Glamour and Accruals Mispricing: one anomaly or two*» θέλει να δει ποια είναι η συσχέτιση



ανάμεσα στην value-glamour ανάπτυξη πωλήσεων και τα accruals, μιας και έχει παρατηρηθεί ότι οι επενδυτές αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο δηλαδή βασίζονται επάνω σε αυτά τα δεδομένα για να προβλέπουν μελλοντικά κέρδη. Ως αποτέλεσμα θεωρούν ότι εάν ελεγχθεί σε ποιο είδος ανήκουν οι τέσσερις συνιστώσες sales growth, b/m, e/p, c/p, δηλαδή εάν είναι value or glamour, αυτό θα οδηγήσει και στην σχέση των δεδουλευμένων με τα μελλοντικά κέρδη. Έχει παρατηρηθεί επίσης ότι CFO/P είναι μεταβλητή η οποία συγκεντρώνει ό,τι δεν μπορεί να δείξουν τα δεδουλευμένα και τα value -glamour anomalies.

Στο Journal of Financial Economics, Collins, Tippie και Hribar (2004) δημοσίευσαν την έρευνα «*Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two?*» και εργαστήκαν και αυτοί πάνω στο ίδιο θέμα. Σκοπός ήταν να ερευνηθεί κατά πόσο το φαινόμενο που παρατήρησε ο Sloan για την ανωμαλία των δεδουλευμένων στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις είναι εμφανές και στις τριμηνιαίες καταστάσεις. Φάνηκε ότι και στις τριμηνιαίες καταστάσεις όπως και στις ετήσιες, η αγορά είναι ανίκανη να εντοπίσει τα μηνύματα που βρίσκονται μέσα σε αυτές, με αποτέλεσμα να υπερεκτιμούν οι επενδυτές τα δεδουλευμένα και να περιμένουν απόδοση στο τέλος της χρήσης.

Στο «*The Accrual Anomaly: International Evidence*» οι Pincus, Rajgopa και Venkatachalam,(2007) ερευνούν εάν το φαινόμενο των abnormal accruals παρατηρείται και σε άλλες χώρες, εάν η ανωμαλία των δεδουλευμένων σχετίζεται με το λογιστικό σχέδιο κάθε χώρας και τις θεσμικές δομές (institutional structures) και εάν υπάρχει διαφορετική εξήγηση για τα δεδουλευμένα στις εξεταζόμενες χώρες από αυτή που υπάρχει στην βιβλιογραφία μέχρι την στιγμή της έρευνας. Η ύπαρξη της ανωμαλίας των δεδουλευμένων οφείλεται στο ότι η διοίκηση στηρίζεται επάνω στα δεδουλευμένα για να κάνει το earning management.

Οι Cheng,C S.Agnes Thomas, Wayne B (2006)μέσα από το άρθρο «*Evidence of the Abnormal Accrual Anomaly Incremental to Operating Cash Flows*» ερευνούν τις σχέσεις ανάμεσα στις μελλοντικές εισροές και τα τρέχοντα επίπεδα των μη κανονικών δεδουλευμένων. Ερευνούν τις σχέσεις ανάμεσα στις μελλοντικές εισροές και τα τρέχοντα επίπεδα των μη κανονικών δεδουλευμένων.



To 2003 οι Fairfield, Whisenant, Yohn, στο «*Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing*» ερευνούν εάν όσα ισχύουν για τα δεδουλευμένα μπορούν να συμβούν και για άλλα στοιχεία που απεικονίζονται στους ισολογισμούς όπως η αύξηση των net operating assets. Έχει παρατηρηθεί ότι αυτή την ανωμαλία των δεδουλευμένων τη συναντάμε και στα net operating assets. Και στις δυο περιπτώσεις επηρεάζεται λόγω της αύξησης ο παρονομαστής του κλάσματος return on assets, και ότι όπως και στα δεδουλευμένα και στην αύξηση των net operating assets η αγορά επηρεάζεται και τιμολογεί διαφορετικά από ότι θα έπρεπε τις μετοχές.

Οι Dechow, Sloan, και Richardson (2004) έχοντας χωρίσει τα μετρητά σε τρεις κατηγορίες (ως στοιχεία των κερδών), θέλουν να μελετήσουν ποια είναι η επίδρασή τους επάνω στα κέρδη. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η μεγαλύτερη επίδραση στις ταμειακές ροές έχουν τα μετρητά τα οποία ορίζονται για την χρηματοδότηση της καθαρής θέσης και η τιμή των μετοχών εμφανίζεται σαν οι επενδυτές να καταλάβουν την χαμηλή επίδραση των μετρητών που έχουν να κάνουν με την χρηματοδότηση των υποχρεώσεων αλλά υπερεκτιμά αυτά που έχουν να κάνουν με το ταμειακό υπόλοιπο. Παντρεύοντας αυτά τα αποτελέσματα με τα αποτελέσματα του Sloan, θεωρούν ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τα κέρδη τα οποία κρατά η επιχείρηση και σωστά εκτιμούν τα κέρδη τα οποία διανέμονται στους έχοντες κεφάλαιο στην επιχείρηση.

Οι Dechow, Dichev (2002) από τη μεριά τους προτείνουν ένα καινούριο τρόπο για την μέτρηση της ποιότητας στα δεδουλευμένα και στα κέρδη. Ο προτεινόμενος τρόπος μέτρησης βασίζεται στο ότι τα δεδουλευμένα είναι προσωρινές προσαρμογές με σκοπό να διορθωθούν θέματα που δημιουργούν προβλήματα που έχουν επιπτώσεις επάνω στις ταμιακές ροές. Είναι πολύ σημαντικό να γίνει καλή εκτίμηση και σύνδεση ανάμεσα αφενός στα δεδουλευμένα από τα προηγούμενα έτη και στα τρέχοντα και αφετέρου στις μελλοντικές επιπτώσεις επάνω στις ταμιακές ροές. Μια λάθος εκτίμησή τους θεωρείται σημαντικό *noise* μέσα στα δεδουλευμένα και ελαττώνουν την αποτελεσματικότητά τους. Τα δεδουλευμένα σχετίζονται με βασικά οικονομικά μεγέθη και οι συγγραφείς υποστήριξαν ότι τα οικονομικά μεγέθη μπορούν να θεωρηθούν ως μια εναλλακτική εκτίμηση από την οποία θα προκύψει τιμή για την ποιότητα των δεδουλευμένων. Από την έρευνα βρέθηκε ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην ποιότητα των δεδουλευμένων και το πραγματικό ύψος τους, τον παραγωγικό κύκλο, την τυπική απόκλιση των



πωλήσεων, τις ταμειακές ροές, τα κέρδη, και θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης. Επίσης υπάρχει δυνατή αρνητική σχέση ανάμεσα στην ποιότητα των δεδουλευμένων και τα κέρδη.

Το 2011 και πάλι οι Dechow, Ge, Lason, Sloan στο άρθρο «*Predicted Material Accounting Misstatement*» ερευνούν ποιά είναι τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων οι οποίες παρουσιάζουν ανακρίβειες στις Οικονομικές Καταστάσεις και αναπτύσσουν ένα μοντέλο για την πρόβλεψη της ανακρίβειας. Αυτό γίνεται πάνω σε εταιρίες που έχουν ήδη αναγνωρίσει ότι υπάρχουν λάθη στις Οικονομικές Καταστάσεις, υπάρχουν αναρτημένες στο SEC. Με την ευκαιρία οι ερευνητές αναπτύσσουν μια συμπιεσμένη βάση δεδομένων με ανακριβείς Οικονομικές Καταστάσεις. η έρευνα έδειξε ότι πιο συνηθισμένες παραποιήσεις είναι η παραποίηση των δαπανών, η υπερεκτίμηση των κερδών και η κεφαλαιοποίηση του κόστους. Κατά την περίοδο της παραποίησης το ύψος των δεδουλευμένων ήταν χαμηλό, χρηματοδοτικές δραστηριότητες και συναφείς δραστηριότητες εκτός ισολογισμού είναι πολύ πιο πιθανές κατά τη διάρκεια περιόδων ανακρίβειας. Οι διαχειριστές είναι ευαίσθητοι στην τιμή της μετοχής της εταιρίας τους. Οι εν λόγω εταιρίες είχαν πρόσφατα κέρδη υψηλές αποτιμήσεις σε σχέση με τα θεμελιώδη. Η παραποίηση φάνηκε να έγινε για να καλύψει την πτωτική πορεία της απόδοσης, για να διατηρηθεί υψηλή η τιμή της μετοχής. Η έρευνα έδειξε ότι οι πληροφορίες που δίνουν τα δεδουλευμένα είναι σημαντικές για την ταυτοποίηση των κερδών της χειραγώγησης των κερδών.

Πέρα όμως από τους αριθμούς, οι επιστήμονες θεώρησαν σκόπιμο να ερευνήσουν εάν υπάρχουν και άλλες συνιστώσες οι οποίες να είναι υπεύθυνες για την διαστρεβλωμένη εικόνα που δίνουν τα δεδουλευμένα. Για αυτό το σκοπό έχει ερευνηθεί για παράδειγμα εάν η προβλέψη επηρεάζεται από τα δεδουλευμένα.

Στο άρθρο «*The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals*» οι Hong Xie, Laura Yue Li ,Guojin Gong (2008) θεωρώντας ότι οι υποθέσεις και οι προβλέψεις που κάνουν τα διοικητικά στελέχη για τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων βασισμένα στο ύψος των δεδουλευμένων, είναι λανθασμένες, ερευνούν το κατά πόσο ισχύει αυτό δηλαδή εάν η λανθασμένη εκτίμηση της διοίκησης οφείλεται στο ότι στηρίχτηκε στα δεδουλευμένα. Βασισμένη στην υψηλή τιμή των δεδουλευμένων η



διοίκηση είναι πιο αισιόδοξη και αναμένει ότι θα αποφέρουν κέρδη, όμως αυτό δεν συμβαίνει στην πραγματικότητα. Σε συγκεκριμένους κλάδους αυτό το φαινόμενο είναι πιο έντονο. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν πως η λανθασμένη εκτίμηση της διοίκησης έχει θετική σχέση με το ύψος των δεδουλευμένων.

Ελέγχτηκε και η σχέση του εσωτερικού ελέγχου με την ποιότητα των δεδουλευμένων. Οι Doyle, Weili Ge, Mc Vay (2007) βασιζόμενοι στο μοντέλο των Dechow and Dichev (2002) όπως είχε αλλάξει από τον McNicholas, ήλεγξαν ποια είναι η σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και στον εσωτερικό έλεγχο υπό από το πρίσμα των κανονισμών του SOX, και συγκεκριμένα το 302 και το 404. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι η ανεπαρκής οργάνωση του εσωτερικού έλεγχου συνδέεται με χαμηλή ποιότητα των δεδουλευμένων, όπου το μέτρο σύγκρισης των δεδουλευμένων είναι η απεικόνισή τους στις ταμειακές ροές. Οι εταιρίες οι οποίες υπάγονται στην ομάδα που ορίζει το 302-SOX (αδυναμία αποκάλυψης ουσιώδους λάθους) συνδέεται με χαμηλής ποιότητας δεδουλευμένα (περισσότερο από τις εταιρίες της ομάδας 404-SOX). Οι συγγραφείς θεωρούν ότι η έννοια του εσωτερικού ελέγχου αποτελεί βασικό στοιχείο για την δημιουργία καλής ποιότητας δεδουλευμένων.

Η επιρροή που έχουν τα IFRS αποτέλεσε επίσης ζήτημα προς διερεύνηση και οι Chang Y Lai, Yang Li, Shan, Taylor (2013) ερευνούν τις επιπτώσεις που έχει η υποχρεωτική υιοθέτηση των IFRS στην αξιοπιστία των δεδουλευμένων. Μετά την υποχρεωτική υιοθέτηση των IFRS η αξιοπιστία των δεδουλευμένων έχει ελαττωθεί σημαντικά. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι σε εταιρίες όπου οι ελέγχοι γίνονταν από γνωστές ελεγκτικές εταιρίες η μείωση της αξιοπιστίας των δεδουλευμένων εξασθενούσε, δηλαδή δεν ήταν τόσο εμφανής.

Οι Cohen και Karatzimas (2013) κάνουν εκτίμηση του αποτελέσματος της μετάβασης από το σύστημα cash basis accounting στο σύστημα modified cash basis accounting αναλύοντας τις λογιστικές πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό συστήματα της κεντρικής κυβέρνησης στην προσπάθεια του κράτους να κάνει το λογιστικό του σύστημα πιο έμπιστο και αποτελεσματικό. Σε αυτό συμμετείχαν όλα τα πανεπιστήμια με τμήματα Επιστήμης της Λογιστικής, έξι ελεγκτικές εταιρίες (b4), τέσσερα μεγάλα λογιστικά γραφεία, πέντε οικονομικές εφημερίδες, έξι μεγάλες τράπεζες, το Λογιστήριο του Κράτους αλλά και τα λογιστικά γραφεία διαφόρων



υπουργείων, μεταξύ άλλων. Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ότι η ποιότητα της διαθέσιμης πληροφορίας που υπάρχει στο cash basis accounting system, υστερεί μπροστά στην ποιότητα των πληροφοριών που προσφέρει το modified cash basis accounting system, αν και κάτι τέτοι δεν συνιστά θεμελιώδη διαφορά. Επίσης, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι παραπάνω πληροφορίες δεν είναι αρκετές και χρειάζονται διαφορές ρυθμίσεις για να θεωρηθούν χρήσιμες. Θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι το καινούριο σύστημα αποτύγχανε στο να δώσει μια εικόνα της οικονομικής κατάστασης της χώρας.

ΔΕΙΓΜΑ

Ο σκοπός είναι να ερευνηθεί εάν στην ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα επαληθεύονται τα συμπεράσματα στα οποία ο Sloan έχει φτάσει το 1996. Επιλέχθηκαν ως δείγμα εταιρίες εγγεγραμμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο από τρεις διαφορετικούς υπέρ-κλάδους δραστηριοτήτων και συγκεκριμένα:

- **Ακίνητη περιουσία** - από το σύνολο δεκατριών εγγεγραμμένων εταιριών επιλέχθηκαν δέκα εταιρίες.
- **Κατασκευές και υλικά κατασκευών** - εικοσιοκτώ συνολικά εταιρίες από τις οποίες επιλέχθηκαν οι δεκαέξι.
- **Υγεία** - από τις εννέα στο σύνολο εταιρίες, επιλέχθηκαν έξι εταιρίες.

Ως αποτέλεσμα και για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης εξετάστηκαν παρατηρήσεις 160 οικονομικών χρήσεων από 32 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο μόνος περιορισμός για την επιλογή των εταιριών ήταν να διαθέτουν όλες τις αναγκαίες πληροφορίες για τη μελέτη.

Το χρονικό διάστημα το οποίο ερευνάται είναι 2009-2013. Το διάστημα αυτό θεωρείται κατάλληλο διότι κατά τη διάρκειά του δεν έχει μεταβληθεί η σταθερότητα των συνθηκών.

Πρόκειται επίσης για μια περίοδο που ξεκινά αμέσως μετά την εκδήλωση της κρίσης τόσο στην ελληνική επικράτεια όσο και ευρύτερα. Επιλέγοντας αυτό το χρονικό διάστημα επιδιώκουμε να επιτύχουμε την απεικόνιση της ισχύως που έχει η παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων επάνω στην απόφαση του επενδυτή.



Λόγω της μεταβολής των συνθηκών πριν και μετά την κρίση, ο επενδυτής ενδέχεται να έχει αντιληφθεί την σημασία των μεγεθών στις οικονομικές καταστάσεις και πώς αυτά μεταφράζονται σε νομισματικές μονάδες. Συγκεκριμένα, για την παρούσα εργασία, ο σκοπός είναι να διαπιστωθεί εάν οι επενδυτές έχουν κατανοήσει τον λόγο ύπαρξης των δεδουλευμένων στις οικονομικές καταστάσεις και πώς αυτό επηρεάζει τον καθορισμό της τιμής της μετοχής.

Εστιάζουμε στην παρουσίαση των δεδουλευμένων διότι γενικά αντιστοιχούν σε ένα σημαντικό ποσοστό του Συνολικού Ενεργητικού και αυτό δημιουργεί δυο ειδών ζητήματα: πρώτον, η ύπαρξη των δεδουλευμένων δηλώνει μια απαίτηση από τη μεριά της οικονομικής οντότητας, απαίτηση που τη στιγμή της δημιουργίας των οικονομικών καταστάσεων δεν έχει ικανοποιηθεί από την μεριά των πελατών. Δεύτερον, η ύπαρξη των δεδουλευμένων και βάσει της ισότητας του Ενεργητικού και του Παθητικού αντανakλά πιθανές υποχρεώσεις της οντότητας.

Όλα τα δεδομένα συγκεντρώθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών, όπως αυτά παρουσιάζονται στην διαδικτυακή σελίδα κάθε εταιρίας. Η κάθε εταιρία επιλέχτηκε από τις καταστάσεις του ΧΑ, και συγκεκριμένα από την υποενότητα Υπέρ-κλάδοι που δημοσιεύει η [naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr) στην ιστοσελίδα της: <http://www.naftemporiki.gr/finance/athexstream>.

Στις περιπτώσεις στις οποίες τα ποσά έχουν μεταβληθεί και για την ίδια χρήση υπάρχει διαφορά στους διαδοχικούς ισολογισμούς (εξαιτίας πιθανότατα των διορθώσεων που ζητηθήκαν από τους ορκωτούς λογιστές), αυτό δεν επηρέασε την επιλογή των δεδομένων. Τα δεδομένα συλλέγονται όπως έχουν πρωτοδημοσιευθεί. Ο βασικός λόγος είναι ότι οι επενδυτές εκφράζουν τις προτιμήσεις τους με βάση τον ισολογισμό που δημοσιεύουν οι εταιρίες σε χρόνο t και τυχόν αλλαγές θα μεταβάλουν και τις προτιμήσεις τους σε χρόνο $t+1$.

Μια σημαντική παρατήρηση την οποία έκανε ο ίδιος ο Sloan (????) είναι η εξής: όσο λιγότερη η αξιοπιστία των τιμών σε ένα λογαριασμό τόσο αυξάνει η πιθανότητα να γίνει λανθασμένη εκτίμηση για τα μελλοντικά οφέλη. Με αυτό τον τρόπο ο Sloan ήθελε να



υπογραμμίζει ότι υπάρχει επίπτωση στον τρόπο καταγραφής στις οικονομικές καταστάσεις π.χ. πρότυπα, συναλλαγματικές διαφορές, κ.ο.κ..

Επίσης, θα πρέπει να αναφερθεί ότι τα δεδομένα των ισολογισμών μετατράπηκαν (όπου χρειάστηκε) σε ποσά εκφρασμένα σε ευρώ, μιας και στις οικονομικές καταστάσεις υπάρχουν και σε ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες. Η μη μετατροπή θα έχει ως αποτέλεσμα την λανθασμένη εκτίμηση των στοιχείων και το μη έγκυρο αποτέλεσμα.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Το άρθρο «*Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?*» του Sloan, Richard G., το οποίο δημοσιεύτηκε το 1996 αποτέλεσε τη βάση για αυτή την εργασία. Ο Sloan ερευνά εάν η τιμή της μετοχής περιέχει πληροφορίες για μελλοντικά κέρδη που να προέρχονται από τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές. Αυτό που ισχυρίζεται είναι ότι η τιμή των μετοχών δεν αντικατοπτρίζει όλες τις πληροφορίες που διαθέτουν οι επενδυτές ενώ δεν γίνεται διάκριση ανάμεσα στις διαφορετικές επιδράσεις που έχουν τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές.

Οι μεταβλητές οι οποίες εμφανίζονται στην παρούσα εργασία είναι τα δεδουλευμένα, οι ταμειακές ροές, οι τιμές των μετοχών, τα κέρδη και η υπεραπόδοση. Για τον υπολογισμό τους έχουν χρησιμοποιηθεί οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών υπό εξέταση εκτός από τις τιμές των μετοχών οι οποίες ανασύρθηκαν από την ηλεκτρονική σελίδα της «Ναυτεμπορικής».

Αρχικά, για να υπολογιστούν τα δεδουλευμένα, θα πρέπει να βρεθούν τα Current Net Operating Assets. Τα Current Net Operating Assets ορίζονται ως Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφού αφαιρεθούν οι τρέχοντες υποχρεώσεις.

Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αθροίζει της εξής κατηγορίες:

- Ταμιακά διαθέσιμα
- Απαιτήσεις
- Αποθέματα
- Λοιπές απαιτήσεις



Για τον υπολογισμό των Current Net Operating Assets, από αυτά εξαιρούνται τα ταμιακά διαθέσιμα μιας και αποτελούν στοιχεία των Ταμειακών Ροών.

Για τις τρέχουσες υποχρεώσεις αθροίζονται τα εξής μεγέθη:

- Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις (ST Dept.)
- Υποχρεώσεις (Current Liabilities)
- Φόροι (Income Taxes Payable)
- Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Από αυτά εξαιρούνται οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις και οι φόροι.

Το αποτέλεσμα είναι να φτάσουμε στην συνάρτηση που χρησιμοποίησε ο Sloan για την ανάλυση του και συγκεκριμένα:

Current Net Operating Assets = (Current Assets – Cash) - (Current Liabilities-ST Dept. - Income Taxes Payable)

Μεταβολή των Current net Operating Assets μέσα σε μια χρήση αντιστοιχεί στο ποσό των δεδουλευμένων.

Accruals = Current Net Operating Assets(End of the This Year) - Current Net Operating Assets(End of the Previous Year)

Ωστόσο, οι μεταβλητές προς ανάλυση έχουν επιλεχτεί με βάση τον πίνακα που παρουσιάζει ο Sloan και η ομάδα του στο άρθρο “Accrual anomaly”. Συγκεκριμένα, τα δεδομένα που υπάρχουν στις οικονομικές καταστάσεις χωρίζονται σε πέντε κατηγορίες με βάση την ιδιότητα που έχουν, δημιουργώντας τους εξής συντελεστές (βλέπε Πινάκα 2):

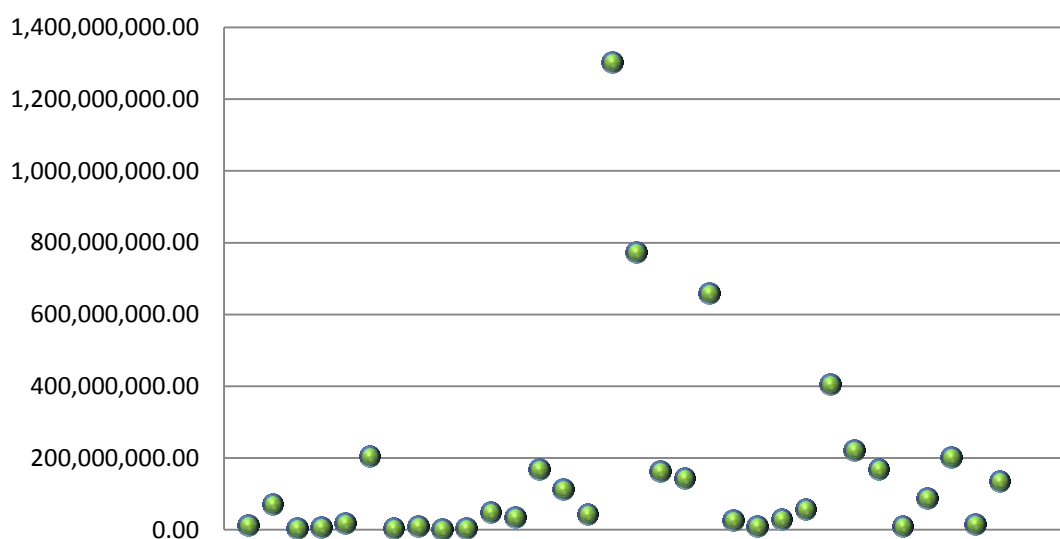
- Current operating assets (COA)
- Non-current operating assets (NCOA)
- Current operating liabilities (COL)
- Non-current operating liabilities (NCOL)
- Financial liabilities (FINL)

Για τις παραπάνω μεταβλητές υπολογίζεται ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η ελάχιστη τιμή και η μέγιστη τιμή, για τα πέντε έτη της μελέτης. (βλέπε Πινάκα 3). Βάσει του

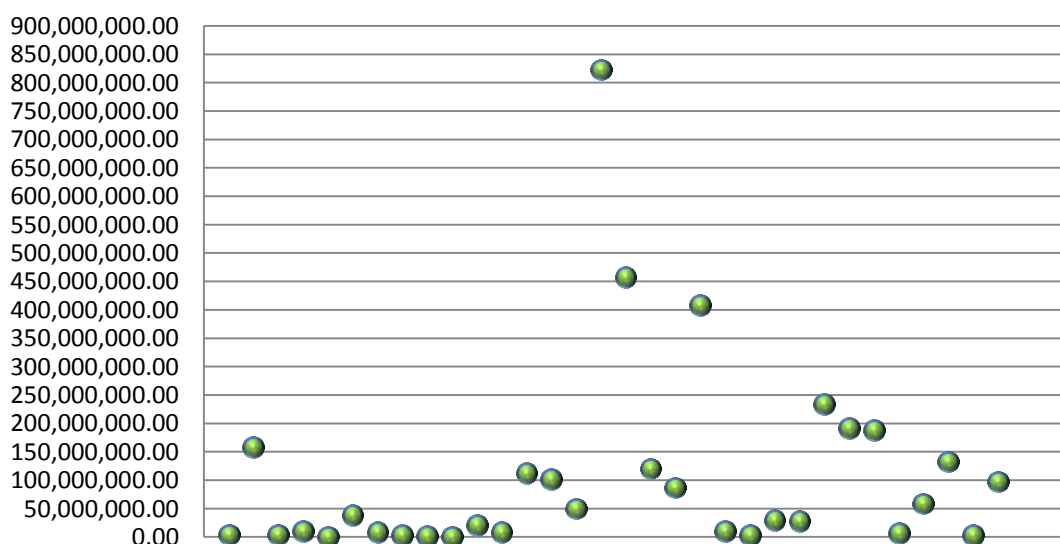


υπολογισμού των περιγραφικών στοιχείων η ΕΛΛΑΚΤΟΡ συγκεντρώνει τα υψηλότερα COA και COL, συγκεκριμένα 1.445.680.000,00€ με αντίστοιχα 905.282.000,00€. Τα μικρότερα επίπεδα COA τα έχει η ΤΡΑΣΤΟΡ με τιμή 484.145,24€ ενώ τη χαμηλότερη τιμή του COL την έχει η ΒΑΛΚΑΝ φτάνοντας στα 171.000,00€ . Τα στατιστικά στοιχεία έχουν την ιδιότητα να τοποθετούν κάθε μονάδα στην ανάλογη βαθμίδα όπως απεικονίζεται στα παρακάτω διαγράμματα:

M.O. CURRENT OPERATING ASSETS 2010-2013



M.O. CURRENT OPERATING LIABILITIES 2010-2013



Τα δεδουλευμένα βρίσκονται σε τρεις κατηγορίες μέσα στις καταστάσεις. Μαθηματικά αυτό μπορεί να καταγραφεί ως εξής:

- change in non-cash working capital

$$\Delta WC = \Delta COA - \Delta CAL \quad (1)$$

- change in non-current net operating assets

$$\Delta NCO = \Delta NCOA - \Delta NCOL \quad (2)$$

- change in net financial assets

$$\Delta Fin = \Delta FinA - \Delta FinL \quad (3)$$

Από τις παραπάνω σχέσεις συνεπάγεται:

$$\Delta TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta Fin$$

Μετά από τον υπολογισμό των δεδουλευμένων θα γίνει η καταγραφή των κερδών της κάθε εταιρίας. Με βάση το άρθρο, τα κέρδη ορίζονται ως Εισροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες και συλλέγουμε τα στοιχεία από τον πίνακα των ταμειακών ροών.

Το επόμενο βήμα είναι να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών. Η συνάρτηση είναι η ίδια του Sloan και συγκεκριμένα από της Ταμειακές Ροές από Λειτουργική Δραστηριότητα αφαιρούνται τα δεδουλευμένα που έχουν ήδη υπολογιστεί.

Σε αυτό το σημείο σημαντικό ρόλο παίζει το αριθμητικό μέγεθος των δεδουλευμένων, των κερδών και των ταμειακών ροών το μέγεθος της επιχείρησης. Για να το θεραπεύσουμε αυτό και να μπορούν να συγκρίνονται, θα γίνει στάθμιση των μεγεθών διορούμε με το μέσο όρο του Ενεργητικού.

Τα τρία βασικά στοιχεία της παρούσας έρευνας διαμορφώνονται ως εξής:

$$\text{accruals} = \frac{\text{accruals}}{\text{average total assets}}$$

$$\text{cash flow component} = \frac{\text{income from continuing operations} - \text{accruals}}{\text{average total assets}}$$

$$\text{earnings} = \frac{\text{income from continuing operations}}{\text{average total assets}}$$



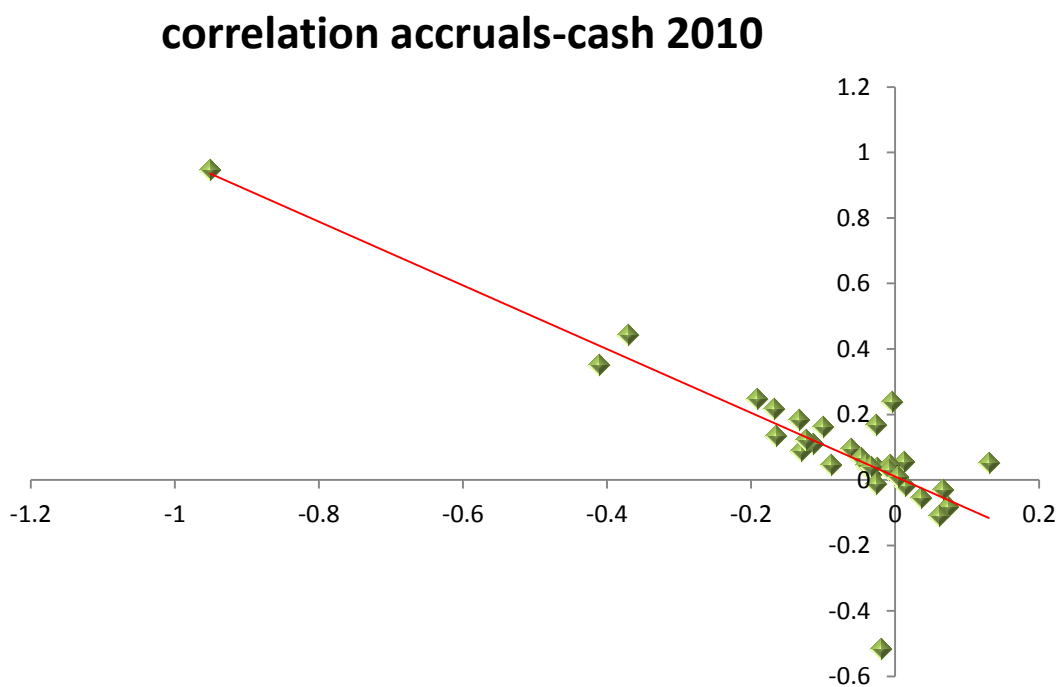
Ο πίνακας Μεταβλητές υπό Ανάλυση απεικονίζει τις τρεις τέσσερις μεταβλητές κάθε εταιρίας για τα έτη 2010-2013.

ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ ΜΕ ΤΙΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

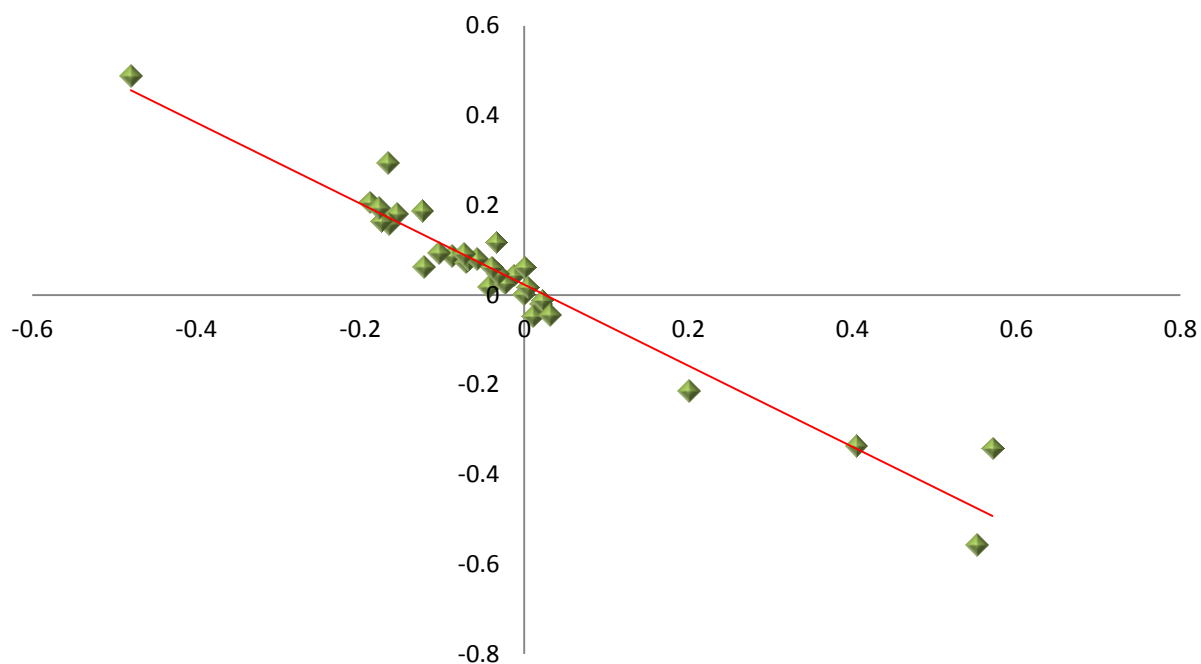
Η συσχέτιση μεταξύ των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο. Ο υπολογισμός τους είναι σημαντικός σε αυτό το επίπεδο διότι η μια μεταβλητή εξαρτάται από την άλλη και η απεικόνιση της συσχέτισής τους διαγραμματικά θα μας εξηγήσει γιατί η μεταβολή μιας μεταβλητής αυτόματα επηρεάζει την θέση της άλλης μεταβλητής λόγω της αρνητικής σχέσης η οποία τους συνδέει.

$$r = \frac{\sum((x_i - x(\text{mean}))(y_i - y(\text{mean})))}{\sqrt{\sum(x_i - x(\text{mean}))(x_i - x(\text{mean}))\sum(y_i - y(\text{mean}))(y_i - y(\text{mean}))}}$$

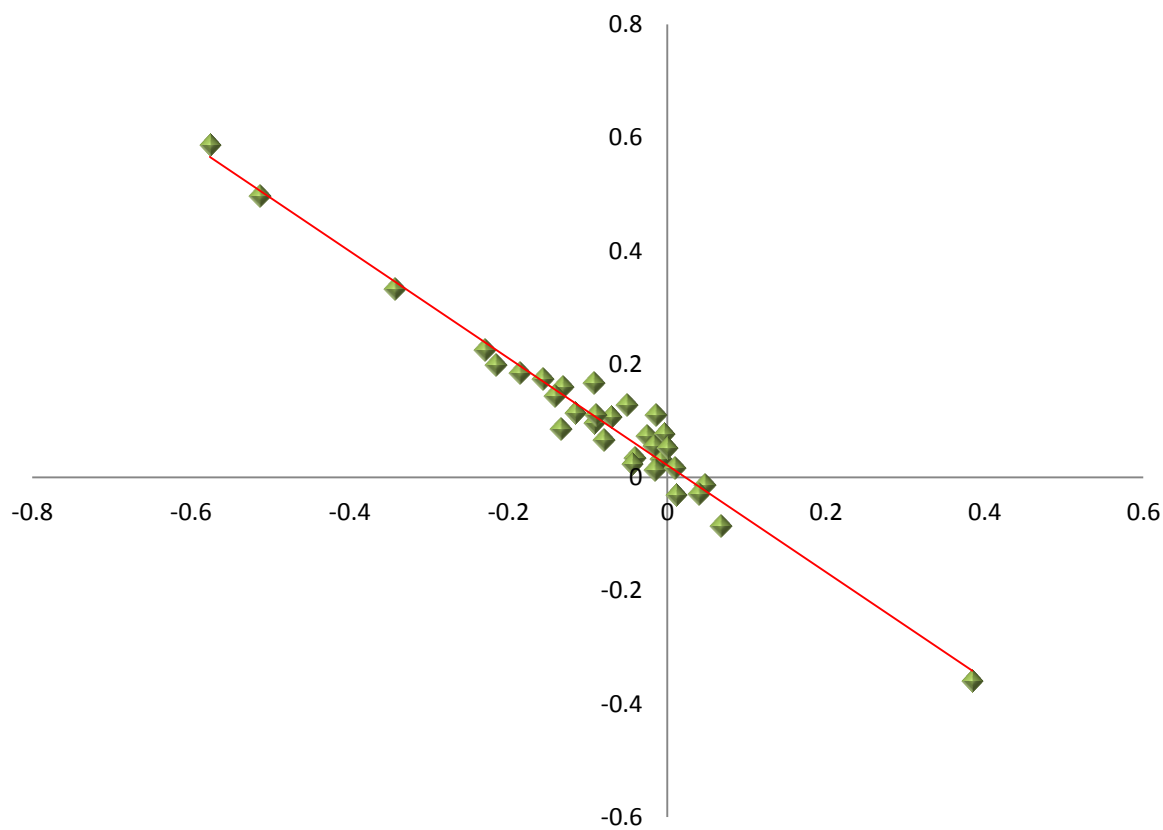
Ο υπολογισμός της συσχέτισης με βάση τον τύπο μάς οδήγησε στα εξής αποτελέσματα διαγραμματικά και αριθμητικά:



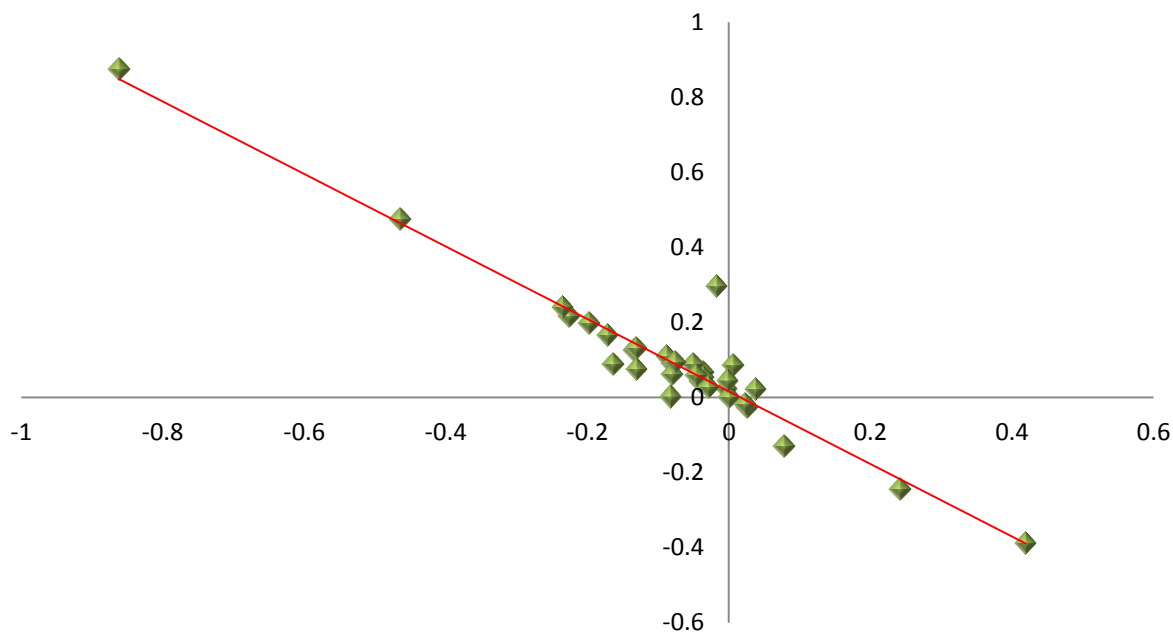
correlation accruals-cash 2011



correlation accruals-cash 2012



correlation accruals-cash 2013



Η σχέση ανάμεσα στις δύο μεταβλητές -δεδουλευμένα /ταμειακές ροές- είναι η εξής: όταν η μία αυξάνεται η άλλη μειώνεται και αντίστροφα. Αυτό στατιστικά ονομάζεται αρνητική συσχέτιση και μια τέλεια αρνητική συσχέτιση θα έχει τιμή (-1), ενώ όταν δεν υπάρχει συσχέτιση η στατιστική τιμή θα είναι 0,00.

ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ-ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

2010	2011	2012	2013
-0,8499	-0,9674	-0,9804	-0,958

Η σχεδόν τέλεια αρνητική συσχέτιση των δυο μεταβλητών είναι προφανής στο έτος 2012 όπου η τιμή του r φτάνει σε -0,98 ενώ για τα λοιπά έτη δεν διαφέρει πάρα πολύ, με την μικρότερη τιμή να είναι το έτος 2010 και συγκεκριμένα -0,84.

Μαθηματικά (Sloan,1996), η συνάρτηση των συνολικών δεδουλευμένων δίνεται από τη σχέση:

$$\Delta TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta Fin$$

Από την ισότητα Ενεργητικού- Παθητικού, έχουμε:



$$\text{ASSETS} = \text{EQUITY} + \text{LIABILITIES}$$

$$\Rightarrow \text{EQUITY} = \text{ASSETS} - \text{LIABILITIES}$$

$$\Rightarrow \text{EQUITY} = \text{CASH} + \text{WC} + \text{NCO} + \text{Fin}$$

Η μεταβολή της Καθαρής Θέσης ως επακόλουθο γράφεται:

$$\Delta \text{EQUITY} = \Delta \text{CASH} + \Delta \text{WC} + \Delta \text{NCO} + \Delta \text{Fin} \quad (4)$$

Αλλά επίσης η ίδια μεταβολή ορίζεται και ως:

$$\Delta \text{EQUITY} = \text{INCOME} - \text{DIVIDENDS} \quad (5)$$

Από την σχέση (4) και (5) έχουμε:

$$\text{INCOME} - \text{DIVIDENDS} = \Delta \text{CASH} + (\Delta \text{WC} + \Delta \text{NCO} + \Delta \text{Fin}) \quad (6)$$

Εάν εξαιρέσουμε τα μερίσματα, τότε προκύπτει η σχέση των κερδών με τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές. Η μαθηματική αυτή σχέση επιβεβαιώνεται και από τους υπολογισμούς των αριθμητικών δεδομένων που παρατίθενται στο παράρτημα (λογιστικά φύλλα excel).

Ο πληθυσμός της κάθε μεταβλητής (accrual, earnings, cash) μετατρέπεται σε δεκατημόρια (βλ. Πίνακα 7) για τα τέσσερα έτη υπό εξέταση και υπολογίζονται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία (βλ. πίνακα του παραρτήματος). Δεδομένης της μαθηματικής σχέσης των κερδών, συνεπάγεται μια αρνητική σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και στις ταμειακές ροές. Για το δεκατημόριο χαρτοφυλάκιο κοιτάζοντας το mean (median) έχουμε τις ταμειακές ροές στο -0,4539 (-0,4505) για το χαμηλότερο χαρτοφυλάκιο με αντίστοιχα των δεδουλευμένων να κατεβαίνουν στο -0,7173 (-0,7191) και με υψηλότερη τιμή των ταμειακών ροών στα 0,7250 (0,7315) και τα δεδουλευμένα 0,3760 (0,4016).

Μέσα από τον πίνακα «Κατάταξη βάση δεκατημορίων για COA/TA & COL/TA» είναι αντιληπτό ότι τα δεδουλευμένα είναι πιο ευαίσθητα λόγω μεταβολής των COA παρά τη μεταβολή των COL. Στο δεκατημόριο χαρτοφυλάκιο τα COA αυξήθηκαν κατά 0,1812 (0,1612) από το χαμηλότερο στο υψηλότερο επίπεδο των δεδουλευμένων, ενώ τα COL αυξήθηκαν μόλις 0,3116 (0,2818). Αυτό θα μπορούσε να σημαίνει ότι οι Απαιτήσεις και τα Αποθέματα είναι αυτά τα οποία επηρεάζουν τα επίπεδα των δεδουλευμένων περισσότερο από τις Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.



ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΒΑΣΗ ΔΕΚΑΘΗΜΟΡΙΩΝ ΓΙΑ COA & COL

COA	MEAN	0,001158	0,183349
	MEDIAN	0,001260	0,163395
COL	MEAN	0,001258	0,312921
	MEDIAN	0,001486	0,283289

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ β ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Το εξωτερικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις είναι βέβαιο ότι επηρεάζει την ρευστότητά τους. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει δυσκολία να μειώνεται αριθμητικά η τιμή των δεδουλευμένων. Για να αποτυπώσουμε ποια είναι η επιρροή τις οικονομίας επάνω στα δεδομένα μας υπολογίστηκε ο συντελεστής β του χαρτοφυλακίου.

Το επόμενο στάδιο της εργασίας αφορά τον υπολογισμό των αποδόσεων της κάθε επιλεγμένης εταιρίας (βλέπε πίνακα «Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος»). Η ίδια διαδικασία ακολουθείται και για τον υπολογισμό της απόδοσης R_m του Γ.Δ. Η απόδοση υπολογίζεται με βάση τον μαθηματικό τύπο:

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

Οπού:

r – η απόδοση του αξιόγραφου

P_1 - η χρηματιστηριακή τιμή του αξιόγραφου στο τέλος της περιόδου (μήνα)

P_2 - η χρηματιστηριακή τιμή του αξιόγραφου στην αρχή της χρήσης (μήνα)

D - τα μερίσματα τα οποία δίνονται σε αυτή την περίοδο.

Ο υπολογισμός του συντελεστή β , για κάθε αξιόγραφο που συμμετέχει στην αγορά, υπολογίζεται διότι είναι αυτό το οποίο μας οδηγεί στον υπολογισμό του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Αυτό γίνεται με το να αθροίζουμε τους επιμέρους συντελεστές σταθμισμένους κατά 3,125% μιας και ο συνολικός αριθμός μετοχών είναι 32.



$$COV(R_i, R_j) = \sum_{t=1}^N P_t (R_{it} - E(R_{it})) * \sum_{t=1}^N P_t (R_{jt} - E(R_{jt}))$$

Η παραπάνω συνάρτηση οδηγεί στο εξής αποτέλεσμα:

$$\beta = \sum_{i=1}^{32} w_i \beta_i = 0.7352$$

Η τιμή 0,73 του συντελεστή β , μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το χαρτοφυλάκιο μας επιμερίζεται αρκετά από τις μεταβολές του Γ.Δ. και κατευθύνεται προς την ίδια πλευρά.

ΥΠΟΘΕΣΗ Ι

Τα επίπεδα των κερδών επηρεάζονται διαφορετικά από τις δυο μεταβλητές που τα αθροίζουν και συγκεκριμένα, διαφορετική επιρροή ασκούν τα δεδουλευμένα ως στοιχεία των κερδών από εκείνη που ασκούν οι ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών.

Για να μπορεί ο πιο πάνω ισχυρισμός να ερευνηθεί, θα πρέπει να γίνει έλεγχος μιας αντίθετης υπόθεσης και να αποδείξουμε ότι δεν υποστηρίζεται από τα αποτελέσματα. Θα υποστηρίξουμε ότι τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές έχουν τον ίδιο πολλαπλασιαστή και αυτό ισούται με τον πολλαπλασιαστή των κερδών.

Είναι επιστημονικά αποδεδειγμένο ότι τα μελλοντικά κέρδη μπορούν να εκφραστούν μέσα από την σχέση:

$$Earnings_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 * Earnings_t + u_{t+1} \quad (7)$$

Εάν η τιμή της μεταβλητής $Earnings_t$ είναι μηδενική, τότε τα κέρδη της επόμενης χρήσης εξαρτώνται μόνο από το α_0 .

Μέσα από την βιβλιογραφία (Beaver 1970; Freeman et al. 1982) υποστηρίζεται ότι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων του Ενεργητικού γίνεται αντιληπτή με αργούς ρυθμούς. Ως απόδοση περιουσιακών στοιχείων δίνεται η σχέση:

$$ARR = \frac{AVERAGE \ ACCOUNTING \ PROFIT}{AVERAGE \ INVESTMENT}$$



Average accounting profit= M.O. λογιστικών κερδών

Average investment= M.O. της επένδυσης

Η συγκεκριμένη σχέση βάσει ερευνών παριστάνεται σε παλινδρομήσεις ως $\alpha_1 < 1$.

Θα πρέπει επίσης να ελέγξουμε εάν καταρχάς υπάρχει διαφορά ανάμεσα στον πολλαπλασιαστή των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, και κατά δεύτερον, εάν αυτά ισούνται, να εξετάσουμε εάν η τιμή του πολλαπλασιαστή θα είναι ίδια με εκείνη για τον πολλαπλασιαστή των κερδών.

Από τη σχέση (6) εάν εξαιρέσουμε τα μερίσματα σε συνδυασμό με την σχέση (7) συνεπάγεται ότι:

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 * \text{Accruals} + \gamma_2 * \text{Cash} + u_{t+1} \quad (8)$$

Βάσει του άρθρου του Mishkin (1983) το οποίο ακολουθεί και ο Sloan, εάν τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές είχαν την ίδια επίδραση επάνω στα κέρδη, τότε ο πολλαπλασιαστής τους γ_1 και γ_2 αντίστοιχα, θα είχαν την ίδια τιμή, π.χ. γ .

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 * \text{Accruals} + \gamma_2 * \text{Cash} + u_{t+1} \quad (9)$$

$$\text{Earnings}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma * (\text{Accruals} + \text{Cash}) + u_{t+1} \quad (10)$$

$$\text{Earnings} = \text{Accruals} + \text{Cash} \quad (11)$$

Από (10) και την (11) $\Rightarrow \alpha_1 = \gamma$

ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ I

Για να εξετάσουμε εάν υφίσταται η πιο πάνω ισότητα, αρχικά κάνουμε παλινδρομήσεις μεταξύ των κερδών των χρήσεων 2010-2013 για να δούμε κατά πόσο τα κέρδη της επόμενης χρήσης επηρεάζονται από τα επίπεδα των κερδών της προηγούμενης χρήσης.



Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα τρέχοντα κέρδη. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια

	Intercept	Earnings(t)	R Square	F	Significance F	P-value
2011	0,032	0,284	51%	9,525	0,013	0,013
2012	0,003	0,501	81%	39,251	0,0001	0,0001
2013	-0,009	1,908	74%	25,552	0,001	0,001

Μέσα από την παλινδρόμηση του δείγματος, στην κατανομή τους με βάση τα δεκατημόρια, το πρόσημο του πολλαπλασιαστή της μεταβλητής για κάθε έτος είναι θετικό δηλαδή υπάρχει θετική συσχέτιση των μελλοντικών κερδών με τα κέρδη του παρελθόντος. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων δίνουν ισχυρό R^2 και για τα τρία έτη με τιμές πάνω από το 50%. Αυτές οι τιμές ενισχύουν την ισχύ του μοντέλου. Το P value, του συντελεστή και για τα τρία έτη έχει τιμή κάτω του 5% που υποδηλώνει την απόρριψη του H_0 δηλαδή μια μηδενική τιμή του πολλαπλασιαστή των κερδών. Το F test έχει τιμές μεγαλύτερες του F Significance και για τα τρία έτη ενισχύοντας την ορθότητα του μοντέλου. Οι χαμηλές τιμές που παίρνει ο πολλαπλασιαστής των κερδών είναι σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα της βιβλιογραφίας ότι η απόδοση γίνεται σταδιακά αντιληπτή.

Τα παραπάνω αποτελέσματα δεν επιβεβαιώθηκαν από την παλινδρόμηση σε κανονικές τιμές.

Προκειμένου να ελεγχθεί εάν τα κέρδη της επόμενης χρήσης επηρεάζονται ξεχωριστά από το ύψος των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, γίνεται παλινδρόμηση δύο μεταβλητών για τα κέρδη της χρήσης 2011, 2012, 2013.

Με αυτή την παλινδρόμηση θα εξεταστεί τόσο η ύπαρξη ξεχωριστής επίπτωσης πάνω στα κέρδη από την ύπαρξη δυο μεταβλητών όσο και η ισχύς της κάθε μεταβλητής επάνω στα κέρδη.

Συγκεκριμένα, για να αποδειχτεί ότι δεν υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ των κερδών και των μεταβλητών θα πρέπει, δεδομένου της σχέσης:



$$\gamma_1 = \gamma_2 = \gamma$$

να αποδειχτεί η σχέση:

$$\alpha_1 = \gamma$$

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα δεδομένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις δεκατημόρια 2009-2013

	Intercept	acc	cash	R Square	F	Significance F	P-value acc	P-value cash
2011	-0,013	-0,092	0,270	99%	348,21	1,66E-08	3,01E-04	2,79E-08
2012	0,020	0,144	0,011	92%	43,28	5,12E-05	2,25E-02	8,32E-01
2013	-0,194	-1,022	1,414	92%	43,53	5,02E-05	3,55E-02	8,99E-03

Ο παραπάνω πίνακας απεικονίζει την τιμή των πολλαπλασιαστών των συντελεστών. Κατά πρώτον, είναι ξεκάθαρο ότι υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ των δεδομένων και των ταμειακών ροών λαμβάνοντας υπόψιν τις τιμές κάθε έτους. Δεύτερον, το άθροισμα των δυο τιμών διαφέρει από την τιμή του πολλαπλασιαστή των κερδών που σημαίνει ότι μια πιθανή ισότητα ανάμεσα $\alpha_0 = \gamma$ απορρίπτεται. Η τιμές του R^2 είναι πολύ κοντά στο 1 που δηλώνει την ισχύ του μοντέλου. Οι τιμές και για τις δυο μεταβλητές είναι αρκετά μικρές δηλαδή η περίπτωση να γίνει λάθος εκτίμηση είναι μικρή. Το F test παίρνει τιμές πολύ μεγαλύτερες από το F significance, ενισχύοντας και πάλι την ισχύ του μοντέλου. Το πρόσημο των πολλαπλασιαστών φαίνεται να διαφέρει μεταξύ τους αλλά και ανάμεσα στις χρήσεις. Για τα έτη 2011 και 2013 ο πολλαπλασιαστής των δεδομένων είναι αρνητικός δηλαδή υπάρχει αρνητική συσχέτιση, αφού η αύξηση του ενός επέφερε την μείωση του άλλου. Αυτό δεν ισχύει για τις ταμειακές ροές για τις οποίες και για τα τρία έτη είναι θετικός.

Τα αποτελέσματα δεν επαληθεύονται στην ανάλυση των κανονικών τιμών.

Τα αποτελέσματα την παλινδρόμησης, θέτουν το ερώτημα εάν οι επενδυτές μπορούν να αντιληφθούν αυτή τη διαφοροποίηση.



ΥΠΟΘΕΣΗ II

Η υπεραπόδοση των αξιογράφων δεν επιτρέπει να γίνει αντιληπτή η διαφορετική επιρροή των δεδουλευμένων ως στοιχεία των κερδών σε σχέση με την επιρροή των ταμειακών διαθέσιμων ως στοιχεία των κερδών.

Η υπόθεση γίνεται με σκοπό να γίνει σύνδεση ανάμεσα στα δύο στοιχεία των κερδών δεδομένου ότι ένα φάσμα ερευνών έχουν δείξει ότι υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στις τιμές των μετοχών και τα κέρδη.

Με αυτό τον τρόπο, στην παρούσα έρευνα, θα δούμε την έμμεση σχέση ανάμεσα στα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές με την τιμή της μετοχής. Το ζητούμενο είναι να μπορούμε να εξακριβώσουμε εάν οι επενδυτές απλά βλέπουν το αριθμητικό μέγεθος των κερδών για να αποφασίσουν εάν η τιμή της μετοχής είναι αντιπροσωπευτική ή εάν μπορούν να εντοπίσουν την επιρροή των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών επάνω στο αριθμητικό μέγεθος των κερδών. Αυτό έχει ως βασική προϋπόθεση την ικανότητα των ενδιαφερομένων να καταλάβουν την ποιότητα και την επιρροή των δεδουλευμένων.

Όταν αναφερόμαστε στην ποιότητα των δεδουλευμένων στην ουσία γίνεται σύγκριση ανάμεσά τους με τις ταμειακές ροές ως στοιχεία των κερδών. Μια χαμηλή ποιότητα έχει ως αποτέλεσμα μια αρνητική συσχέτιση των μεταβλητών (δεδουλευμένα /ταμειακές ροές) με τα κέρδη.

CORRELATION ACCRUALS-CASH FLOWS

2010	2011	2012	2013
-0,8499	-0,9674	-0,9804	-0,958

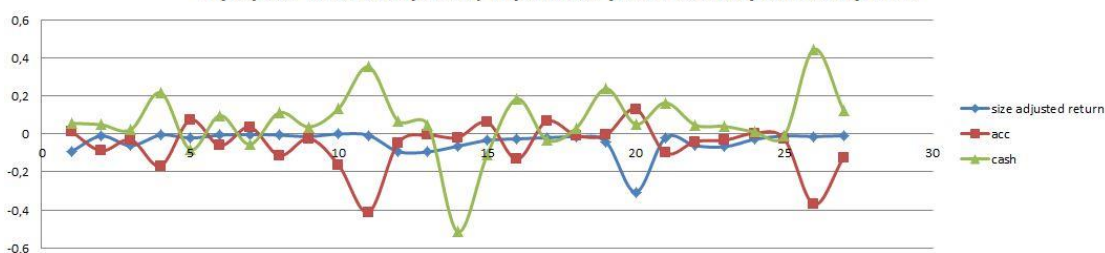
Για την εξέταση της Υπόθεσης II, είναι αναγκαίο να υπολογιστεί η τιμή για κάθε μετοχή size adjusted return (σταθμισμένη απόδοση, βλέπε Πίνακας 11). Για το σκοπό αυτό συλλέγονται η τιμές κλεισίματος για όλο το χαρτοφυλάκιο από το τέλους του μήνα



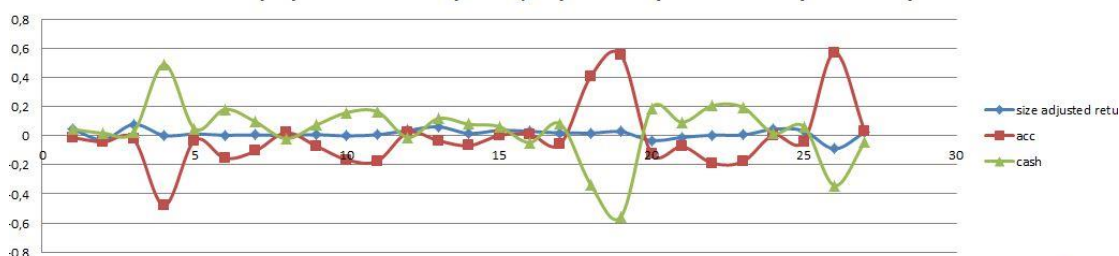
Απριλίου έως το μήνα Δεκέμβριο. Από την τιμή του μήνα Απριλίου αφαιρείται η τιμή του μήνα Δεκεμβρίου και το αποτέλεσμα αντιπροσωπεύει την υπέρ απόδοση. Για να μπορούν τα μεγέθη να είναι συγκρίσιμα γίνεται διαίρεση του αποτελέσματος με το $\ln$ της κεφαλαιοποίησης (βλέπε πίνακα 12). Από τον έλεγχο εξαιρέθηκαν πέντε επιχειρήσεις λόγω μη διαθέσιμων στοιχείων. Το σύνολο του δείγματος για το έλεγχο της δεύτερης υπόθεσης μειώθηκε στις 27 επιχειρήσεις με 108 έτη παρατηρήσεων.

Η διαγραμματική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην υπέρ απόδοση και τα δεδουλευμένα/ταμειακές ροές παριστάνεται παρακάτω. Αυτό που είναι προφανές είναι ότι στην πλειοψηφία των παρατηρήσεων η τιμή των ταμειακών ροών βρίσκεται πάνω από την τιμή των δεδουλευμένων, τονίζοντας έτσι τη μεγαλύτερη επίδραση των ταμειακών έναντι των δεδουλευμένων.

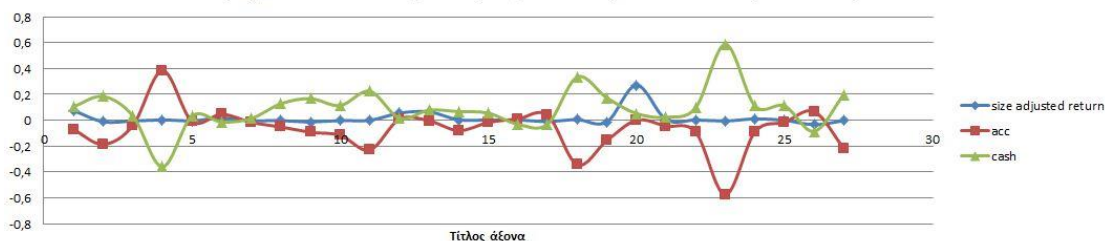
Τιμές των δεδουλευμενων, ταμειακων ροων και υπεραποδοση 2011



Τιμές των δεδουλευμενων, ταμειακων ροων και υπεραποδοση 2012



Τιμές των δεδουλευμενων, ταμειακων ροων και υπεραποδοση 2013



Τίτλος άξονα



Για να προχωρήσουμε στον έλεγχο την Υπόθεσης II, θα πρέπει να κάνουμε αναφορά στην έρευνα που έκανε ο Mishkin το 1983, βασιζόμενος στην υπόθεση ότι σε ένα περιβάλλον αποτελεσματικών αγορών η υπέρ απόδοση είναι μηδενική.

Μαθηματικά η πρόταση απεικονίζεται ως εξής¹:

$$E(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi_t) = 0 \quad (12)$$

Για να μπορεί να ισχύει ο πάνω περιορισμός η συνάρτηση της υπέραπόδοσης γράφεται ως εξής:

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(X_{t+1} - X_{t+1}^e) + \varepsilon_{t+1} \quad (13)$$

Όπου:

$E(\dots I\varphi_t)$ – η αναμενόμενη απόδοση δεδομένου των πληροφοριών που υπάρχουν στην αγορά

φ – σύνολο των πληροφοριών διαθέσιμων στην αγορά στο τέλος του χρόνου t

r_{t+1} – η απόδοση από την παρακράτηση του αξιόγραφου στο τέλος του χρόνου $(t+1)$

$x_{(t+1)}$ – ανεξάρτητη μεταβλητή

$x_{(t+1)}^e$ – αναμενόμενη τιμή της μεταβλητής

Αυτό σημαίνει ότι δεδομένου του γεγονότος ότι ο όποιος επενδυτής δεν μπορεί να «νικήσει» την αγορά, ο πολλαπλασιαστής ρ πολλαπλασιάζεται με την διαφορά ανάμεσα στην τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής και την αναμενόμενη τιμή της.

Εάν πάλι ο όποιος επενδυτής θεωρεί ότι η αναμενόμενη απόδοση των κερδών στην παρούσα εργασία δίνεται από την συνάρτηση (7), τότε η συνάρτηση της υπέρ απόδοσης γράφεται:

$$Earnings_{t+1} = a_0 + a_1 Earnings_t + u_{t+1} \quad (7)$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(Earnings_{t+1} - a_0 - a_1^* Earnings_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (14)$$

Εάν στην συνάρτηση εισάγουμε δεδουλευμένα και ταμειακές ροές τότε διαμορφώνεται ως εξής:

¹ Mishkin 1983



$$Earnings_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals + \gamma_2 Cash + u_{t+1} \quad (8)$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(Earnings_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Accruals - \gamma_2^* Cash) + \varepsilon_{t+1} \quad (15)$$

Εάν βασιζόμαστε στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, τότε οι πολλαπλασιαστές στο πρώτο σύστημα θα πρέπει να είναι ίσοι, και το ίδιο ισχύει και για το δεύτερο σύστημα.

$$a_1 = a_1^*$$

$$\gamma_1 = \gamma_1^* \quad (\alpha)$$

$$\gamma_2 = \gamma_2^* \quad (\beta)$$

εάν αποδεχτεί αυτή η ισότητα τότε από την (α) και (β) συνεπάγεται ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να διακρίνουν τις διαφορετικές ιδιότητες των δεδουλευμένων σε σχέση με τις ταμειακές ροές.

Για να ελεγχθούν οι ως άνω ισότητες θα πρέπει να λυθούν τα εξής συστήματα:

$$\begin{cases} Earnings(t+1) = \alpha_0 + \alpha_1 Earnings_t + u(t+1) \\ (r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(Earnings_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_1^* Earnings_t) + \varepsilon_{t+1} \end{cases} \quad (16)$$

$$\begin{cases} Earnings(t+1) = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals + \gamma_2 Cash + u(t+1) \\ (r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(Earnings_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_1^* Accruals - \gamma_2^* Cash) + \varepsilon_{t+1} \end{cases} \quad (17)$$

Από την 16 έχουμε:

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(\alpha_0 + \alpha_1^* Earnings_t - \alpha_0 - \alpha_1^* Earnings_t) + \varepsilon_{t+1}$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(\alpha_1^* Earnings_t - \alpha_1^* Earnings_t) + \varepsilon_{t+1}$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho((\alpha_1 - \alpha_1^*) Earnings_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (18)$$

Ενώ από την 17 έχουμε:

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(\gamma_0 + \gamma_1 Accruals + \gamma_2 Cash - \gamma_0 - \gamma_1^* Accruals - \gamma_2^* Cash) + \varepsilon_{t+1}$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho(\gamma_1 Accruals + \gamma_2 Cash - \gamma_1^* Accruals - \gamma_2^* Cash) + \varepsilon_{t+1}$$

$$(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi) = \rho((\gamma_1 - \gamma_1^*) Accruals + (\gamma_2 - \gamma_2^*) Cash) + \varepsilon_{t+1} \quad (19)$$

Μια ισότητα ανάμεσα στους συντελεστές θα επαληθεύει τον ισχυρισμό των αποτελεσματικών αγορών ότι η υπέραπόδοση $(r_{t+1} - r_{t+1}I\varphi)$ είναι μηδενική.



ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ II

Έλεγχος με OLS έδειξε τα εξής αποτελέσματα:

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013

	Intercept	$(\alpha_1 - \alpha_1^*) \text{earnings}$	R Square	F	Significance F	P-value
2011	-0,04665	0,452490337	92%	97,96764531	0,000004	0,000%
2012	-0,00337	0,457254897	59%	12,88533713	0,005842295	0,584%
2013	-0,01158	1,870826534	69%	19,79525279	0,00160208	0,160%

Το R^2 των ελέγχων για τα έτη 2011, 2012, 2013 είναι πάνω από το 50%, δηλαδή η ισχύς του μοντέλου είναι σε αποδεκτά επίπεδα. Οι τιμές των πολλαπλασιαστών είναι πάνω από το 0, δηλαδή έχουν μια θετική συσχέτιση με την υπέρ απόδοση. Η τιμή του p value, είναι κοντά στο 0 για το έτος 2011 και αυξάνεται για τα έτη 2012 και 2013 δηλαδή μια μηδενική τιμή της μεταβλητής είναι πιθανή. Το F test είναι αρκετά μεγαλύτερο από το f significance ενισχύοντας την ορθότητα του μοντέλου.

Η παλινδρόμηση του ελέγχου της επιρροής των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών της προηγούμενης χρήσης επάνω στην τιμή της μετοχής έδωσε τα εξής αποτελέσματα:

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013

	Intercept	acc($\gamma_1 - \gamma_1^*$)	cash($\gamma_2 - \gamma_2^*$)	R Square	F	Significance F	P-value acc	P-value cash
2011	-0,0859	-0,3678	0,6517	0,9116	41,2331	0,0001	0,0109	0,0004
2012	0,0048	-0,0053	0,1675	0,9802	197,8128	1,54E-07	0,8378	0,0002
2013	-0,2908	-1,6184	1,9613	0,9142	42,645	5,41E-05	0,0026	0,0009



Και σε αυτό τον έλεγχο επαληθεύονται οι ισχυρισμοί. Η τιμή του R^2 είναι πολύ κοντά στο 1, επίσης το F test είναι δίνει μια πολύ υψηλή τιμή. Το P value για τις ταμειακές ροές είναι πολύ μικρό, το ίδιο και για τα δεδουλευμένα, με μονή διάφορα την τιμή για το έτος 2012. Η συσχέτιση των δεδουλευμένων με την υπέρ απόδοση είναι αρνητική και για τα τρία έτη ενώ οι ταμειακές ροές έχουν θετική σχέση με την υπέρ απόδοση. Τα αποτελέσματα δεν επαληθεύονται για τις κανονικές τιμές.

Από την στιγμή που το ρ είναι μια σταθερά, η διαφορετική τιμή ανάμεσα στον πολλαπλασιαστή των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών, υπογραμμίζει την διαφορετική ιδιότητα των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών.



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της παρούσας έρευνας ήταν να εντοπίσει εάν στοιχεία όπως τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές, επηρεάζουν διαφορετικά την διαμόρφωση των κερδών και της υπέρ απόδοσης με αποτέλεσμα να αποτελούν αφορμή για να δημιουργηθεί μια παραπλανητική οικονομική εικόνα των επιχειρήσεων αλλά και να διερευνηθεί κατά πόσο αυτή η περιγραφή θα φέρνει την οντότητα αντιμέτωπη με δυσμενείς συνθήκες στους διαφόρους οικονομικούς κύκλους.

Η επιρροή των οικονομικών κύκλων μπορεί να εκφραστεί επάνω σε ένα χαρτοφυλάκιο με βάση την τιμή του συντελεστή β , και στην περίπτωση της παρούσας έρευνας η τιμή του φτάνει τα 73,52% πράγμα που υποδηλώνει ότι η οικονομική μεταβλητότητα επηρεάζει σημαντικά το χαρτοφυλάκιο υπό διερεύνηση.

Η θεωρία των Beaver (1970) και Freeman (1982) ότι τα κέρδη γίνονται σταδιακά αντιληπτά επιβεβαιώνεται και από την παρούσα εμπειρική εξέταση. Αυτό είναι αντιληπτό από την τιμή του πολλαπλασιαστή των κερδών στο χρόνο t , που η τιμή του διαφέρει από το μηδέν πράγμα που θα υποδήλωνε ότι τα κέρδη της επόμενης χρήσης είναι συνάρτηση μόνο μακροοικονομικών στοιχείων. Επίσης οι τιμές που παίρνει ο πολλαπλασιαστής των δεκατημορίων, είναι αρκετά χαμηλές υπογραμμίζοντας έτσι τους αργούς ρυθμούς της επίδρασης.

Η διαφορετική επιρροή των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών επάνω στα κέρδη είναι εμφανής από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης η οποία έδωσε διαφορετική τιμή των πολλαπλασιαστών, τιμή η οποία επίσης διαφέρει από την τιμή του πολλαπλασιαστή των κερδών. Το ερώτημα που γεννάται είναι εάν οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να βλέπουν αυτές τις διαφορές.

Για να απαντήσουμε στο ερώτημα έγινε έλεγχος με σκοπό να διαπιστωθεί κατά ποσό η υπέρ απόδοση επηρεάζεται από τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης αρχικά, και μετέπειτα από τα επίπεδα των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών.



Η μαθηματική επίλυση έδειξε ότι υπάρχει διαφορετικός πολλαπλασιαστής ανάμεσα στα δεδουλευμέν και τις ταμειακές ροές. Επίσης ότι αυτοί διαφέρουν από τους πολλαπλασιαστές της παλινδρόμησης της Υπόθεσης I, δηλαδή ανάμεσα στα μελλοντικά κέρδη και στα τρέχοντα κέρδη.

Η επίδραση στην βιωσιμότητα των επιχειρήσεων είναι εμφανής μέσα από τα αποτελέσματα. Η διαφορετική τιμή των δεδουλευμένων από εκείνη των ταμειακών ροών, υποδηλώνουν την επίδραση που έχουν οι μεταβλητές επάνω στην μονάδα και έμμεσα στην ρευστότητα της. Η σύνδεση ανάμεσα στην ρευστότητα και στην βιωσιμότητα είναι εμπειρικά αποδεδειγμένη. Ως συμπέρασμα μια σε βάθος ανάλυση πέρα από την τιμή των κερδών μέσα στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων σίγουρα θα ωφελήσει τους επενδυτές. Για μια ορθότερη απόφαση οι επενδυτές θα πρέπει να κοιτάζουν και τις τρεις μεταβλητές συνδυαστικά και να ξεφύγουν από το σλόγκαν της θεωρίας των «αποτελεσματικών αγορών» που θέλει τα κέρδη να εκφράζουν αποτελεσματικά την τιμή της μετοχής.

Από την πιλοτική έρευνα που διεξήχθη και προηγήθηκε της εκπόνησης της παρούσας έρευνας, διαπιστώθηκε πως δεν έχει γίνει έως σήμερα αντίστοιχος έλεγχος για την ελληνική οικονομική δραστηριότητα. Για περαιτέρω μελέτη προτείνεται η διερεύνηση της επίδρασης των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών στην ορθή τιμολόγηση της μετοχής. Με άλλα λόγια εάν ο επενδυτής αντιλαμβάνεται αυτή την διαφορετική δυναμική των δύο μεταβλητών και ορθώς τιμολογεί τις τιμές των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο που επιλέγει.



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ (1)

Δείγμα –επωνυμία εταιριών

1	ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	17	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ
2	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	18	ΗΡΑΚΛΗΣ
3	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	19	INTRAKAT
4	EUROBANK PROPERTIES	20	J&P ΑΒΑΞ
5	ΚΕΚΡΟΨ	21	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ
6	LAMDA	22	ΜΑΘΙΟΣ
7	PASAL	23	ΜΟΧΛΟΣ
8	REDS	24	ΣΧΕΛΜΑΝ
9	TRASTOR	25	TITAN
10	ΒΑΛΚΑΝ	26	UNIBIOS
11	ΑΕΓΕΚ	27	ΑΧΟΝ
12	ΑΚΡΙΤΑΣ	28	EUROMEDICA
13	ΑΘΗΝΑ	29	ΙΑΣΩ
14	ΑΤΤΙΚΑΤ	30	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ
15	ΕΔΡΑΣΗ	31	MEDICON HELLAS
16	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	32	ΥΓΕΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ (2)

Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που συνθέτουν τα δεδουλευμένα

NCOA	ΙΔΙΟ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ
NCOA	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ
NCOA	GOODWILL
NCOA	ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ
NCOA	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛ ΑΠΑΙΤΗ
NCOA	ΔΙΑΚΡΑΤΟΥΜΕΝΕΣ Έως ΤΗΝ ΛΗΞΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΣ
COA	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡ
NCOA	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ
NCOA	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ
COL	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ
NCOA	ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ
COA	ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ



COA	ΧΡΗΜΑΤ ΣΤΟΙΧ ΠΟΥ ΑΠΟΤΙΜ ΜΕΣΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ
COA	ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ
COA	ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΑΠΟ ΠΕΛΑΤΕΣ
NCOA	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΚΡΑΤ ΜΕΧΡΙ ΛΗΞΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ
CASH	ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ
NCOA	ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ
COA	ΛΟΙΠΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ
NCOA	ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΡΟΟΡΙΖΟΜΕΝΑ προς ΠΩΛΗΣΗ
EQUITY	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ
EQUITY	ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
EQUITY	ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΜΕΙΟΨΗΦΙΑΣ
FINL	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
NCOL	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛ ΥΠΟΧΡ
FINL	ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
NCOL	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡ ΥΠΟΧΡ
FINL	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
COL	ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
COL	ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤ. ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧ ΠΡΟΟΡ. ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ
COL	ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ (3)

Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία

	Current operating assets(COA)				
	Non current operating assets(NCOA)				
	Current operating liabilities(COL)				
	Non current operating liabilities(NCOL)				
	Financial liabilities(FINL)				
	ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ				
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	12.143.342,40	71.326.827,80	4.262.222,20	-	1.454.509,60
S.D	12.116.508,61	6.291.124,28	1.367.605,22	-	351.933,92
MIN	2.641.101,00	59.457.079,00	2.266.586,00	-	1.027.582,00
MAX	34.087.075,00	76.237.765,00	6.483.634,00	-	1.938.302,00
	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ				
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	70.147.400,00	665.215.400,00	158.714.600,00	15.743.600,00	619.111.600,00
S.D	39.760.364,51	345.746.357,91	92.338.225,23	19.689.085,32	154.617.601,12
MIN	20.956.000,00	240.349.000,00	63.667.000,00	-	405.241.000,00
MAX	122.237.000,00	1.158.546.000,00	318.781.000,00	50.693.000,00	754.165.000,00
	ΕΛΒΙΕΜΕΚ				
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



M.O	3.652.973,23	47.129.641,36	4.529.768,70	9.034.533,60	6.454.083,08
S.D	319.997,35	4.327.756,81	1.378.639,97	734.892,37	1.129.010,93
MIN	3.242.500,14	42.161.031,16	3.430.833,13	8.330.107,32	4.906.502,27
MAX	4.112.596,65	52.003.774,95	7.237.259,17	10.145.625,89	7.932.874,02
EUROBANK PROPERIES					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	5.743.200,00	609.945.600,00	10.180.000,00	29.000,00	100.922.600,00
S.D	1.371.665,91	44.527.448,26	4.191.166,76	58.000,00	14.680.311,99
MIN	4.017.000,00	551.382.000,00	5.740.000,00	-	86.025.000,00
MAX	8.084.000,00	671.778.000,00	15.760.000,00	145.000,00	128.370.000,00
KEKPOΨ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	18.738.000,00	1.031.600,00	1.364.400,00	3.810.400,00	4.269.800,00
S.D	2.037.692,42	47.676,41	1.055.727,54	483.646,81	616.832,04
MIN	16.081.000,00	940.000,00	367.000,00	2.977.000,00	3.285.000,00
MAX	20.555.000,00	1.072.000,00	3.329.000,00	4.245.000,00	4.924.000,00
LAMDA					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	204.191.600,00	670.649.200,00	38.050.800,00	63.759.800,00	547.381.400,00
S.D	36.129.192,86	43.305.410,63	4.308.139,15	2.900.667,33	44.919.693,30
MIN	163.033.000,00	614.933.000,00	33.186.000,00	59.295.000,00	494.504.000,00
MAX	250.775.000,00	735.917.000,00	45.703.000,00	67.963.000,00	607.601.000,00
PASAL					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	5.082.200,00	191.475.200,00	8.795.800,00	26.763.000,00	139.711.800,00
S.D	3.979.740,77	45.815.224,67	3.402.716,53	5.609.214,63	4.720.922,94
MIN	2.623.000,00	111.264.000,00	4.953.000,00	20.798.000,00	133.443.000,00
MAX	13.006.000,00	244.778.000,00	14.833.000,00	35.784.000,00	147.733.000,00
REDS					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	10.329.292,60	127.090.630,80	4.177.312,20	1.074.927,80	24.026.629,40
S.D	2.205.560,39	10.681.624,86	2.183.522,51	543.251,91	11.166.159,53
MIN	7.889.170,00	111.689.523,00	1.376.622,00	419.767,00	10.497.764,00
MAX	13.800.586,00	140.296.336,00	7.768.956,00	1.897.845,00	34.692.848,00
TRASTOR					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	1.838.487,45	88.764.297,53	1.510.368,56	121.306,29	7.955.938,26
S.D	1.869.853,31	11.847.677,20	1.204.953,90	20.775,48	459.174,92
MIN	484.145,24	76.135.424,43	697.666,29	98.846,08	7.447.500,00
MAX	5.519.191,61	107.295.988,74	3.909.081,00	157.613,08	8.500.000,00
BAALKAN					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	5.296.600,00	55.015.600,00	1.007.000,00	4.951.800,00	9.974.200,00
S.D	4.174.131,65	6.924.628,15	1.089.079,80	18.967,34	6.182.692,73
MIN	118.000,00	48.991.000,00	171.000,00	4.918.000,00	1.011.000,00
MAX	8.781.000,00	68.337.000,00	3.113.000,00	4.971.000,00	16.245.000,00
AEFEK					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	50.097.806,08	36.056.687,98	20.797.737,24	4.478.045,82	53.629.176,90
S.D	76.918.683,65	1.549.065,06	25.714.530,31	1.006.307,69	107.258.353,81
MIN	9.007.740,00	34.169.580,00	4.962.700,00	3.233.250,00	-
MAX	203.872.180,40	38.641.149,88	72.039.576,22	5.695.450,00	268.145.884,52
AKPITAE					



	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	35.312.880,60	68.987.462,60	8.696.964,20	6.350.112,00	44.937.898,60
S.D	8.946.790,65	3.751.673,76	3.368.038,58	1.415.127,77	4.999.775,76
MIN	21.883.868,00	63.504.224,00	5.870.528,00	4.895.828,00	38.930.161,00
MAX	46.177.770,00	73.989.936,00	13.721.918,00	8.902.260,00	51.139.156,00
ΑΘΗΝΑ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	169.782.200,00	113.107.600,00	112.849.800,00	22.460.800,00	85.840.800,00
S.D	14.449.021,30	36.846.397,78	17.143.025,41	6.800.952,68	28.004.041,23
MIN	157.638.000,00	65.814.000,00	91.170.000,00	14.749.000,00	56.725.000,00
MAX	196.937.000,00	157.638.000,00	136.666.000,00	33.509.000,00	118.986.000,00
ΑΤΤΙΚΑΤ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	113.615.119,81	106.688.027,68	102.108.640,03	40.543.052,71	48.664.078,63
S.D	39.396.575,93	43.951.923,79	12.854.448,30	26.292.742,63	32.999.416,50
MIN	86.183.222,74	71.483.232,16	84.865.736,34	18.350.236,77	22.406.455,83
MAX	188.869.542,14	191.654.888,27	115.133.153,04	79.704.893,70	111.911.977,68
ΕΛΛΑΣΗ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	44.701.000,00	103.373.000,00	49.942.000,00	19.295.000,00	124.312.400,00
S.D	10.925.878,55	10.812.234,92	9.443.725,13	2.289.697,97	10.423.835,70
MIN	31.153.000,00	91.500.000,00	38.027.000,00	17.361.000,00	109.498.000,00
MAX	62.104.000,00	122.127.000,00	64.633.000,00	23.648.000,00	139.230.000,00
ΕΛΛΑΚΤΩΡ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	1.303.847.200,00	2.171.192.000,00	823.056.200,00	399.349.400,00	1.789.232.000,00
S.D	116.151.153,16	141.040.961,23	66.365.851,09	65.427.326,01	111.944.240,29
MIN	1.129.847.000,00	2.002.679.000,00	728.128.000,00	294.172.000,00	1.657.547.000,00
MAX	1.445.680.000,00	2.422.581.000,00	905.282.000,00	472.730.000,00	1.946.418.000,00
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	773.384.400,00	1.303.231.800,00	457.974.600,00	465.796.400,00	878.664.400,00
S.D	89.807.033,80	233.224.978,27	85.173.492,87	179.047.751,10	112.316.637,84
MIN	607.947.000,00	894.914.000,00	294.829.000,00	210.109.000,00	663.491.000,00
MAX	852.099.000,00	1.547.697.000,00	539.331.000,00	676.631.000,00	974.900.000,00
ΗΡΑΚΛΗΣ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	162.325.200,00	515.613.400,00	120.720.600,00	-	128.627.200,00
S.D	40.873.946,79	65.687.834,58	14.747.197,61	-	12.053.604,31
MIN	109.951.000,00	411.593.000,00	103.570.000,00	-	113.032.000,00
MAX	212.516.000,00	597.716.000,00	143.622.000,00	-	148.246.000,00
ΙΝΤΡΑΚΑΤ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	143.923.213,00	61.697.586,60	87.359.305,80	5.079.666,80	48.631.364,40
S.D	22.136.767,19	2.462.292,66	10.939.636,45	5.432.749,89	11.722.788,97
MIN	117.031.751,00	58.811.331,00	74.635.264,00	1.500.606,00	33.290.116,00
MAX	170.623.054,00	65.881.762,00	103.403.586,00	15.607.976,00	65.514.995,00
J&P ΑΒΑΞ					
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	657.983.600,00	591.427.400,00	408.081.800,00	74.184.400,00	539.078.200,00
S.D	46.361.181,79	36.247.809,65	67.754.264,21	14.847.745,61	38.336.060,44
MIN	620.635.000,00	559.547.000,00	342.089.000,00	61.571.000,00	491.679.000,00
MAX	747.847.000,00	662.045.000,00	528.825.000,00	102.472.000,00	603.583.000,00



ΚΑΟΥΚΙΝΑΣ

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	25.951.845,80	71.892.751,00	10.351.824,80	4.106.650,60	27.896.523,40
S.D	6.827.073,41	3.996.316,24	3.129.785,03	420.966,96	3.097.189,41
MIN	19.120.368,00	65.868.260,00	7.294.734,00	3.286.169,00	22.852.373,00
MAX	36.774.583,00	76.449.559,00	15.957.279,00	4.491.299,00	31.497.186,00

ΜΑΘΙΟΣ

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	11.717.586,80	15.379.476,80	3.152.988,20	741.282,80	10.489.472,40
S.D	1.455.934,76	5.506.700,98	598.009,35	161.730,94	810.224,11
MIN	9.989.803,00	9.218.621,00	2.519.896,00	530.763,00	9.193.947,00
MAX	13.693.544,00	25.459.287,00	4.233.665,00	947.083,00	11.472.489,00

ΜΟΧΛΟΣ

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	30.092.121,60	72.958.413,60	30.570.145,60	24.160.997,20	17.403.145,80
S.D	22.381.117,48	15.199.910,03	11.432.298,33	5.168.121,10	8.276.106,75
MIN	15.579.000,00	52.542.000,00	17.529.000,00	17.458.000,00	9.107.729,00
MAX	74.636.000,00	96.504.000,00	50.257.000,00	29.514.000,00	30.514.000,00

ΣΧΕΑΜΑΝ

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	57.228.876,60	179.848.533,60	27.498.304,00	42.370.161,60	120.094.513,20
S.D	21.006.738,53	13.914.479,33	6.496.865,05	1.402.075,80	6.123.218,80
MIN	29.083.944,00	165.708.890,00	16.561.473,00	40.587.242,00	111.219.752,00
MAX	88.986.660,00	204.683.338,00	36.140.873,00	44.797.589,00	128.633.793,00

TITAN

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	404.910.400,00	2.386.462.200,00	234.593.600,00	273.730.000,00	895.160.400,00
S.D	69.065.135,39	162.265.153,84	19.221.755,22	23.245.608,83	111.792.736,55
MIN	305.520.000,00	2.102.691.000,00	208.956.000,00	230.234.000,00	723.056.000,00
MAX	493.675.000,00	2.552.836.000,00	265.062.000,00	292.870.000,00	1.041.659.000,00

AXON

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	222.921.800,00	524.913.200,00	191.474.800,00	83.135.600,00	439.104.000,00
S.D	29.707.121,35	96.270.028,22	21.407.644,98	23.563.733,95	5.703.286,11
MIN	165.695.000,00	412.593.000,00	159.813.000,00	51.722.000,00	430.846.000,00
MAX	247.567.000,00	651.598.000,00	224.842.000,00	113.512.000,00	447.213.000,00

EUROMEDICA

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	169.380.200,00	418.996.400,00	188.908.600,00	47.154.600,00	327.400.200,00
S.D	24.729.353,31	171.904.003,57	79.419.576,32	11.823.589,55	79.665.121,83
MIN	128.998.000,00	106.245.000,00	112.439.000,00	33.944.000,00	168.353.000,00
MAX	202.196.000,00	588.182.000,00	338.110.000,00	64.243.000,00	372.756.000,00

UNIBIOS

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	9.887.405,67	17.292.424,14	7.181.005,74	2.827.066,03	3.914.712,17
S.D	2.731.444,12	919.797,04	720.972,49	1.914.985,83	2.410.273,75
MIN	6.924.812,97	15.827.000,00	5.868.288,52	439.548,59	1.571.000,00
MAX	14.569.733,97	18.369.664,35	8.049.489,35	4.518.506,86	6.956.256,17

ΙΑΣΩ

	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	87.635.522,84	283.640.155,94	59.219.665,88	33.772.633,49	155.281.374,59
S.D	5.373.206,77	21.678.573,67	6.445.161,43	4.785.275,35	7.421.486,90
MIN	77.388.565,56	247.869.279,04	48.883.243,11	26.894.493,09	144.250.000,00

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



MAX	92.348.177,84	302.629.471,40	68.632.349,64	39.302.345,25	167.015.682,97
			IATPIKO AΘHNΩN		
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	203.070.923,21	274.359.002,92	133.183.701,72	35.164.527,06	171.302.128,25
S.D	30.248.665,93	13.575.272,40	16.678.626,17	2.597.818,85	6.516.538,98
MIN	151.606.491,36	257.689.558,62	116.110.275,75	32.344.536,10	164.008.227,55
MAX	242.876.812,66	292.107.630,78	160.597.126,23	39.236.718,76	180.357.883,68
			MEDICON HELLAS		
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	15.081.918,61	16.128.834,47	3.619.405,45	689.125,84	33.893.840,20
S.D	5.870.153,10	8.496.264,88	548.608,39	187.551,35	6.778.844,40
MIN	8.278.488,16	5.648.291,16	2.707.241,67	323.593,91	23.138.886,54
MAX	22.462.799,92	31.576.660,88	4.241.767,32	837.875,96	42.338.477,94
			YTEIA		
	COA	NCOA	COL	NCOL	FINL
M.O	135.974.986,00	530.485.780,60	97.755.431,40	69.436.884,00	199.843.966,20
S.D	15.766.379,83	95.259.903,68	16.760.046,16	6.022.055,34	25.849.203,59
MIN	107.133.000,00	399.180.000,00	78.687.000,00	61.091.000,00	178.741.000,00
MAX	152.094.000,00	638.553.901,00	126.998.000,00	76.007.787,00	250.556.211,00

ΠΙΝΑΚΑΣ (4)

Current Operating Assets/Current Operating Liabilities M.O. 2010-2013

COA M.O.			COL M.O.		
1	ALPHA ΑΣΤΙΚΑ AKINHTA	12.143.342,40	11	BAΛKAN	1.007.000,00
2	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	70.147.400,00	6	ΚΕΚΡΟΨ	1.364.400,00
3	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	3.652.973,23	10	TRASTOR	1.510.368,56
4	EUROBANK PROPERIES	5.743.200,00	23	ΜΑΘΙΟΣ	3.152.988,20
5	ΚΕΚΡΟΨ	18.738.000,00	32	MEDICON HELLAS	3.619.405,45
6	LAMDA	204.191.600,00	9	REDS	4.177.312,20
7	PASAL	5.082.200,00	1	ALPHA ΑΣΤΙΚΑ AKINHTA	4.262.222,20
8	REDS	10.329.292,60	4	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	4.529.768,70
9	TRASTOR	1.838.487,45	29	EUROMEDICA	7.181.005,74
10	BAΛKAN	5.296.600,00	13	AKPITΑΣ	8.696.964,20
11	ΑΕΓΕΚ	50.097.806,08	8	PASAL	8.795.800,00
12	AKPITΑΣ	35.312.880,60	5	EUROBANK PROPERIES	10.180.000,00
13	ΑΘΗΝΑ	169.782.200,00	22	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	10.351.824,80
14	ΑΤΤΙΚΑΤ	113.615.119,81	12	ΑΕΓΕΚ	20.797.737,24
15	ΕΔΡΑΣΗ	44.701.000,00	25	ΣΧΕΛΜΑΝ	27.498.304,00
16	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1.303.847.200,00	24	ΜΟΧΛΟΣ	30.570.145,60
17	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	773.384.400,00	7	LAMDA	38.050.800,00
18	ΗΡΑΚΛΗΣ	162.325.200,00	16	ΕΔΡΑΣΗ	49.942.000,00
19	INTRAKAT		30	ΙΑΣΩ	59.219.665,88



		143.923.213,00			
20	J&P ΑΒΑΞ	657.983.600,00	20	INTRAKAT	87.359.305,80
21	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	25.951.845,80		ΥΓΕΙΑ	97.755.431,40
22	ΜΑΘΙΟΣ	11.717.586,80	15	ΑΤΤΙΚΑΤ	102.108.640,03
23	ΜΟΧΛΟΣ	30.092.121,60	14	ΑΘΗΝΑ	112.849.800,00
24	ΣΧΕΛΑΜΑΝ	57.228.876,60	19	ΗΡΑΚΛΗΣ	120.720.600,00
25	TITAN	404.910.400,00	31	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	133.183.701,72
26	UNIBIOS	222.921.800,00	2	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	158.714.600,00
27	AXON	169.380.200,00	28	AXON	188.908.600,00
28	EUROMEDICA	9.887.405,67	27	UNIBIOS	191.474.800,00
29	ΙΑΣΩ	87.635.522,84	26	TITAN	234.593.600,00
30	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	203.070.923,21	21	J&P ΑΒΑΞ	408.081.800,00
31	MEDICON HELLAS	15.081.918,61 €	18	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	457.974.600,00
32	ΥΓΕΙΑ	135.974.986,00	17	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	823.056.200,00

ΠΙΝΑΚΑΣ (5)

Μεταβλητές υπό Ανάλυση

	ACCRUALS COMPONENT=ACCRUALS/ AVERAGE TOTAL ASSETS	EARNING COMPONENT=INCOME FROM CONTINUING OPERATION/AVERAGE TOTAL ASSETS	CASH FLOW COMPONENT=INCOME FROM CONTINUING OPERATION- ACCRUALS/AVERAGE TOTAL ASSETS
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	-0,191578579	0,056386639	0,247965218
	0,200337523	-0,012482924	-0,212820447
	-0,132175341	0,027022368	0,159197709
	-0,003582538	0,020581487	0,024164025
	0	0	0
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	-0,951151285	-0,003827585	0,9473237
	-0,088592132	-0,001600661	0,086991471
	-0,513328121	-0,015709614	0,497618507
	-0,464730221	0,010133032	0,474863253
	0	0	0
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	0,013367061	-0,005931683	-0,019298744
	-0,000810845	0,000397058	0,001207903
	-0,141837091	0,001998607	0,143835698
	-0,042274222	0,002435485	0,044709707
	0	0	0



EUROBANK PROPERIES	0,011976331	0,067463542	0,055487211
	-0,013335228	0,030986422	0,04432165
	-0,07078824	0,035817561	0,106605801
	-0,037165187	0,032756919	0,069922106
	0	0	0
KEKPOΨ	-0,089266544	-0,04140846	0,047858084
	-0,043477246	-0,025497934	0,017979312
	-0,186096696	-0,001849663	0,184247033
	-0,171668598	-0,003939745	0,167728853
	0	0	0
LAMDA	-0,031105042	-0,008662256	0,022442786
	-0,02409161	0,002404959	0,026496569
	-0,04082418	-0,006587198	0,034236982
	0,025538537	-8,97179E-05	-0,025628255
	0	0	0
PASAL	-0,167971792	0,048299705	0,216271497
	-0,479957016	0,009719812	0,489676828
	0,384412083	0,024956072	-0,359456012
	-0,080335469	0,01283013	0,093165599
	0	0	0
REDS	0,07269276	-0,009771679	-0,082464439
	-0,032243981	0,015622896	0,047866877
	-0,008181999	0,025813961	0,03399596
	-0,134107058	-0,008243143	0,125863915
	0	0	0
TRASTOR	-0,061869165	0,033975195	0,09584436
	-0,155162855	0,025194637	0,180357492
	0,046879127	0,033650603	-0,013228524
	-0,037106612	0,019085527	0,056192139
	0	0	0
BAAKAN	0,03525406	-0,019715888	-0,054969948
	-0,104012973	-0,009337467	0,094675505
	-0,015848295	-0,001540331	0,014307964
	0,24113965	-0,002688962	-0,243828612
	0	0	0
AEΓEK	-0,113757151	-0,002261667	0,111495484
	0,020069009	0,000515928	-0,01955308
	-0,051276783	0,077065879	0,128342662
	-0,862244276	0,012881551	0,875125827
	0	0	0
AKPITAE	-0,024616031	0,011912	0,036528031
	-0,071467858	0,001637969	0,073105827
	-0,092404208	0,075515991	0,167920199
	-0,02956834	-0,00145232	0,028116021
	0	0	0



ΑΘΗΝΑ	-0,027449985	0,140413053	0,167863038
	-0,166438931	0,128809342	0,295248273
	-0,026097404	0,047727555	0,073824959
	0,07758639	-0,051418382	-0,129004771
	0	0	0
ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,165444211	-0,031304049	0,134140161
	-0,165429464	-0,00705152	0,158377944
	-0,115761497	-0,001406759	0,114354738
	-0,13224073	-0,00076568	0,131475049
	0	0	0
ΕΔΡΑΣΗ	-0,411812353	-0,059907326	0,351905027
	-0,174231352	-0,010047649	0,164183702
	-0,22954038	-0,004681416	0,224858964
	-0,226611357	-0,00762861	0,218982747
	0	0	0
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-0,047381017	0,018677382	0,066058399
	0,021987526	0,010324316	-0,011663209
	0,009059401	0,026310691	0,01725129
	-0,051155128	0,037574243	0,088729371
	0	0	0
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	-0,007236818	0,040190142	0,047426959
	-0,034189694	0,083761474	0,117951168
	-0,003870795	0,074320704	0,078191499
	0,004819183	0,090311846	0,085492662
	0	0	0
ΗΡΑΚΛΗΣ	-0,019849392	-0,534261037	-0,514411645
	-0,068579829	0,010146605	0,078726434
	-0,080060138	-0,012616732	0,067443406
	-0,164382974	-0,073847174	0,090535801
	0	0	0
INTRAKAT	0,060788924	-0,04855049	-0,109339414
	0,000602698	0,062585502	0,061982805
	-0,016850943	0,038554338	0,055405281
	-0,235434791	0,006835328	0,242270119
	0	0	0
J&P ΑΒΑΞ	-0,133309078	0,049998012	0,18330709
	0,010343653	-0,036702228	-0,047045881
	0,011009946	-0,019719179	-0,030729124
	-0,080990597	-0,018675693	0,062314904
	0	0	0
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	0,066335475	0,035229218	-0,031106258
	-0,058443945	0,022434289	0,080878234
	0,039658005	0,010018163	-0,029639842
	-0,046936607	0,014407466	0,061344073
	0	0	0



ΜΑΘΙΟΣ	-0,008261993	0,022488561	0,030750554
	0,404696934	0,069616133	-0,335080801
	-0,343291172	-0,009279141	0,334012031
	-0,19748659	0,000574043	0,198060633
	0	0	0
ΜΟΧΛΟΣ	-0,004730902	0,232665263	0,237396165
	0,551694267	-0,003661862	-0,555356129
	-0,157097128	0,016916356	0,174013484
	-0,000316983	1,62219E-05	0,000333204
	0	0	0
ΣΧΕΛΜΑΝ	-0,130731924	-0,041687326	0,089044598
	-0,123075599	-0,06053027	0,062545328
	-0,134536287	-0,048240001	0,086296286
	-0,131021652	-0,055371681	0,07564997
	0	0	0
TITAN	0,130086801	0,18130102	0,051214219
	-0,124559472	0,064118941	0,188678413
	-0,00022409	0,052381754	0,052605844
	0,037026055	0,059598493	0,022572438
	0	0	0
UNIBIOS	-0,10078038	0,062653043	0,163433422
	-0,073765526	0,018090462	0,091855988
	-0,044258915	-0,019832927	0,024425987
	0,022168804	0,005461452	-0,016707352
	0	0	0
AXON	-0,040647773	0,006121784	0,046769557
	-0,188443866	0,01838424	0,206828106
	-0,092253926	0,005118375	0,0973723
	-0,088868352	0,022196713	0,111065066
	0	0	0
EUROMEDICA	-0,03379766	0,005177784	0,038975445
	-0,177923254	0,016065132	0,193988387
	-0,576105595	0,011926169	0,588031765
	0,418855465	0,032294935	-0,38656053
	0	0	0
ΙΑΣΩ	0,003201583	0,01303554	0,009833957
	0,00406288	0,021064274	0,017001394
	-0,090161872	0,02137633	0,111538201
	-0,002222032	0,043393197	0,045615229
	0	0	0
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-0,026341261	-0,037173979	-0,010832718
	-0,039879132	0,022548561	0,062427694
	-0,014753968	0,096277115	0,111031082
	-0,082707132	-0,079186398	0,003520734
	0	0	0



MEDICON HELLAS	-0,37108106	0,073745649	0,444826708
	0,570931762	0,22896713	-0,341964632
	0,067167732	-0,018127007	-0,085294739
	-0,018152781	0,27846607	0,296618851
	0	0	0
ΥΓΕΙΑ	-0,123664153	-0,000846912	0,122817241
	0,030543417	-0,013918993	-0,04446241
	-0,216421665	-0,017625358	0,198796307
	-0,076954786	0,017997034	0,09495182

ΠΙΝΑΚΑΣ (6)

Δεκατημορίων για Κέρδη, Δεδουλευμένα, Ταμιακές Ροές Του Χαρτοφυλακίου

Deciles for accruals

2010	2011	2012	2013
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,1892179	-0,1734521	-0,2282285	-0,2236989
-0,1327936	-0,1490422	-0,1540451	-0,1583278
-0,1098641	-0,0993867	-0,1272512	-0,1183757
-0,0560739	-0,0703126	-0,0914171	-0,0807285
-0,0324514	-0,0416782	-0,0610325	-0,0490459
-0,0253061	-0,0273526	-0,0319881	-0,03713
-0,0075444	0,0001786	-0,0150823	-0,0079536
0,0102214	0,0181239	-0,0009534	0,003792
0,0582354	0,1833581	0,0367932	0,0358773
0,1300868	0,5709318	0,3844121	0,4188555

deciles for cash

2010	2011	2012	2013
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443

deciles for earnings

2010	2011	2012	2013
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443



-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443

ΠΙΝΑΚΑΣ (7)

Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία πινάκιο δεκατημορίων για τα Κέρδη, τα Δεδουλευμένα, τις Ταμειακές Ροές του Χαρτοφυλακίου

deciles for accruals with 95% confidence level for mean

	2010	2011	2012	2013
Mean	-0,1187145	-0,0244172	-0,0786271	-0,0980891
Standard Error	0,0874115	0,0770666	0,0686469	0,0911471
Median	-0,0324514	-0,0416782	-0,0610325	-0,0490459
Standard Deviation	0,2899112	0,2556009	0,2276761	0,3023006
Sample Variance	0,0840485	0,0653318	0,0518364	0,0913857
Range	1,0812381	1,0508888	0,9605177	1,2810997
Minimum	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Maximum	0,1300868	0,5709318	0,3844121	0,4188555
Sum	-1,3058591	-0,268589	-0,8648986	-1,07898

deciles for cash with 95% confidence level for mean

	2010	2011	2012	2013
Mean	0,1052264	0,0341773	0,0969465	0,1119779
Standard Error	0,1030611	0,0774417	0,0673305	0,0899734
Median	0,0533507	0,0624865	0,0918343	0,072786
Standard Deviation	0,341815	0,2568451	0,2233101	0,298408
Sample Variance	0,1168375	0,0659694	0,0498674	0,0890473
Range	1,4617353	1,045033	0,9474878	1,2616864
Minimum	-0,5144116	-0,5553561	-0,359456	-0,3865605
Maximum	0,9473237	0,4896768	0,5880318	0,8751258
Sum	1,1574905	0,3759507	1,0664119	1,2317571

deciles for earnings with 95% confidence level for mean

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



	2010	2011	2012	2013
Mean	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Standard Error	3,511E-17	1,755E-17	3,511E-17	1,053E-16
Median	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Mode	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Standard Deviation	1,164E-16	5,822E-17	1,164E-16	3,493E-16
Sample Variance	1,356E-32	3,39E-33	1,356E-32	1,22E-31
Minimum	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Maximum	-0,9511513	-0,479957	-0,5761056	-0,8622443
Sum	-10,462664	-5,2795272	-6,3371615	-9,484687

ΠΙΝΑΚΑΣ (8)

Μ.Ο./Διάμεσος δεκατημορίων του χαρτοφυλακίου για 160 έτη -παρατηρήσεις

DECILE

	accruals		earnings		cash	
	mean	median	mean	median	mean	median
0	-0,179	-0,180	-0,045	-0,017	-0,113	-0,113
0,1	-0,051	-0,052	-0,008	-0,007	-0,019	-0,010
0,2	-0,037	-0,038	-0,004	-0,003	0,000	0,000
0,3	-0,028	-0,029	-0,001	-0,001	0,008	0,008
0,4	-0,019	-0,019	0,000	0,000	0,014	0,013
0,5	-0,012	-0,011	0,002	0,002	0,018	0,017
0,6	-0,008	-0,007	0,005	0,005	0,023	0,023
0,7	-0,002	-0,002	0,007	0,006	0,029	0,030
0,8	0,002	0,002	0,010	0,009	0,042	0,042
0,9	0,020	0,012	0,016	0,018	0,056	0,058
1	0,094	0,100	0,052	0,058	0,181	0,183

ΠΙΝΑΚΑΣ (9)

Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (1)

	2010		2011
	AVERAGE	STDEV	AVERAGE
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	0,00176	0,03974	-0,00274
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	-0,09531	0,22827	-0,02950
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-0,00466	0,01546	0,02009
EUROBANK PROPERTIES	-0,03090	0,07988	-0,04401
ΚΕΚΡΟΥ	-0,04170	0,19155	0,00756
LAMDA	-0,06119	0,10153	-0,01696
PASAL	-0,07741	0,18838	-0,05601
REDS	-0,05816	0,14201	0,00041
TRASTOR	-0,03996	0,07305	0,01066
ΒΑΛΚΑΝ	-0,05766	0,18710	-0,00499
ΑΕΓΕΚ	-0,13523	0,19020	-0,03346
ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,00817	0,16873	-0,06526
ΑΘΗΝΑ	-0,03907	0,21987	-0,01158

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,12251	0,23174	0,01570	0,53433
ΕΔΡΑΣΗ	-0,05285	0,33339	-0,12485	0,18952
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-0,04874	0,10990	-0,07965	0,15417
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	-0,04934	0,12724	-0,10899	0,14422
ΗΡΑΚΛΗΣ	-0,00930	0,06102	-0,05946	0,08209
INTRAKAT	-0,11812	0,20342	-0,01775	0,20755
J&P ΑΒΑΞ	-0,06764	0,14541	-0,04290	0,12838
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	-0,09307	0,15669	-0,04594	0,13397
ΜΑΘΙΟΣ	-0,02462	0,20996	-0,02172	0,36090
ΜΟΧΛΟΣ	-0,04506	0,15940	-0,02223	0,20975
ΣΧΕΛΜΑΝ	-0,04049	0,17438	-0,02230	0,19147
TITAN	-0,02052	0,11365	-0,01308	0,16888
UNIBIOS	-0,07333	0,12415	-0,04770	0,13508
AXON	-0,06347	0,18750	-0,09332	0,28517
EUROMEDICA	-0,09600	0,10051	-0,12400	0,24126
ΙΑΣΩ	-0,09455	0,13466	-0,04159	0,11461
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-0,06212	0,12370	-0,06403	0,14617
MEDICON HELLAS	-0,06276	0,13258	0,00119	0,12891
ΥΓΕΙΑ	-0,08137	0,12657	-0,07602	0,15180

ΠΙΝΑΚΑΣ (10)

Απόδοση και τυπική απόκλιση ανά έτος (2)

	2012		2013	
	STDEV	AVERAGE	STDEV	AVERAGE
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	-0,00867	0,10748	-0,00281	0,03819
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	-0,02879	0,09540	0,00000	0,00000
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	0,01200	0,00118	0,01030	0,00094
EUROBANK PROPERIES	-0,00187	0,14565	0,03576	0,08908
ΚΕΚΡΟΨ	0,08283	0,29204	-0,04038	0,12568
LAMDA	0,05569	0,15585	0,02818	0,17068
PASAL	0,07926	0,26176	-0,06775	0,21075
REDS	0,04920	0,18034	0,00522	0,12790
TRASTOR	0,01538	0,10931	0,03064	0,11385
ΒΑΛΚΑΝ	0,00850	0,23489	-0,03966	0,07770
ΑΕΓΕΚ	0,05691	0,28861	-0,02458	0,18019
ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,00899	0,24853	-0,01294	0,29343
ΑΘΗΝΑ	0,06522	0,32880	0,16823	0,61100
ΑΤΤΙΚΑΤ	0,05930	0,35129	0,16708	0,76728
ΕΔΡΑΣΗ	0,25377	0,66378	0,00000	0,00000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	0,06582	0,26370	0,04562	0,16750
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	0,13198	0,29898	0,04195	0,15611
ΗΡΑΚΛΗΣ	0,01975	0,20410	0,00116	0,08826
INTRAKAT	0,12194	0,20601	-0,00160	0,15947
J&P ΑΒΑΞ	0,09326	0,15739	0,02311	0,15801
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	0,11195	0,20006	-0,01015	0,11434
ΜΑΘΙΟΣ	0,13244	0,34979	-0,05098	0,16206
ΜΟΧΛΟΣ	0,04467	0,15925	0,00913	0,18977
ΣΧΕΛΜΑΝ	0,14728	0,71856	-0,07277	0,14421
TITAN	0,02489	0,16324	0,03554	0,11674



UNIBIOS	-0,04049	0,15710	0,05463	0,20399
AXON	0,06131	0,20468	0,00789	0,27330
EUROMEDICA	0,03735	0,13186	-0,02266	0,09810
ΙΑΣΩ	0,09271	0,18009	0,00238	0,11257
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	0,13631	0,28927	0,00995	0,13286
MEDICON HELLAS	-0,03808	0,24839	-0,02951	0,24681
ΥΓΕΙΑ	0,12313	0,26235	-0,03229	0,15061

ΠΙΝΑΚΑΣ (11)

Υπέρ απόδοση

size adjusted return 2010		size adjusted return 2011	
EUROMEDICA	-0,224	TITAN	-0,307
TITAN	-0,175	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	-0,095
ΙΑΣΩ	-0,078	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-0,093
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	-0,057	EUROBANK PROPERTIES	-0,093
INTRAKAT	-0,050	EUROMEDICA	-0,068
MEDICON HELLAS	-0,047	ΗΡΑΚΛΗΣ	-0,065
ΜΟΧΛΟΣ	-0,040	LAMDA	-0,062
UNIBIOS	-0,036	AXON	-0,062
J&P ΑΒΑΞ	-0,034	ΜΟΧΛΟΣ	-0,042
ΑΕΓΕΚ	-0,029	INTRAKAT	-0,034
ΗΡΑΚΛΗΣ	-0,025	ΙΑΣΩ	-0,029
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-0,025	J&P ΑΒΑΞ	-0,026
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	-0,024	REDS	-0,022
AXON	-0,022	UNIBIOS	-0,021
ΥΓΕΙΑ	-0,021	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	-0,021
REDS	-0,020	ΜΑΘΙΟΣ	-0,016
ΚΕΚΡΟΨ	-0,019	ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,014
ΒΑΛΚΑΝ	-0,016	MEDICON HELLAS	-0,014
ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,013	ΚΕΚΡΟΨ	-0,012
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	-0,010	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-0,011
TRASTOR	-0,010	ΥΓΕΙΑ	-0,010
PASAL	-0,009	ΕΔΡΑΣΗ	-0,008
ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,008	ΑΕΓΕΚ	-0,007
LAMDA	-0,007	PASAL	-0,006
ΕΔΡΑΣΗ	-0,003	TRASTOR	-0,006
ΜΑΘΙΟΣ	0,012	ΒΑΛΚΑΝ	-0,003
EUROBANK PROPERTIES	0,014	ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,001
size adjusted return 2012		size adjusted return 2013	
MEDICON HELLAS	-0,090	MEDICON HELLAS	-0,034
TITAN	-0,033	ΜΟΧΛΟΣ	-0,013
ΚΕΚΡΟΨ	-0,027	ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,012



UNIBIOS	-0,012	ΚΕΚΡΟΨ	-0,011
ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,001	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	-0,009
ΑΕΓΕΚ	0,002	LAMDA	-0,005
PASAL	0,002	EUROMEDICA	-0,005
TRASTOR	0,003	REDS	-0,003
AXON	0,004	ΥΓΕΙΑ	-0,003
EUROMEDICA	0,005	ΒΑΛΚΑΝ	-0,003
ΒΑΛΚΑΝ	0,005	ΑΕΓΕΚ	-0,002
ΕΔΡΑΣΗ	0,006	ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,001
ΑΚΡΙΤΑΣ	0,007	ΕΔΡΑΣΗ	0,000
REDS	0,012	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	0,000
ΗΡΑΚΛΗΣ	0,015	J&P ΑΒΑΞ	0,002
ΜΑΘΙΟΣ	0,018	INTRAKAT	0,002
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	0,019	AXON	0,003
ΥΓΕΙΑ	0,023	PASAL	0,003
ΜΟΧΛΟΣ	0,027	ΗΡΑΚΛΗΣ	0,004
J&P ΑΒΑΞ	0,030	ΜΑΘΙΟΣ	0,005
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	0,033	UNIBIOS	0,006
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	0,036	ΙΑΣΩ	0,011
INTRAKAT	0,037	TRASTOR	0,019
ΙΑΣΩ	0,044	ΕΛΛΑΚΤΩΡ	0,056
EUROBANK PROPERTIES	0,044	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	0,065
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	0,062	EUROBANK PROPERTIES	0,076
LAMDA	0,078	TITAN	0,272

ΠΙΝΑΚΑΣ (12)

Λογάριθμος της κεφαλαιοποίησης κάθε εταιρίας

	2010	2011	2012	2013
EUROBANK PROPERTIES	19,768	19,592	19,346	19,852
ΚΕΚΡΟΨ	16,134	15,564	16,108	15,815
LAMDA	19,102	18,813	18,547	19,127
PASAL	16,096	15,393	15,111	14,944
REDS	17,804	17,629	17,233	17,336
TRASTOR	17,773	17,519	17,193	17,575
ΒΑΛΚΑΝ	16,295	15,953	15,640	15,385
ΑΕΓΕΚ	16,765	15,550	15,176	15,139
ΑΚΡΙΤΑΣ	15,970	15,764	14,986	15,056
ΑΤΤΙΚΑΤ	16,743	15,176	14,639	15,101
ΕΔΡΑΣΗ	15,070	14,180	13,545	16,282
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	20,260	19,854	19,257	19,844
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	19,759	18,915	18,350	19,151
ΗΡΑΚΛΗΣ	19,669	19,351	18,603	18,422
INTRAKAT	17,289	16,600	16,389	16,815
J&P ΑΒΑΞ	18,652	18,089	18,077	18,640
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ	17,401	17,042	16,582	17,196
ΜΑΘΙΟΣ	15,455	15,316	14,757	14,902
ΜΟΧΛΟΣ	16,092	15,596	15,188	16,000
TITAN	21,052	20,899	20,809	20,955
UNIBIOS	16,308	15,528	14,732	15,191
AXON	16,638	16,015	14,530	14,664
EUROMEDICA	18,667	17,168	16,069	16,023
ΙΑΣΩ	18,668	17,853	17,406	17,947

MATEESCU LOREȘANA LUCIANA, PANTEION UNIVERSITY- FACULTY OF SCIENCES OF ECONOMY AND PUBLIC ADMINISTRATION



ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	18,142	17,457	17,264	18,014
MEDICON HELLAS	16,191	15,926	15,596	14,978
ΥΓΕΙΑ	18,995	18,209	18,160	18,771

ΠΙΝΑΚΑΣ (13)

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα τρέχοντα κέρδη. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια

	Intercept	Earnings(t)	R Square	F	Significance F	P-value
2011	0,032	0,284	51%	9,525	0,013	0,013
2012	0,003	0,501	81%	39,251	0,0001	0,0001
2013	-0,009	1,908	74%	25,552	0,001	0,001

ΠΙΝΑΚΑΣ (14)

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 160 έτη-παρατηρήσεις δεκατημόρια 2009-2013

	Intercept	acc	cash	R Square	F	Significance F	P-value acc	P-value cash
2011	-0,013	-0,092	0,270	99%	348,21	1,66E-08	3,01E-04	2,79E-08
2012	0,020	0,144	0,011	92%	43,28	5,12E-05	2,25E-02	8,32E-01 8,99E-03
2013	-0,194	-1,022	1,414	92%	43,53	5,02E-05	3,55E-02	



ΠΙΝΑΚΑΣ (15)

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις σε δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013

	Intercept	$(\alpha_1 - \alpha_1^*)\text{earnings}$	R Square	F	Significance F	P-value
2011	-0,04665	0,452490337	92%	97,96764531	0,000004	0,000%
2012	-0,00337	0,457254897	59%	12,88533713	0,005842295	0,584%
2013	-0,01158	1,870826534	69%	19,79525279	0,00160208	0,160%

ΠΙΝΑΚΑΣ (16)

Αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της υπέρ απόδοσης με βάση τα δεδουλευμένα και τις ταμειακές ροές της προηγούμενης χρήσης. Δείγμα από 108 έτη-παρατηρήσεις δεκατημόρια για το διάστημα 2009 έως 2013

	Intercept	acc($\gamma_1 - \gamma_1^*$)	cash($\gamma_2 - \gamma_2^*$)	R Square	F	Significance F	P-value acc	P-value cash
2011	-0,0859	-0,3678	0,6517	0,9116	41,2331	0,0001	0,0109	0,0004
2012	0,0048	-0,0053	0,1675	0,9802	197,8128	1,54E-07	0,8378	0,0002
2013	-0,2908	-1,6184	1,9613	0,9142	42,645	5,41E-05	0,0026	0,0009



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Abel, Mishkin 1981, "In Integrated view of tests of rationality, market efficiency and the short-run neutrality of monetary policy" *National Bureau of Economic research*
- Adam Smith,(1776)"*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*" W. Strahan and T. Cadell, London Austin,
- Beaver W. (1970), "The Time series behavior of earnings" *Journal of accounting research* 8, pp319-346
- Benjamin Graham, David L. Dodd, 1951(1934) "*Security Analysis*" McGraw-Hill
- Bowen, A. Devis και Rajgopal, 2002 "Determinants of Revenue Reporting Practices for Internet Firms" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, No. 4
- Bushman, Piotroski, Smith, (2011), "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses", *Journal of Business*, Volume 38, Issue 1-2 pp 1-33
- Chang Y Lai, Yang Li, Yaowen Shan, Stephen Taylor, (2013), "Cost of Mandatory IFRS: Evidence of Reduced Accrual Reliability", *Australian Journal of Management*
- Cheng,C S.Agnes Thomas, Wayne B, "Evidence of the Abnormal Accrual Anomaly Incremental to Operating Cash Flows", *The accounting review* Vol 81 No 5
- Daniel W. Collins, Paul, (2000) "Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two" *Journal of Accounting and Economics* ,pp101-123
- De Fond, Mark Park, Chul W. "The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises." *American Accounting Association*, vol 76, pp375-404
- De Font και Hung,(2003) "An Empirical Analysis of Analysts' Cash Flow Forecasts" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, No. 1, pp. 73-100
- De Roover, Florance, (1996) "Partnership Accounts in Twelfth Century Genoa" in Littleton A.C. and Yamey, B.S. (eds), *Studies in the History of Accounting*, London: Sweet and Maxwell Limited, pp 86-90
- De Roover, Florance (1956),"The Development of Accounting prior to Luca Pacioli According to the Accounts Books of Medieval Merchants" in Littleton A.C. and Yamey, B.S. (eds)," *Studies in the History of Accounting*", Sweet and Maxwell Limited, London, pp114-174



- De Roover, Florance, (1956), “ Luca Pacioli” in Littleton A.C. and Yamey, B.S. (eds), *“Studies in the History of Accounting”*, Sweet and Maxwell Limited, London, pp 175-184
- Fama and French, (2008), "Dissecting Anomalies", *Journal of Finance* ,Vol 63 Issue 4, pp1653-1678
- Freeman R., J. Ohlson and Penman,(1982), “Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation’, *Journal of Accounting Research*, pp3-20
- Gerhard Michael Ambrosi (2012), "Aristotelian Accounting" *Working Paper Series*
- Harlat Platt, Sebahattin Damirkan, Marjorie Platt, (2010), “Free Cash Flow Enterprise Value, and Investor Caution”, *Journal of Private Equity* ,vol 13, pp 42-50
- Hemang Desai Shivaram Rajgopal Mohan Venkatachalam, “Value- Glamour and Accruals Mispricing: one anomaly or two” *The accounting review*, Vol 79, No2, pp 355-385
- Hong Xie, "The mispricing of abnormal accruals”, (2001), *The Accounting Review*, vol 76, no 3, pp 357-373
- Hong Xie, Laura Yue Li ,Guojin Gong, (2008)"The Association between Management Earnings Forecast Errors and Accruals" *Accounting Review, Forthcoming* ",
- Hutton, Marcus, Tehranian, (2009), “Opaque financial report R^2 , and crash risk”, *Journal of Financial Economic*, pp 67-86
- Jeffrey Doyle, Weili Ge, Sarah Mc Vay, (2007) "Accruals quality and internal control over financial reporting", *The accounting review*
- Jensen Michael C, "Value Maximization, stakeholder theory and the corporate objective function" *Journal of Applied Corporate Finance*, 200, pp 8-21
- Jhoseph Tham, «Return to Equity in Project Finance for Infrastructure» *Fulbright Economics Teaching Program*
- Joshua Livnat, “Quarterly Cash Flows, Accruals and Future Returns”
- Leuz and Verrecchia, (2000), “ The Economic Consequences of Increased Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, Vol 38, pp 91-124
- Mary E. Barth, Donald P Carm, Karen K Nelson, (2001) "Accruals and the prediction of future cash flow", *The Accounting Review*, vol 76, no1, pp 27-58
- Mary Jean, Frank P Smeal, (2005) "Do Investors Overreact or Underreact to Accruals? A Reexamination of the Accrual Anomaly"



- Michael C. Jensen (2001), "Value Maximization, Stakeholders theory, and the Corporate Objective Function" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, Issue 1, pp. 32-42
- Michael Nerantzidis, John Filos, Anastasios Tsamis, Maria-Eleni Agoraki, (2014), "The impact of the Combined Code in Greek soft law: Evidence from comply or explain disclosures", *International Journal of Law and Management*, vol 57, Forthcoming
- Morton Pincus, Shivaram Rajgopa, Mohan Venkatachalam, (2007), "The Accrual Anomaly: International Evidence" *American Accounting Association*, vol 82, pp 169-203
- Naomi S Soderstrom, Keivin Jialin Sun, (2007), "IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review" *European Accounting Review*. Vol 16, pp 675-702
- Pankaj M Madhani, (2009) "Value Addition Through Good Governance in Corporate Sector: Role of Disclosure and Transparency" *4 International Conference of Management (IBSA-ICON 09) ISB Ahmedabad*
- Partha S Mohanram, (2014), "Analysts' Cash Flow Forecasts and the Decline of the Accruals Anomaly" *Contemporary Accounting Research*
- Patricia M. Dechow, (1994), "Accounting earnings and cash flow as measures of firm performance. The role of accounting accruals", *Journal of Accounting & Economics*, pp 3-42
- Patricia M Dechow, Natalya V. Khimich, Richard G Sloan, (2011) "The accrual anomaly",
- Patricia M Fairfield, J Scott Whisenant Teri Lombardi Yohn, (2003), "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing", *The Accounting Review*, vol 78, pp 353-371
- Patricia M. Dechow , Ilia Dichev, (2002), "The Quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, vol 77, pp 35-59
- Patricia M. Dechow, Richard G Sloan , Scott A Richardson, (2008), "The persistence and pricing of the cash components of earnings", *Journal of Accounting Research*, vol 46, pp 537-566
- Patricia M. Dechow, Weili Ge, Chad R Lason, Richard G Sloan, (2010), "Predicting Material Accounting Misstatements" *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming



- Ray Ball, (2006), "International Financial Reporting Standards(IFRS): Pros and Cons for Investors", *Accounting and Business Research*, pp 5-27
- Robert E Hoit, Andre P Liebenberg, (2011), "The Value of Enterprise Risk Management" *Journal of Risk and Insurance*, vol 78, pp 795-822
- Rose Catacutan, (2005), "An Essay on Bookkeeping in the Middle Ages (1200-1500)"
- Sandra Cohen, Sotiris Karatzimas, (2013), "Evaluating the Accounting Information Quality and Decision-Usefulness of Governmental Financial Reporting When Becoming More Accrual Like: Evidence of a Change from Cash to Modified Cash"
- Sloan, Richard G., (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", *The Accounting Review*, vol 71, pp 289-315
- Vidal Naquet,(1977)," Economic and Social History of Ancient Greece: An Introduction, London: Batsford,.
- Ιωάννου Σπανδανοπούλου, (2006) "*Χρηματοοικονομική Λογιστική*", εκδ. Αφοί Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη
- Ανδριολας, Β.(1964) «Οι λογιστικοί κανονισμοί στην αρχαία Ελλάδα». (αρχείο οικονομικών και κοινωνικών επιστημών, τ. Δ)
- Κωνσταντίνος Ι Νιφοροπούλος, «Ιστορικά στοιχεία της εξέλιξης της λογιστικής στην Ελλάδα», *Λογιστής Ωριών Α.Ε.*
- Κώστας Α Ρηγας, (2005), «Αριθμητικά συστήματα λογιστικές και στατιστικές έννοιες στην αρχαία Ελλάδα», *Ελληνικό Στατιστικό Ινστιτούτο*, ππ 333-342

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. <http://www.astikaakinita.gr/aaaportal/FinancialInfo/tabid/104/language/el-GR/Default.aspx>
2. <http://www.eurobankproperties.gr/news.aspx?code=finanresults&lang=el-GR>
3. http://www.lamdadev.com/online/ViewLamdaIr.aspx?MenuCategId=106&MenuModuleID=10&MenuModuleTable=Real_IRCategory&LevelNo=2&FirstId=99
4. <http://www.pasal.gr/Default.aspx?id=1069&nt=19&lang=1>
5. <http://www.reds.gr/article.asp?catid=13112>
6. <http://www.trastor-reic.gr/Default.aspx?id=1069&nt=19&lang=1>
7. http://www.michaniki.gr/sitenew/index.cfm?lang=1&pageid=126&category=finance_balkan
8. <http://ir.babisvovos.gr/el/financial-data/financial-results-publications>
9. <http://www.elviemek.gr/gr/financial/logistikes.asp>
10. <http://www.ceramics-allatini.gr/site/xPage.asp?page=isologismoι>



11. <http://www.intrakat.gr/category/financial-results/>
12. <http://www.jp-avax.gr/jp/default.aspx?pid=323&CTID=225>
13. <http://www.aegek.gr/new/gre/index-gre.html>
14. <http://www.athena-sa.gr/FinancialDataGR.asp?id=3&sid=16>
15. <http://www.unibios.gr/inbr.php?wh=13&lang=1>
16. http://www.akritas.gr/evros/?page_id=313
17. <http://www.attikat.gr/findata.asp?lang=GR>
18. <http://www.gekterna.com/index.php?lang=el>
19. http://www.lafarge.gr/wps/portal/gr/el/1_4_6-Financial_reports
20. http://www.klimate.gr/inv_eco_kat_omil.htm
21. <http://www.mathios.gr/165/category/greek/165/0/100/1/index.html>
22. <http://mochlos.com/index.php?page=el4315>
23. <http://www.shelman.gr/>
24. <http://ir.titan.gr/titan/app/cms/lang/el/page/financialfigures.financial.accounts/title/true/category/2/quarters/true/showWebcastPresentations/false/year/1/titleDescr/financialfigures.financial.accounts>
25. <http://www.axonholdings.gr/swf/indexloader.html>
26. <http://www.euromedica.gr/basic-page/173/oikonomikes-katastaseis-omiloy>
27. http://www.mediconsa.com/index.php?option=com_content&task=category§ionid=11&id=41&Itemid=161&lang=el
28. http://www.iaso.gr/el/ependutikes_sxeseis207/index.html
29. http://www.hygeia.gr/page.aspx?p_id=82
30. <http://www.iatriko.gr/el/content/%CF%8C%CE%BC%CE%B9%CE%BB%CE%B9%CF%82-%CE%B9%CE%B1%CF%84%CF%81%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CF%8D-%CE%B1%CE%B8%CE%B7%CE%BD%CF%8E%CE%BD-%CE%B5%CE%B1%CE%B5>
31. <http://www.pwc.com/gr/en/press-releases/assets/ceo-survey-greece-2012-gr-30jan12.pdf>
32. <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Financial-Statement-Presentation/Phase-B-OCI/IAS-1-Presentation-of-Financial-Statements/Pages/IAS-1-Presentation-of-Financial-Statements.aspx>
33. <http://www.soxlaw.com/>
34. http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias7_en.pdf
35. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/deia/solvencyII.aspxhttp://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias7_en.pdf

