



**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**  
**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

Η αντίδραση της αγοράς σε προσδιοριστικούς παράγοντες  
κερδοφορίας για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών  
εταιρείες

**ΜΠΕΡΕΤΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ**

Εργασία υποβληθείσα στο  
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής  
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2005



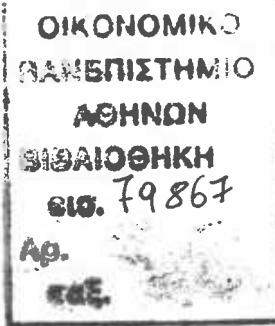
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



0 000000 571562



Εγκρίνουμε την εργασία της  
ΜΠΕΡΕΤΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗΣ



[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

Λέκτορας Σιουγλέ Γεωργία

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

Επίκουρος Καθηγήτρια Παπαδάκη Αφροδίτη

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]



14-10-2005



## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:**

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>5</b>
<b>1. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ .....</b>	<b>8</b>
<b>2. ΕΠΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ .....</b>	<b>24</b>
<b>3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....</b>	<b>29</b>
<b>4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ .....</b>	<b>32</b>
<b>5. ΕΠΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>35</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>37</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μελέτες, που βοηθούν στην καλύτερη κατανόηση των λογιστικών καταστάσεων, συχνά υποστηρίζουν την εξέταση των στοιχείων των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών, καθώς επίσης και των τωρινών κερδών για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών. Επίσης σύμφωνα με τους Givoly και Hayn (2000), υπάρχουν διαρκείς, αλλά όχι σημαντικές αλλαγές στη σχέση ανάμεσα στα κέρδη, στις ταμειακές ροές και στα accruals. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Sloan (1996) και τους Collins et al. (2003) υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals (το μη ταμειακό στοιχείο των κερδών) και στις μεταγενέστερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών, καθώς επίσης σύμφωνα με την Dechow (1994) υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα accruals. Παράλληλα, οι Ball και Brown (1968), παρατήρησαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών και στα κέρδη.

Στην παρούσα έρευνα διερευνάται ποια από τα στοιχεία της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήστης ή του ισολογισμού ερμηνεύονται καλύτερα τις σωρευμένες αποδόσεις και τις υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιρειών για τα έτη 2000-2004.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή και στις σωρευμένες αποδόσεις. Επίσης, διαπιστώθηκε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στα total accruals και στις σωρευμένες αποδόσεις καθώς επίσης και θετική συσχέτιση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Μελέτες, που βοηθούν στην καλύτερη κατανόηση των λογιστικών καταστάσεων, συχνά υποστηρίζουν την εξέταση των στοιχείων των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών, καθώς επίσης και των τωρινών κερδών για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών. Επίσης σύμφωνα με τους Givoly και Hayn (2000), υπάρχουν διαρκείς, αλλά όχι σημαντικές αλλαγές στη σχέση ανάμεσα στα κέρδη, στις ταμειακές ροές και στα accruals.

Σύμφωνα, με τον Sloan (1996), οι δεδουλευμένοι λογαριασμοί των λειτουργικών εσόδων/εξόδων παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες για την απόδοση των κερδών του επόμενου χρόνου. Οι Dechow et al. (2004) ισχυρίζονται ότι η μεγαλύτερη συνέχεια (greater persistence) του στοιχείου των ταμειακών ροών οφείλεται στα μετρητά που διανέμονται στους μετόχους. Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σαν οι επενδυτές να αναμένουν τη συνέχεια των κερδών που διανέμονται στους δανειστές και στους μετόχους, αλλά υπερεκτιμούν τη συνέχεια των κερδών που παρακρατούνται στον ισολογισμό. Επίσης, σύμφωνα με τον Xie (2001), η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές για την κερδοφορία της επόμενης χρονιάς οφείλεται στο διακριτό μέρος τους.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με τον Fairfield et al. (2003a), η διαπίστωση μιας μικρότερης συνέχειας στα accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές για το λειτουργικό εισόδημα της επόμενης χρονιάς, παρέχει ισχυρή ένδειξη διαχείρισης κερδών. Επίσης, οι Richardson et al. (2005), οι οποίοι μελέτησαν τις συνέπειες της αξιοπιστίας (reliability) για τη συνέχεια (persistence) των κερδών, επιβεβαίωσαν ότι λιγότερο αξιόπιστα accruals οδηγούν σε μικρότερη συνέχεια στα κέρδη και επίσης ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σαν οι επενδυτές να μην αναμένουν τη μικρότερη συνέχεια των λιγότερο αξιόπιστων accruals, οδηγώντας σε σημαντική λανθασμένη τιμολόγηση των χρεογράφων.

Παρά το γεγονός ότι οι προηγούμενες έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη σημασία από τις ταμειακές ροές για την ερμηνεία των αποδόσεων των τιμών των μετοχών, έρευνες αποδεικνύουν ότι και οι ταμειακές ροές παίζουν σημαντικό ρόλο που συμπληρώνει την πληροφόρηση σχετικά με την αξία που περιέχεται στα κέρδη καθώς επίσης και ότι οι τιμές των μετοχών

συμπεριφέρονται σαν οι επενδυτές να είναι προσκολλημένοι στα κέρδη, αποτυγχάνοντας να αντιληφθούν πλήρως τη διάκριση ανάμεσα στα στοιχεία των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών των κερδών (Sloan, 1996).

Επίσης πρέπει να αναφερθεί ότι σύμφωνα με τους Bowen et al. (1986), τα συνολικά κέρδη δεν παρέχουν καλύτερες προβλέψεις των μελλοντικών ταμειακών ροών σε σχέση με τις ταμειακές ροές του παρελθόντος, ενώ αντίθετα οι Greenberg et al. (1986), καθώς επίσης και οι Lorek και Willinger (1996) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα συνολικά κέρδη έχουν μεγαλύτερη ικανότητα πρόβλεψης από τις ταμειακές ροές.

Επιπρόσθετα, οι Ball και Brawn (1968), οι Beaver και Dukes (1972), η Dechow (1994), και η Finger (1994) αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις συνδέονται περισσότερο με τα συνολικά κέρδη παρά με τις ταμειακές ροές.

Οι Richardson et al (2005), αναφέρουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις λειτουργικές δεδουλευμένες υποχρεώσεις και στα λειτουργικά δεδουλευμένα στοιχεία του ενεργητικού.

Ο Bernstein (1993) δηλώνει ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, σαν ένα μέσο για τη μέτρηση της απόδοσης, είναι λιγότερο υποκείμενες σε παραποίηση σε σχέση με το καθαρό εισόδημα. Γι' αυτό, άλλωστε, το λόγο οι αναλυτές προτιμούν να συνδέουν τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με τα δημοσιευμένα κέρδη, σαν ένα μέτρο ελέγχου της ποιότητας αυτών των κερδών (Bernstein, 1993).

Στην παρούσα έρευνα διερευνάται ποια από τα στοιχεία της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης ή του ισολογισμού ερμηνεύουν καλύτερα τις σωρευμένες αποδόσεις και τις υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιρειών. Για το σκοπό αυτό εξετάσαμε α) τη συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη και στις σωρευμένες αποδόσεις, β) ανάμεσα στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (cash flow from operations), στα total accruals και τις σωρευμένες αποδόσεις και γ) ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (return on equity) και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη και στις σωρευμένες αποδόσεις. Επίσης, διαπιστώθηκε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στα total accruals και στις σωρευμένες αποδόσεις καθώς επίσης και θετική συσχέτιση ανάμεσα στην

αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Αξίζει να αναφερθεί ότι τα πορίσματά μας είναι συνεπή με τα ευρήματα άλλων μελετητών. Συγκεκριμένα, η Dechow (1994) τεκμηριώνει ότι υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα accruals, ενώ τα accruals παρουσιάζουν έντονη αρνητική αυτοσυσχέτιση. Σύμφωνα με τους Richardson et al. (2005), υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals και στις μελλοντικές αποδόσεις, με τη σχέση αυτή να είναι πιο ισχυρή για λιγότερο αξιόπιστα (reliable) accruals που καταλήγουν σε μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των κερδών. Επίσης, σύμφωνα με τον Sloan (1996) και τους Collins et al. (2003) υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals (το μη ταμειακό στοιχείο των κερδών) και στις μεταγενέστερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών. Επιπρόσθετα, οι Ball και Brown (1968), παρατήρησαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών και στα κέρδη, το οποίο αποδεικνύει την ικανότητα των κερδών να συνοψίζουν την πληροφόρηση που προσθέτει αξία (value relevant information).

Η μελέτη χωρίζεται σε πέντε μέρη: 1. Βιβλιογραφική – Αρθρογραφική επισκόπηση, στην οποία αναφέρονται τα ευρήματα προγενέστερων μελετών. 2. Επιλογή δείγματος, στο οποίο περιγράφεται το δείγμα το οποίο επιλέχτηκε για τη συγκεκριμένη μελέτη. 3. Μεθοδολογία, στην οποία περιγράφονται τα μοντέλα και η διαδικασία ανάλυσης. 4. Εμπειρικά ευρήματα, τα οποία παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της έρευνας. 5. Συμπεράσματα, στα οποία συνοψίζεται όλη η μελέτη.

## 1. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Μελέτες, που βοηθούν στην καλύτερη κατανόηση των λογιστικών καταστάσεων, συχνά υποστηρίζουν την εξέταση των στοιχείων των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών, των τωρινών κερδών για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών. Πράγματι, κάποιοι χρηματοοικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι εφόσον οι επενδυτές τείνουν να είναι προσκολλημένοι στα δημοσιευμένα κέρδη, μια τέτοια είδους ανάλυση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον εντοπισμό χρεογράφων που δεν έχουν εκτιμηθεί σωστά (Penman, 2004).

Οι Graham et al. (1962), δίνουν έμφαση στη σημασία της πληροφόρησης στα τωρινά κέρδη και στα στοιχεία τους για την εκτίμηση της δύναμης της επιχείρησης όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη (Sloan, 1996). Συνιστούν μια διαδικασία με πέντε βήματα για την προσαρμογή των τωρινών κερδών έτσι ώστε να οδηγηθεί μια επιχείρηση σε πιο δυναμικά κέρδη. Αυτά τα βήματα προσαρμόζουν τα τωρινά κέρδη όσον αφορά διάφορους λειτουργικούς δεδουλευμένους λογαριασμούς, όπως αυθαίρετα αποθεματικά, ασυνήθιστα επίπεδα απόσβεσης και διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης των αποθεμάτων.

Η λογική κάτω από αυτά τα βήματα, είναι ότι αυτοί οι δεδουλευμένοι λογαριασμοί είναι λιγότερο πιθανό να επαναληφθούν στα κέρδη μελλοντικών περιόδων. Αυτή η λογική επαναλαμβάνεται συχνά. Για παράδειγμα, ο Bernstein (1993) δηλώνει ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, σαν ένα μέσο για τη μέτρηση της απόδοσης, είναι λιγότερο υποκείμενες σε παραποίηση σε σχέση με το καθαρό εισόδημα. Αυτό συμβαίνει επειδή το σύστημα των accruals, το οποίο δημιουργεί το εισόδημα, βασίζεται στους δεδουλευμένους λογαριασμούς, στους αναβαλλόμενους λογαριασμούς, σε καταμερισμούς και σε εκτιμήσεις, σε όλα από τα οποία περιλαμβάνεται μεγαλύτερος βαθμός υποκειμενικότητας σε σχέση με αυτή που περιλαμβάνεται στον καθορισμό των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Γι' αυτό, άλλωστε, το λόγο οι αναλυτές προτιμούν να συνδέουν τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με τα δημοσιευμένα κέρδη, σαν ένα μέτρο ελέγχου της ποιότητας αυτών των κερδών (Bernstein, 1993).

Μερικοί αναλυτές πιστεύουν ότι όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προς καθαρό εισόδημα, τόσο πιο μεγάλη είναι η ποιότητα αυτού του εισοδήματος. Έτσι, μια επιχείρηση η οποία παρουσιάζει υψηλό επίπεδο καθαρού εισοδήματος και χαμηλές ταμειακές ροές μπορεί να έχει προβείσει

αναγνώριση εσόδων ή να έχει χρησιμοποιήσει κριτήρια για τα δεδουλευμένα έξοδα, τα οποία δεν είναι τόσο αποδεκτά. (Bernstein, 1993).

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν προγενέστερες μελέτες που συσχετίζονται άμεσα με το ρόλο των accruals για την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, οι Bowen et al. (1986), δεν βρίσκουν ότι τα συνολικά κέρδη παρέχουν καλύτερες προβλέψεις των μελλοντικών ταμειακών ροών σε σχέση με τις ταμειακές ροές του παρελθόντος. Επίσης, οι παραδοσιακοί τρόποι μέτρησης των ταμειακών ροών (για παράδειγμα καθαρό εισόδημα συν αποσβέσεις, και λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης) παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση με τα κέρδη, ενώ οι συσχετίσεις εναλλακτικών μέτρων των ταμειακών ροών με τα κέρδη είναι χαμηλές.

Αντίθετα, οι Greenberg et al. (1986), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα συνολικά κέρδη έχουν μεγαλύτερη ικανότητα πρόβλεψης από τις ταμειακές ροές, και οι Lorek και Willinger (1996), οι οποίοι δίνουν έμφαση στα ποσά του τετραμήνου παρά στα ετήσια ποσά, βρίσκουν ότι τα accruals έχουν επιπρόσθετη ικανότητα πρόβλεψης από τις ταμειακές ροές.

Η Finger (1994), επισημαίνει ότι οι ταμειακές ροές είναι οριακά ανώτερες από τα συνολικά κέρδη για μικρούς ορίζοντες πρόβλεψης, αλλά τα κέρδη και οι ταμειακές ροές είναι εξίσου καλές για μεγαλύτερους ορίζοντες, και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη, όταν χρησιμοποιούνται χωριστά και μαζί με τις ταμειακές ροές, αποτελούν σημαντικό παράγοντα πρόβλεψης για τις ταμειακές ροές για τις περισσότερες επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, προβλέψεις εκτός δείγματος (out-of-sample forecasts) δείχνουν ότι η προσθήκη των κερδών σπάνια βελτιώνει τις προβλέψεις των ταμειακών ροών.

Οι Ball και Brawn (1968), οι Beaver και Dukes (1972) και η Dechow (1994), αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις συνδέονται περισσότερο με τα συνολικά κέρδη παρά με τις ταμειακές ροές.

Βέβαια, πρέπει να αναφερθεί ότι οι προηγούμενες μελέτες, ενώ ελέγχουν τις σχετικές δυνατότητες των συνολικών κερδών και των ταμειακών ροών για πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, δεν εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο τα στοιχεία των κερδών επηρεάζουν την ικανότητα για πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών (Barth et al., 2001).

Σύμφωνα, λοιπόν, με τους Barth et al. (2001), οι οποίοι μελέτησαν τον ρόλο των accruals για την πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών, ο διαχωρισμός των

κερδών σε ταμειακές ροές και στα βασικά στοιχεία των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων (accruals) βελτιώνει σημαντικά την ικανότητα των κερδών για πρόβλεψη. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η προβλεπτική ικανότητα των accruals για τις μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές προκύπτει από προβλεπόμενες μελλοντικές επενδύσεις της διοίκησης στα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού, σε συνδυασμό με καθυστερήσεις στις πληρωμές ή στις εισπράξεις που σχετίζονται με παρελθούσες συναλλαγές. Το κάθε δεδουλευμένο έσοδο/έξοδο (accruals) αντανακλά διαφορετική πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, με αποτέλεσμα να έχει διαφορετική βαρύτητα στην πρόβλεψη. Αντίθετα, τα συνολικά έσοδα δίνουν την ίδια βαρύτητα σε κάθε στοιχείο των κερδών και καλύπτουν την πληροφόρηση σχετικά με την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Επίσης, η Dechow (1994) τεκμηριώνει ότι υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα accruals, ενώ τα accruals παρουσιάζουν έντονη αρνητική αυτοσυσχέτιση.

Σύμφωνα με τον Wilson (1987), οι επενδυτές χρησιμοποιούσαν τις πρωταρχικές ανακοινώσεις των εσόδων και των κερδών για την πρόβλεψη μελλοντικών accruals.

Οι Richardson et al. (2005), αναφέρουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις λειτουργικές δεδουλευμένες υποχρεώσεις και στα λειτουργικά δεδουλευμένα στοιχεία του ενεργητικού. Η ανάπτυξη στις δραστηριότητες της επιχείρησης οδηγεί σε αύξηση και των λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού και των λειτουργικών υποχρεώσεων. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση λιανικού εμπορίου που ανοίγει καινούρια καταστήματα θα παρουσιάσει αυξήσεις τόσο στα αποθέματα όσο και στους λογαριασμούς πληρωτέους. Οι θετικές συσχετίσεις ανάμεσα στα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού και στις λειτουργικές υποχρεώσεις οδηγούν στη συσχέτιση παραλειπόμενων μεροληπτικών μεταβλητών σε μια μονομεταβλητή παλινδρόμηση, κάτι που δεν εμφανίζεται σε πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις. Έτσι, μόνο οι συντελεστές συνέχειας στις πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις αντανακλούν την οριακή συνέχεια (marginal persistence) των συγκεκριμένων στοιχείων των δεδουλευμένων (για παράδειγμα κρατώντας όλα τα άλλα στοιχεία των δεδουλευμένων σταθερά). Πιο συγκεκριμένα, οι αρνητικοί συντελεστές συνέχειας στις λειτουργικές δεδουλευμένες υποχρεώσεις υποδηλώνουν ότι η χρήση των λειτουργικών υποχρεώσεων για τη χρηματοδότηση λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού οδηγεί σε μεγαλύτερη συνέχεια (greater persistence) των κερδών.

Σύμφωνα με τους Givoly και Hayn (2000), υπάρχουν διαρκείς, αλλά όχι σημαντικές αλλαγές στη σχέση ανάμεσα στα κέρδη, στις ταμειακές ροές και στα accruals. Η δημοσιευμένη κερδοφορία τις τελευταίες τέσσερις δεκαετίες έχει μειωθεί. Εκπληκτικό είναι το γεγονός ότι αυτή η μείωση δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη πτώση στις ταμειακές ροές. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μια μαζική συσσώρευση αρνητικών μη λειτουργικών δεδουλευμένων για αυτή την περίοδο. Επιπλέον, η διανομή των κερδών έχει γίνει πιο διασκορπισμένη και παρουσιάζει αρνητική ασυμμετρία σε σχέση με αυτή των ταμειακών ροών. Τα ευρήματα επίσης αποδεικνύουν έγκαιρη αναγνώριση των “άσχημων” νέων σε σχέση με τα “καλά” νέα.

Για να μπορέσει κανείς να κατανοήσει τη σχέση ανάμεσα στα accruals και στις ταμειακές ροές, θα πρέπει καταρχάς να αναλυθεί ο τρόπος με τον οποίο τα δυο αυτά στοιχεία οδηγούν στη διαχείριση των κερδών. Οι Fairfield et al. (2003b) εξέτασαν κατά πόσο η διαφορική συνέχεια των τωρινών λειτουργικών δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών οφείλεται στη διαφορική συσχέτισή τους με την αύξηση του επενδεδυμένου κεφαλαίου παρά με την αντίστροφη επίδραση των τωρινών λειτουργικών εσόδων/εξόδων στα κέρδη της επόμενης χρονιάς. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επόμενης χρονιάς σαν ένα μέτρο της κερδοφορίας, παρατήρησαν ότι η κερδοφορία του επόμενου έτους επηρεάζεται όχι μόνο από το εισόδημα στον αριθμητή (επίδραση εισοδήματος), αλλά επίσης και από την αύξηση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (αυξητική επίδραση) στον παρονομαστή του δείκτη.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τον Sloan (1996), οι λειτουργικοί δεδουλευμένοι λογαριασμοί παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια (lower persistence) σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες για την απόδοση των κερδών του επόμενου χρόνου. Σύγχρονες έρευνες επεκτείνουν αυτό το γεγονός σε όλους τους δεδουλευμένους λογαριασμούς, υποστηρίζοντας ότι η κερδοφορία η οποία οφείλεται σε λειτουργικούς ή μη λειτουργικούς δεδουλευμένους λογαριασμούς είναι λιγότερο βιώσιμη στην επόμενη περίοδο σε σχέση με την κερδοφορία η οποία οφείλεται στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Ιδιαίτερου ενδιαφέροντος είναι το μέτρο στο οποίο η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) στην απόδοση των κερδών που οφείλεται στο στοιχείο των δεδουλευμένων λογαριασμών των κερδών, εμφανίζεται ως συνέπεια της διαχείρισης των κερδών.

Οι Dechow et al. (2004) ισχυρίζονται ότι η μεγαλύτερη συνέχεια (greater persistence) του στοιχείου των ταμειακών ροών οφείλεται στα μετρητά που

διανέμονται στους μετόχους. Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σαν οι επενδυτές να αναμένουν τη συνέχεια των κερδών που διανέμονται στους δανειστές και στους μετόχους, αλλά υπερεκτιμούν τη συνέχεια των κερδών που παρακρατούνται στον ισολογισμό. Το συμπέρασμα αυτό αμφισβητεί την υπόθεση σύμφωνα με την οποία η αντικανονικότητα (anomaly) των κερδών προκύπτει επειδή οι επενδυτές είναι προσκολλημένοι στα κέρδη.

Επιπρόσθετα, οι Fairfield et al. (2003b) ερεύνησαν κατά πόσο η διαφορική συνέχεια (differential persistence) στα accruals και στις ταμειακές ροές όσον αφορά την αποδοτικότητα των καθαρών λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς (RNOA), προέρχεται από τις διαφορικές σχέσεις με το λειτουργικό εισόδημα της επόμενης χρονιάς ή με την αύξηση στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού ή και τα δύο. Βρέθηκε ότι τα λειτουργικά έσοδα/έξοδα παρουσιάζουν μεγαλύτερη συσχέτιση με την αύξηση στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Σε αντίθεση, τα λειτουργικά έσοδα/έξοδα δεν παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες για την αιτιολόγηση του λειτουργικού εισοδήματος της επόμενης χρονιάς. Τα ευρήματα αυτά δεν είναι συνεπή με την ερμηνεία ότι τα accruals “αντιστρέφονται” (reverse) και επομένως οδηγούν σε χαμηλότερο λειτουργικό εισόδημα της επόμενης χρονιάς. Αυτό σημαίνει ότι η διαφορική συνέχεια των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές ίσως να μην οφείλεται σε διαχείριση των κερδών. Τα αποτελέσματά τους είναι περισσότερο συνεπή με την ερμηνεία ότι τα λειτουργικά έσοδα/έξοδα συλλαμβάνουν την αύξηση στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού και αυτή η αύξηση τείνει να θεωρηθεί η αιτία που η κερδοφορία συγκλίνει σε κανονικά επίπεδα.

Επίσης, σύμφωνα με τον Xie (2001), χρησιμοποιώντας το μοντέλο Jones για το διακριτό μέρος των accruals, η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές για την κερδοφορία της επόμενης χρονιάς οφείλεται στο διακριτό μέρος τους.

Η μεγαλύτερη συνέχεια των κερδών οφείλεται στα λειτουργικά δεδουλευμένα στοιχεία του ενεργητικού τα οποία χρηματοδοτούνται με δανεισμό, χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού ή ίδια κεφάλαια. Όταν λειτουργικές υποχρεώσεις χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση λειτουργικών δεδουλευμένων στοιχείων του ενεργητικού, η συνέχεια (persistence) των κερδών είναι πραγματικά

υψηλότερη, όπως άλλωστε διαπιστώνεται και από τον σημαντικά θετικό συντελεστή (Richardson et al., 2005). Σε αντίθεση, όταν ο δανεισμός, τα ίδια κεφάλαια ή τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των λειτουργικών δεδουλευμένων στοιχείων του ενεργητικού, η συνέχεια είναι μικρότερη, όπως αποδεικνύεται από τους σημαντικά αρνητικούς συντελεστές σε αυτές τις πηγές χρηματοδότησης. Σύμφωνα, άλλωστε με τους Nissim και Penman (2003), η μόχλευση η οποία προέρχεται από τις λειτουργικές υποχρεώσεις συνδέεται με μεγαλύτερη μελλοντική κερδοφορία σε σχέση με τη μόχλευση που προκύπτει από το δανεισμό.

Επιπρόσθετα, τα accruals έχουν μεγαλύτερη επίδραση σε σχέση με τις ταμειακές ροές στο μέσο όρο του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς, τον παρονομαστή της απόδοσης του συνόλου του ενεργητικού. Παρά το γεγονός ότι τα accruals παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια σε σχέση με τις ταμειακές για την απόδοση του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς, τα accruals και οι ταμειακές ροές έχουν ισοδύναμες σχέσεις με το λειτουργικό εισόδημα της επόμενης χρονιάς. Η μικρότερη συνέχεια των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές δε θα πρέπει να θεωρηθεί ως ένδειξη διαχείρισης κερδών, αλλά αντίθετα, ως ένδειξη ότι τα accruals σχετίζονται περισσότερο έντονα με το μέσο όρο του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς από ότι οι ταμειακές ροές (Fairfield et al., 2002). Αυτό συμβαίνει γιατί και η αρχή της συντηρητικότητας και η εξάλειψη των οριακών αποδόσεων σε αυξημένες επενδύσεις τείνει να μειώσει την κερδοφορία για τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Περιμένει κανείς, αυτή η αρνητική επαυξητική επίδραση της αύξησης των καθαρά λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού στην απόδοση του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς, να οδηγήσει σε μια αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στα accruals (ένα στοιχείο της αύξησης στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού) και στην απόδοση του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς, εξαρτώμενο από την απόδοση του συνόλου του ενεργητικού αυτής της χρονιάς (Fairfield et al., 2003a).

Επιπρόσθετα, δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στις αρνητικές σχέσεις ανάμεσα στα δυο στοιχεία της ανάπτυξης στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού και στην απόδοση του συνόλου του ενεργητικού της επόμενης χρονιάς. Αυτό σημαίνει ότι η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές όπως διαπιστώθηκε από τον Sloan (1996) και από τον Xie (2001) είναι μια συγκεκριμένη εκδήλωση μια γενικότερης αρνητικής οριακής

σχέσης ανάμεσα στην απόδοση του συνόλου του ενεργητικού και στην αύξηση στα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού.

Στο μέτρο που η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των accruals εμφανίζεται γιατί τα accruals είναι ένα στοιχείο της ανάπτυξης των καθαρών λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού, η μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι περισσότερο πιθανό να οδηγήσει από την συντηρητική μεροληψία στους λογιστικούς κανόνες ή το χαμηλότερο ρυθμό των οικονομικών κερδών που προκύπτουν από την εξάλειψη των οριακών αποδόσεων σε νέες επενδυτικές ευκαιρίες, ή και τα δύο. Την ίδια στιγμή, η μικρότερη συνέχεια των accruals είναι λιγότερο πιθανό να προκύψει από άλλα χαρακτηριστικά των accruals, όπως η ευπάθεια σε παραποίηση από τη διοίκηση (Sloan, 1996 ; Xie, 2001).

Οι Richardson et al. (2005), συνέδεσαν την αξιοπιστία (reliability) των accruals με τη συνέχεια (persistence) των κερδών, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι λιγότερο αξιόπιστα accruals οδηγούν σε μικρότερη συνέχεια των κερδών, βασιζόμενοι στην έρευνα του Sloan (1996), ο οποίος απέδειξε ότι το στοιχείο των accruals των κερδών παρουσιάζει μικρότερη συνέχεια σε σχέση με το στοιχείο των ταμειακών ροών των κερδών και αποδίδει αυτή τη διαφορά στη μεγαλύτερη υποκειμενικότητα που παρουσιάζουν τα accruals. Μελετώντας τις συνέπειες της αξιοπιστίας (reliability) για τη συνέχεια (persistence) των κερδών, επιβεβαίωσαν ότι λιγότερο αξιόπιστα accruals οδηγούν σε μικρότερη συνέχεια στα κέρδη και επίσης ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σαν οι επενδυτές να μην αναμένουν τη μικρότερη συνέχεια των λιγότερο αξιόπιστων accruals, οδηγώντας σε σημαντική λανθασμένη τιμολόγηση των χρεογράφων.

Η αξιοπιστία (reliability), μαζί με τη σχετικότητα (relevance), θεωρείται ως ένα από τα δύο βασικά χαρακτηριστικά που κάνουν τη λογιστική πληροφόρηση χρήσιμη για τη λήψη αποφάσεων, αλλά υπάρχει σχετικά μικρή έρευνα στο θέμα αυτό (Richardson et al., 2005).

Για να μπορέσει κανείς να μεγιστοποιήσει τη χρησιμότητα της πληροφόρησης που παρέχεται από την αρχή των δεδουλευμένων, χρειάζεται αντιστάθμιση ανάμεσα στην αξιοπιστία και στη σχετικότητα. Μεγάλο μέρος της λογιστικής αρθρογραφίας έχει αξιολογήσει τη λογιστική πληροφόρηση στα πλαίσια του κριτηρίου της σχετικότητας. Αντιθέτως, σχετικά μικρή προσοχή έχει δοθεί στη αξιολόγηση της λογιστικής πληροφόρησης στα πλαίσια του κριτηρίου της αξιοπιστίας. Σύμφωνα με

τον Watts (2003), οι ερευνητές και οι νομοθέτες οι οποίοι προτείνουν την αναγνώριση συγκριτικά μη αξιόπιστων εκτιμήσεων σε χρηματοοικονομικές αναφορές, θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τα κόστη που δημιουργούνται από τις προτάσεις τους. Ένα τέτοιο κόστος είναι η μεγαλύτερη πιθανότητα για λάθη στη μέτρηση σε λιγότερο αξιόπιστα και σχετικά λογιστικά στοιχεία (Richardson et al., 2005).

Άλλωστε, ο Sloan (1996) βασίζει τα συμπεράσματά του στην αντιστάθμιση ανάμεσα στη σχετικότητα και στην αξιοπιστία που υπάρχει στη λογιστική των δεδουλευμένων. Αναγνωρίζει ότι τα λογιστικά κέρδη αποτελούνται από δύο βασικά συστατικά στοιχεία, ένα ταμειακό στοιχείο το οποίο παρέχει ταυτόχρονα αξιόπιστη και σχετική πληροφόρηση και ένα στοιχείο δεδουλευμένων (accruals) που παρέχει σχετική πληροφόρηση, αλλά όχι όμως αξιόπιστη. Επειδή λοιπόν, το στοιχείο των δεδουλευμένων θεωρείται λιγότερο αξιόπιστο από το ταμειακό στοιχείο, ο Sloan υποθέτει ότι το στοιχείο των δεδουλευμένων παρουσιάζει μικρότερη συνέχεια από το ταμειακό στοιχείο.

Επιπρόσθετα, ο Sloan (1996), εξετάζει τη φύση της πληροφόρησης που περιέχεται στα στοιχεία των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών των κερδών, και το μέτρο στο οποίο αυτή η πληροφόρηση αντανακλάται στις τιμές των μετοχών. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι τιμές των μετοχών συμπεριφέρονται σαν οι επενδυτές να είναι προσκολλημένοι στα κέρδη, αποτυγχάνοντας να αντιληφθούν πλήρως τη διάκριση ανάμεσα στα στοιχεία των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών των κερδών. Σαν αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με σχετικά υψηλά (χαμηλά) επίπεδα δεδουλευμένων λογαριασμών εμφανίζουν αρνητικά (θετικά) μελλοντικά υπερκέρδη στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών, τα οποία εμφανίζονται σε μελλοντικές ανακοινώσεις κερδών.

Οι Richardson et al. (2005), ερεύνησαν επίσης κατά πόσο οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σαν οι επενδυτές να αναμένουν τις συνέπειες της αξιοπιστίας των accruals για τη συνέχεια των κερδών. Εάν οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις συνέπειες της αξιοπιστίας (reliability) των accruals για τη συνέχεια των κερδών, τότε δε θα πρέπει να υπάρχει σχέση ανάμεσα στα accruals και στις μελλοντικές υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση με σχετικά μεγάλο ύψος accruals για αυτή την περίοδο αναμένεται να έχει συγκριτικά χαμηλότερη απόδοση κερδών την επόμενη περίοδο, αλλά εάν οι επενδυτές αγνοούν τα υψηλά accruals, θα εκπλαγούν από τη χαμηλότερη απόδοση των κερδών της

επόμενης περιόδου, οδηγώντας σε αρνητικές υπεραποδόσεις την επόμενη περίοδο. Επομένως, υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals και στις μελλοντικές υπεραποδόσεις, με τη σχέση αυτή να είναι πιο ισχυρή για λιγότερο αξιόπιστα accruals που καταλήγουν σε μικρότερη συνέχεια των κερδών.

Καθώς, οι Bernard και Stober (1989) δεν μπόρεσαν να αποδείξουν ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν με ένα συστηματικό τρόπο στην απελευθέρωση πληροφόρησης σχετικά με τα στοιχεία των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών των κερδών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η πληροφόρηση που περιέχεται σε αυτά τα δύο στοιχεία των κερδών ίσως να μην είναι συστηματικά διαφορετική. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματα στην έρευνα του Sloan (1996) δείχνουν ότι η πληροφόρηση που περιέχεται σε αυτά τα στοιχεία είναι συστηματικά διαφορετική, αλλά οι τιμές των μετοχών δεν αντανακλούν πλήρως αυτή την πληροφόρηση έως ότου αυτό έχει επίδραση στα μελλοντικά κέρδη. Τα αποτελέσματα των τιμών των μετοχών είναι ασυνεπή με την παραδοσιακή άποψη της αποτελεσματικής αγοράς, σύμφωνα με την οποία οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλη την δημοσιευμένη διαθέσιμη πληροφόρηση. Παρόλα αυτά, το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών δεν αντανακλούν πλήρως όλη την δημοσιευμένη διαθέσιμη πληροφόρηση δεν σημαίνει απαραιτήτως παραλογισμό των επενδυτών ή την ύπαρξη ανεκμετάλλευτων ευκαιριών για κέρδη.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι ο Xie (2001) εξέτασε τη λανθασμένη τιμολόγηση των abnormal accruals με τη χρήση του Mishkin test και του test αντιστάθμισης χαρτοφυλακίου και σύμφωνα με αυτόν οποιαδήποτε λανθασμένη τιμολόγηση εκ μέρους της αγοράς των accruals, οφείλεται στην αποτυχία της αγοράς να μπορέσει να εκτιμήσει σωστά τη συνέχεια αυτών των accruals. Σύμφωνα, λοιπόν, με το Mishkin test: 1) τα abnormal accruals παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια από τα normal accruals, τα οποία με τη σειρά τους παρουσιάζουν μικρότερη συνέχεια από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Επιπλέον, η αγορά υπερεκτιμά τη συνέχεια και επομένως, υπερτιμά και τα abnormal και τα normal accruals, παρά το γεγονός ότι η υπερτίμηση των abnormal accruals είναι πιο σοβαρή. 2) η αγορά υποτιμά τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, εκτός από το μοντέλο χρονολογικών σειρών Jones και το τροποποιημένο μοντέλο χρονολογικών σειρών Jones, όπου τα ταμειακά διαθέσιμα από λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζονται να είναι λογικά αποτιμημένα.

Η εκτίμηση των accruals αποτελεί σημαντικό αντικείμενο πολλών ερευνών, όπως αυτή των Hribar και Collins (2002), οι οποίοι μελέτησαν και απέδειξαν ότι η συχνότητα και ο αντίκτυπος των λαθών που παρουσιάζονται όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος εκτίμησης των accruals βασιζόμενη στον ισολογισμό, μπορεί να είναι σημαντικά. Η επικράτηση αυτής της μεθόδου για την εκτίμηση των accruals σε πολλές μελέτες και κυρίως σε αυτές που εξετάζουν τη διαχείριση των κερδών, υποδεικνύουν ότι τα αποτελέσματά τους θα πρέπει να επανεκτιμηθούν προκειμένου να αποφευχθεί η πιθανή επίδραση των λαθών στην εκτίμησή τους. Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, ενδείκνυται για τους ερευνητές να βασίζονται σε μετρήσεις των accruals που προκύπτουν απευθείας από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήστης. Ερευνητές (Rayburn, 1986 ; Wilson, 1987 ; Dechow, 1994) οι οποίοι έχουν ελέγξει υποθέσεις σχετικά με τη διαφορική τιμολόγηση των accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές, χρησιμοποιώντας τα accruals του ισολογισμού μπορεί να μην έχουν καταλήξει σε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα, εξαιτίας του προβλήματος εμφάνισης λαθών στην εκτίμηση των μεταβλητών.

Ο Shivakumar (2005), βασιζόμενος στο γεγονός ότι οι τρέχουσες ταμειακές ροές σχετίζονται εντονότερα με τις σύγχρονες αποδόσεις των τιμών των μετοχών και με τις μελλοντικές ταμειακές ροές σε σχέση με τα τρέχοντα accruals, επισημαίνει ότι αν οι επενδυτές υποαντιδράσουν στα νέα των κερδών, η λανθασμένη τιμολόγηση που προκύπτει από μια τέτοια αντίδραση θα ήταν εντονότερη για το στοιχείο των ταμειακών ροών. Παρατηρείται έντονη σχέση ανάμεσα στα νέα των ταμειακών ροών και στις μελλοντικές αποδόσεις από ότι ανάμεσα στα νέα των accruals και στις μελλοντικές αποδόσεις.

Ο Sloan (1996) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές ενεργούν σαν να μην αναμένουν τη μικρότερη συνέχεια (lower persistence) του στοιχείου των accruals των κερδών, με αποτέλεσμα να εμφανίζεται σημαντική λανθασμένη τιμολόγηση των χρεογράφων. Επίσης, όταν τα στοιχεία των accruals είναι ασυνήθιστα χαμηλά ή υψηλά, τότε τα κέρδη θα είναι λιγότερο συνεχή.

Η ανάλυση των Richardson et al. (2005), κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αναγνώριση προβλέψεων για λιγότερο αξιόπιστα accruals οδηγεί σε λάθη μέτρησης που μειώνουν τη συνέχεια των κερδών και οδηγεί σε σημαντική λανθασμένη τιμολόγηση των χρεογράφων.

Πρέπει να επισημανθεί ότι για επιχειρήσεις με περισσότερο ακραία σφάλματα πρόβλεψης, τα στοιχεία των accruals αποδεικνύεται ότι παρέχουν επιπρόσθετη

πληροφόρηση σε σχέση με αυτή που περιέχεται στα total accruals, και η οποία είναι χρήσιμη για των πρόβλεψη των ιδίων κεφαλαίων (Barth et al., 2005).

Οι Dechow και Dichev (2002), αναφέρουν ότι τα accruals απαιτούν το σχηματισμό υποθέσεων και εκτιμήσεων για τον προσδιορισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών. Η ποιότητα, όμως, των accruals και των κερδών μειώνεται στην περίπτωση λανθασμένης εκτίμησης στα accruals. Επιχειρήσεις με χαμηλή ποιότητα accruals έχουν περισσότερα accruals τα οποία δε συνδέονται με τις πραγματοποιημένες ταμειακές ροές και έτσι περιέχουν περισσότερο “θόρυβο” και μικρότερη συνέχεια στα κέρδη τους. Υπάρχει έντονη θετική σχέση ανάμεσα στην ποιότητα των accruals και στη συνέχεια των κερδών.

Σύμφωνα με την Dechow (1994), ερευνώνται οι συνθήκες κάτω από τις οποίες τα accruals προβλέπεται να βελτιώσουν την ικανότητα των κερδών για τη μέτρηση της απόδοσης της επιχείρησης, όπως αυτή αντανακλάται στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών. Για σύντομα διαστήματα μέτρησης, τα κέρδη σχετίζονται περισσότερο με τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών σε σχέση με τις πραγματοποιημένες ταμειακές ροές. Επιπλέον, η ικανότητα των πραγματοποιημένων ταμειακών ροών για τη μέτρηση της απόδοσης της επιχείρησης βελτιώνεται σε σχέση με τα κέρδη, καθώς το διάστημα μέτρησης γίνεται μεγαλύτερο. Επιπρόσθετα, τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών σε σχέση με τις πραγματοποιημένες ταμειακές ροές σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγαλύτερες αλλαγές στις απαιτήσεις σε κεφάλαια κίνησης και σε επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Τα ευρήματα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα accruals κατέχουν σημαντικό ρόλο στη βελτίωση της ικανότητας των κερδών να αντανακλούν την απόδοση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Easton et al. (1992), η σχέση ανάμεσα στα κέρδη και στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών βελτιώνεται για μεγαλύτερα διαστήματα μέτρησης. Το εύρημα αυτό, είναι συνεπές με το γεγονός ότι τα κέρδη παρουσιάζουν προβλήματα χρονικού προσδιορισμού και συσχέτισης για μικρότερα διαστήματα μέτρησης.

Οι Ohlson και Shroff (1992), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μεταβλητή του επιπέδου των κερδών αποτελεί το πιο σημαντικό σημείο αναφοράς της επεξηγηματικής μεταβλητής. Η μεταβλητή αυτή είναι η καλύτερη επεξηγηματική μεταβλητή για τις αποδόσεις, εάν ούτε οι αποδόσεις ούτε τα επίπεδα των κερδών είναι προβλέψιμα.

Παρά το γεγονός ότι οι προηγούμενες έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη σημασία από τις ταμειακές ροές για την ερμηνεία των αποδόσεων των τιμών των μετοχών, έρευνες αποδεικνύουν ότι και οι ταμειακές ροές παιζουν σημαντικό ρόλο που συμπληρώνει την πληροφόρηση σχετικά με την αξία που περιέχεται στα κέρδη. Πιο συγκεκριμένα, όπως αναφέρουν οι DeFond και Hung (2003), οι ταμειακές ροές συνεισφέρουν στην καλύτερη ερμηνεία της πληροφόρησης που παρέχεται από τα κέρδη και στην εκτίμηση της βιωσιμότητας της επιχείρησης, μέσα από την παροχή πληροφόρησης για την ευρωστία και την ρευστότητα. Τέτοιου είδους πληροφόρηση είναι σημαντική γιατί ακόμα και επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη βασίζονται στα διαθέσιμα για την αποπληρωμή των δανείων και την αγορά των παγίων. Οι αναλυτές είναι περισσότερο πιθανόν να προβλέψουν τις ταμειακές ροές για επιχειρήσεις με μεγάλο αριθμό accruals, μεγαλύτερη διακύμανση στα κέρδη, μεγαλύτερη ένταση του κεφαλαίου και χαμηλή χρηματοοικονομική θέση. Οι προβλέψεις των ταμειακών ροών σχετίζονται με τα λογιστικά, λειτουργικά και χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά τα οποία έχουν σαν αποτέλεσμα η πληροφόρηση που παρέχεται από τις ταμειακές ροές να είναι περισσότερο χρήσιμη για την αποτίμηση της επιχείρησης.

Πρόσφατη μελέτη από τον Xie (2001), ερευνά κατά πόσο η πληροφόρηση που περιέχεται στα accruals οφείλεται στο διακριτό ή στο μη διακριτό τμήμα τους, συμπεραίνοντας ότι η πληροφόρηση που περιέχεται στα accruals για τα μελλοντικά κέρδη και τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών οφείλεται στα διακριτά accruals. Τα αποτελέσματα αυτά, έρχονται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Fairfield et al. (2001), οι οποίοι επισημαίνουν ότι η προβλεπτική ικανότητα των accruals όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη και τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών προκύπτει επειδή λειτουργεί ως μια εκτίμηση για την ανάπτυξη στις λειτουργικές δραστηριότητες. Τα αποτελέσματα είναι επίσης δύσκολο να συμφωνήσουν με τους Lakonishok et al. (1994), οι οποίοι υποδηλώνουν ότι οι μετοχές με μεγάλη ανάπτυξη στις πωλήσεις παρουσιάζουν χαμηλότερες μελλοντικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Η τεκμηρίωση του Sloan (1996) για την ύπαρξη των accruals anomaly – η αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals (το μη ταμειακό στοιχείο των κερδών) και στις μεταγενέστερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών – αποτέλεσε αντικείμενο ευρύτερων ερευνών. Σύμφωνα με αυτές τις έρευνες, και όπως ήταν αναμενόμενο, οι θεσμικοί επενδυτές αποδείχτηκε ότι αντιδρούν στην πληροφόρηση που παρέχεται από τα accruals. Σύμφωνα, μάλιστα, με τους Collins et al. (2003), αυτοί οι επενδυτές

τείνουν να έχουν σχετικά μεγάλη συμμετοχή σε επιχειρήσεις με μικρό ύψος accruals, και μικρή συμμετοχή σε επιχειρήσεις με μεγάλο ύψος accruals. Δεδομένης της εμφανώς απλής στρατηγικής εκμετάλλευσης του accruals anomaly – μεγάλη επένδυση σε επιχειρήσεις με χαμηλά accruals και χαμηλή σε επιχειρήσεις με υψηλά accruals – θα περίμενε κανείς οι προσεκτικοί επενδυτές να οδηγήσουν στην σταδιακή εξάλειψη αυτού του accruals anomaly.

Βέβαια, αυτό δε συνέβη. Οι Collins et al. (2003) και οι Bushee και Raedy (2003), τεκμηριώνουν τη συνέχιση του accruals anomaly, και αυτή η αντικανονικότητα (anomaly) όχι μόνο παρουσιάζει συνέχεια, αλλά ο αντίκτυπός της δεν έχει εξαλειφθεί κατά τη διάρκεια του χρόνου. Αυτό σημαίνει ότι η αντίδραση των επενδυτών στα accruals είναι ανεπαρκής ώστε να μπορέσουν να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά την πληροφόρηση που περιέχεται σε αυτά σχετικά με τις μελλοντικές μεταβολές στις τιμές.

Σύμφωνα με τον Lev (2005), οι οργανισμοί αντιδρούν ενεργά και γρήγορα στην πληροφόρηση που περιέχεται στα accruals. Γιατί, όμως, το accruals anomaly συνεχίζεται εφόσον οι οργανισμοί εκμεταλλεύονται ενεργά αυτή την πληροφόρηση; Αυτό συμβαίνει γιατί η αντίδραση αυτή είναι μικρή αναφορικά με τις συνήθεις εμπορικές συναλλαγές και επομένως δεν είναι δυνατόν να μπορέσει να επηρεάσει την αντικανονικότητα (anomaly) αυτή. Γιατί λοιπόν οι επενδυτές δεν εκμεταλλεύονται περισσότερο την πληροφόρηση, δεδομένων των πιθανών ωφελειών από μια τέτοια στρατηγική, όπως αυτά αναφέρονται από τους Bushee και Raedy (2003);

Η απάντηση σε αυτή την ερώτηση έρχεται σύμφωνα με τον Lev (2005) από την εμπειρική αναγνώριση δύο προφίλ: αυτό των επιχειρήσεων με ακραία accruals, και αυτό των εταιρειών στις οποίες οι θεσμικοί επενδυτές τείνουν να πραγματοποιούν επενδύσεις. Συγκρίνοντας αυτά τα προφίλ, βρέθηκε ότι οι επιχειρήσεις με υπερβολικό μέγεθος accruals έχουν χαρακτηριστικά όπως μικρό μέγεθος και χαμηλή τιμή της μετοχής και δείκτη book to market value (B/M), χαρακτηριστικά τα οποία οι επενδυτές τείνουν να αποφεύγουν. Οι σημαντικές και συστηματικές διαφορές ανάμεσα στα δύο προφίλ υποδηλώνουν ότι η μικρή αντίδραση των επενδυτών στα accruals είναι τουλάχιστον μερικώς δικαιολογημένη από τα μη ελκυστικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων με υπερβολικά accruals, τα οποία οι θεσμικοί επενδυτές αποφεύγουν λόγω πιθανών προβλημάτων ρευστότητας και άλλων ζητημάτων. Παράλληλα, ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει το

accruals anomaly είναι οι δραστηριότητες της διοίκησης για παραποίηση των κερδών μέσα από τη λανθασμένη εκτίμηση των accruals.

Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας, παρέχει ένδειξη για διαχείριση των κερδών συγκεκριμένων accruals και για τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης πάνω στα κέρδη για την επίτευξη των κερδών που έχουν τεθεί ως στόχοι. Μελέτες που αφορούν τη διαχείριση των κερδών θεωρούν ότι τα κέρδη υπόκεινται σε διαχείριση μέσω αλλαγών στις λογιστικές διαδικασίες, μέσω συγκεκριμένων συναλλαγών όπως για παράδειγμα απαξίωση του χρέους, και μέσω της διάκρισης των accruals. Οι επιπτώσεις της διαχείρισης των κερδών μέσω αλλαγών στις λογιστικές διαδικασίες και ιδιαίτερα ορατών συναλλαγών, είναι πιθανόν να αναστραφούν από το επενδυτικό κοινό. Η διοίκηση όμως των κερδών μέσα από το διακριτό τμήμα των accruals παρουσιάζει μικρότερες πιθανότητες για αναστροφή. Γι' αυτό το λόγο περιμένει κανείς ότι τα accruals αντανακλούν την επίδραση της διαχείρισης των κερδών σε συνεχή βάση (Burgstahler και Dichev, 1997).

Έρευνες παρατήρησαν υψηλότερα επίπεδα δεδουλευμένων λογαριασμών σε σχέση με τις ταμειακές ροές προμηνύοντας μια μελλοντική αναστροφή των κερδών και επομένως παρέχοντας ένδειξη για διαχείριση των κερδών. Παρόλο που ο Sloan (1996) δεν ισχυρίζεται ότι οι δεδουλευμένοι λογαριασμοί χρησιμοποιούνται για διαχείριση των κερδών, το κίνητρο για τη μελέτη των δεδουλευμένων λογαριασμών και των ταμειακών ροών παραμένει ιδιαίτερης σημασίας. Παρόλα αυτά, αμφισβητείται κατά πόσο οι ενδείξεις όσον αφορά τη διαφορική συνέχεια (differential persistence) των accruals για τη μελλοντική κερδοφορία συμπεριλαμβάνουν τη χρήση των accruals για τη διαχείριση κερδών. Η Kothari (2001) δηλώνει ότι τα διακριτά accruals και η διαχείριση των κερδών χρησιμοποιούνται ως συνώνυμα στη σχετική βιβλιογραφία.

Οι McNichols και Wilson (1988), μελέτησαν κατά πόσο η διοίκηση παραποιεί τα κέρδη και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι accruals που προκαλούν μείωση του εισοδήματος επιλέγονται όταν το εισόδημα είναι ασυνήθιστα υψηλό ή χαμηλό. Παρόλα αυτά, εάν η αρχή των δεδουλευμένων αντανακλά τις ουσιαστικές οικονομικές συναλλαγές, θα περίμενε κανείς τα μη διακριτά στοιχεία να αποτελούν μεγαλύτερο μέρος. Τα κέρδη περιλαμβάνουν τα accruals φαινομενικά γιατί τα accruals μαζί με τα ταμειακά διαθέσιμα από λειτουργικές δραστηριότητες παρέχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική απόδοση σε σχέση με τα ταμειακά διαθέσιμα από λειτουργικές δραστηριότητες.

Μάλιστα νομοθετικοί οργανισμοί όπως το FASB έχουν καταβάλλει σημαντική προσπάθεια να καταρτίσουν στοιχεία των accruals των κερδών που να είναι έγκυρα για τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης, και οι ελεγκτές ελέγχουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι τα κέρδη αντανακλούν την οικονομική απόδοση. Παρά το γεγονός ότι είναι λογικό να θεωρήσει κανείς ότι η διοίκηση μπορεί να τροποποιήσει μερικά accruals, αυτό το διακριτό τμήμα τους αποτελεί μικρό τμήμα των total accruals. Το διακριτό τμήμα τους αντιπροσωπεύει την προσπάθεια της διοίκησης να διοικήσει τα κέρδη παρά εξωγενείς οικονομικές συνθήκες.

Σύμφωνα με τον Jones (1991), ο οποίος μελέτησε την πιθανότητα διαχείρισης των κερδών για την ελάφρυνση από τους δασμούς επί των εισαγωγών, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση έχει σημαντικότερα κίνητρα για λογιστικές επιλογές που μειώνουν το εισόδημα, εάν πιστεύουν ότι οι νομοθέτες δεν έχουν πλήρως προσαρμοστεί σε αυτές τις επιλογές. Η διοίκηση αντιμετωπίζει άλλες οικονομικές συνέπειες των λογιστικών τους επιλογών που τους κινητοποιούν να κάνουν επιλογές οι οποίες αυξάνουν το εισόδημα αντί να το μειώνουν – για παράδειγμα, οι ρήτρες δανεισμού και τα σχέδια χρηματικής αποζημίωσης της διοίκησης. Μέσα από την αύξηση των δημοσιευμένων κερδών, η διοίκηση μπορεί να μειώσει τους περιοριστικούς όρους των ρητρών δανεισμού και να αυξήσουν τη χρηματική τους αποζημίωση μέσα από υψηλότερες παροχές. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση χρησιμοποιεί accruals κατά τη διάρκεια έρευνας για ελάφρυνση από τους δασμούς επί των εισαγωγών.

Σύμφωνα με τους Burgstahler και Dichev (1997), παρατηρείται διαχείριση των κερδών για την αποφυγή μειώσεων και απωλειών στα κέρδη και μάλιστα δύο στοιχεία των κερδών, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης, έχουν χρησιμοποιηθεί για την επίτευξη αυτής της διαχείρισης.

Σύμφωνα με τον Fairfield et al. (2003a), μετά τον έλεγχο όσον αφορά την τωρινή κερδοφορία, η αύξηση στα μη τρέχοντα καθαρά λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού και στα λειτουργικά έσοδα/έξοδα ισότιμα συρρικνώνουν την κερδοφορία της επόμενης χρονιάς. Η διαπίστωση μιας μικρότερης συνέχειας (lower persistence) στα accruals σε σχέση με τις ταμειακές ροές για το λειτουργικό εισόδημα της επόμενης χρονιάς, παρέχει ισχυρή ένδειξη διαχείρισης κερδών. Στην αντίθετη περίπτωση, ένδειξη ότι τα accruals σχετίζονται με την αύξηση στο επενδεδυμένο

κεφάλαιο στον παρονομαστή της κερδοφορίας αποτελεί εξήγηση για τη μικρότερη συνέχεια των accruals για τη μελλοντική κερδοφορία: οφείλεται πιθανότατα στην επίδραση της αύξησης στη μελλοντική κερδοφορία, παρά στη διαχείριση κερδών.

Ερευνητές ασχολήθηκαν με την αξιολόγηση της συνέχειας των κερδών την οποία συχνά περιγράφουν με τον όρο εκτίμηση της δύναμης των κερδών ή αλλιώς ποιότητα των κερδών. Με τον όρο ποιότητα των κερδών είναι ο βαθμός στον οποίο η απόδοση των κερδών συνεχίζεται στην επόμενη περίοδο.

Μελέτες, όμως, έχουν γίνει και σχετικά με το ποια από τα στοιχεία των accruals παρέχουν την περισσότερη πληροφόρηση σχετικά με την ποιότητα των κερδών. Επεκτείνοντας τη μελέτη του Sloan, οι Richardson et al. (2001), επισημαίνουν ότι η πληροφόρηση που παρέχουν τα accruals για την ποιότητα των κερδών δεν συγκεντρώνεται σε ένα συγκεκριμένο στοιχείο των accruals. Τα total accruals (τα τρέχοντα και τα μη τρέχοντα), παρέχουν ισχυρή ένδειξη για την ποιότητα των κερδών.

Σύμφωνα με τον Sloan (1996), τα growing accruals παρέχουν την πιο σημαντική ένδειξη για την πιθανή επιδείνωση στα κέρδη και στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών. Οι Thomas και Zhang (2000), επισημαίνουν ότι τα accruals που σχετίζονται με τα αποθέματα αποτελούν τον καθοριστικό παράγοντα της ποιότητας των κερδών.

Συμπερασματικά, η γνώση των accruals είναι πολύ σημαντική καθώς συνεισφέρει στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών. Παράλληλα, παρέχουν σημαντική ένδειξη για τους επενδυτές για την κατανόηση μιας πιθανής διαχείρισης των κερδών (earnings management) και της ποιότητας των κερδών.

## **2.ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Στην παρούσα έρευνα μελετήσαμε ποια από τα στοιχεία της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήστης ή του ισολογισμού ερμηνεύουν καλύτερα τις σωρευμένες αποδόσεις και τις υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιρειών. Για το σκοπό αυτό εξετάσαμε τη συσχέτιση ανάμεσα: α) στα κέρδη και στις σωρευμένες αποδόσεις, β) ανάμεσα στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (cash flow from operations), στα total accruals και τις σωρευμένες αποδόσεις και γ) ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (return on equity) και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 2000-2004, έχοντας ως δείγμα εταιρείες εισηγμένες στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών. Από το δείγμα αυτό εξαιρέσαμε τις τράπεζες (banking), τις ασφαλιστικές εταιρείες (insurance), τις επενδυτικές (portfolio investment firms) και τις εταιρείες leasing, εταιρείες δηλαδή που ανήκουν στον χρηματοοικονομικό τομέα. Επίσης, εξαιρέσαμε και τα μεσιτικά γραφεία (firms from the real estate management).

Ο λόγος για τον οποίο οδηγηθήκαμε στον αποκλεισμό των παραπάνω κλάδων είναι ότι οι εταιρείες αυτές ακολουθούν διαφορετικούς χειρισμούς για την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τον προσδιορισμό του λογιστικού εισοδήματος. Πρέπει να αναφερθεί ότι έχουν εξαιρεθεί οι χρηματοοικονομικές εταιρείες εξαιτίας του γεγονότος ότι η υψηλή μόχλευση, η οποία θεωρείται φυσιολογική στις εταιρείες αυτές, δεν έχει την ίδια βαρύτητα στις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, αφού υψηλή μόχλευση στις εταιρείες αυτές υποδηλώνει οικονομική δυσχέρεια (Fama και French, 1992).

Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, αυτό το κριτήριο επιλογής, τελικά χρησιμοποιήσαμε ως δείγμα 883 παρατηρήσεις για το σύνολο των 5 χρόνων όσον αφορά το πρώτο μοντέλο, 489 παρατηρήσεις για το δεύτερο μοντέλο και 750 παρατηρήσεις για το τρίτο μοντέλο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το δείγμα των εταιρειών δεν παρέμεινε σταθερό από χρονιά σε χρονιά είτε λόγω μη διαθεσιμότητας των στοιχείων από τη βάση δεδομένων Datastream είτε λόγω της μη εισαγωγής ή της εξόδου πολλών επιχειρήσεων από το Ελληνικό Χρηματιστήριο κατά τη διάρκεια αυτών των χρόνων.

Η συγκέντρωση των δεδομένων έγινε από τη βάση δεδομένων Datastream, των οποίων η επεξεργασία έγινε στο SPSS και στο E-VIEWS. Στο SPSS έγινε η

περιγραφική στατιστική (descriptive statistics) και η συσχέτιση (correlation) των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στα υποδείγματα, και στο E-VIEWS πραγματοποιήθηκε η παλινδρόμηση των υποδειγμάτων.

Έχοντας χρησιμοποιήσει τις ημερήσιες τιμές των μετοχών από 01/04/2000 – 31/03/2005, ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε προκειμένου να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τις ημερήσιες αποδόσεις – μέσω των ημερήσιων τιμών των μετοχών από 1 Απριλίου<sup>1</sup> έως 31 Μαρτίου του επόμενου έτους (για την συμπλήρωση ενός έτους)- ήταν ο ακόλουθος:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right)$$

Όπου,  $R_{it}$  είναι η απόδοση της μετοχής i την ημέρα "t".

$P_{it}$  είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής i την ημέρα "t".

$P_{it-1}$  είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής i την ημέρα "t-1"

Ο ίδιος τύπος χρησιμοποιήθηκε και για τον υπολογισμό των σωρευμένων αποδόσεων του δείκτη.

Στη συνέχεια παραθέτουμε τους ορισμούς των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της έρευνάς μας:

### Σωρευμένες Αποδόσεις (Cumulative Returns)

Για τον προσδιορισμό των σωρευμένων αποδόσεων των τιμών των μετοχών (CR) έχουν προστεθεί όλες οι ημερήσιες αποδόσεις των τιμών των μετοχών από 1 Απριλίου έως 31 Μαρτίου του επόμενου έτους.

### Σωρευμένες υπεραποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns)

Για τον προσδιορισμό των σωρευμένων υπεραποδόσεων των τιμών των μετοχών (CAR) από τις σωρευμένες αποδόσεις των τιμών των μετοχών, όπως αυτές ορίζονται παραπάνω αφαιρούμε τις σωρευμένες αποδόσεις του δείκτη (CI). Δηλαδή:

$$CAR = CR - CI$$

<sup>1</sup> Παίρνουμε τις ημερήσιες αποδόσεις από 1 Απριλίου διότι τότε δημοσιεύονται οι λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών και είναι διαθέσιμη όλη η απαραίτητη πληροφόρηση.

### **Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share – EPS)**

Με τον όρο κέρδη ανά μετοχή εννοούμε το καθαρό εισόδημα, το οποίο είναι διαθέσιμο στους κοινούς μετόχους αφού αφαιρεθούν από αυτό μερίσματα για τις προνομιούχες μετοχές, διαιρεμένο με το μέσο σταθμικό των κοινών μετοχών.

### **Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανά μετοχή (cash flow from operations per share – CFO)**

Πρόκειται για τα ταμειακά κέρδη (cash earnings) ανά μετοχή της εταιρείας. Ο αριθμητής που χρησιμοποιείται γι' αυτόν τον υπολογισμό είναι τα κεφάλαια από λειτουργικές δραστηριότητες (Funds from operations). Ουσιαστικά, πρόκειται για τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ενός οργανισμού, πριν από τις επενδυτικές και τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, διαιρεμένες με το μέσο σταθμισμένο αριθμό μετοχών που υπάρχουν μέσα στη χρονιά. Οι επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν την πώληση ή αγορά γης, κτιρίων, εργοστασίων, κ.τ.λ. Οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν πληρωμή μερισμάτων, διαδικασίες δανειοδότησης και πώληση μετοχών.

### **Total accruals per share (TA)**

Για τον υπολογισμό των total accruals χρησιμοποιήθηκε ο ακόλουθος τύπος:

TA = Κέρδη ανά μετοχή (EPS) – Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανά μετοχή (CFO).

### **Αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (Return on equity – ROE)**

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι ένας δείκτης μέτρησης της αποδοτικότητας ο οποίος μετρά επακριβώς την αποδοτικότητα της επένδυσης (ROE) μέσα από τη μέτρηση του βαθμού στον οποίο τα χρήματα των μετόχων χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (book value of equity). Σε αντίθεση με την αποδοτικότητα του συνόλου του ενεργητικού (ROA), η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) λαμβάνει υπ' όψιν το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρησιμοποιεί τη μόχλευση (leveraging), καθώς οι τόκοι έξοδα που πληρώνονται στους πιστωτές αφαιρούνται από τα κέρδη, προκειμένου να υπολογιστεί το καθαρό εισόδημα. Δηλαδή:

$$\text{Αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρό εισόδημα (Net income)}}{\text{Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (Book value of equity)}}$$

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τις περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην έρευνά μας. Ο Πίνακας αποτελείται από 3 επιμέρους πίνακες που προκύπτουν λόγω των διαφορετικών δειγμάτων και των διαφορετικών μεταβλητών.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Πίνακας Α αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 1 και στα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Πίνακας Β αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 2 και στις ταμειακές ροές (CFO) και στα total accruals (TA).

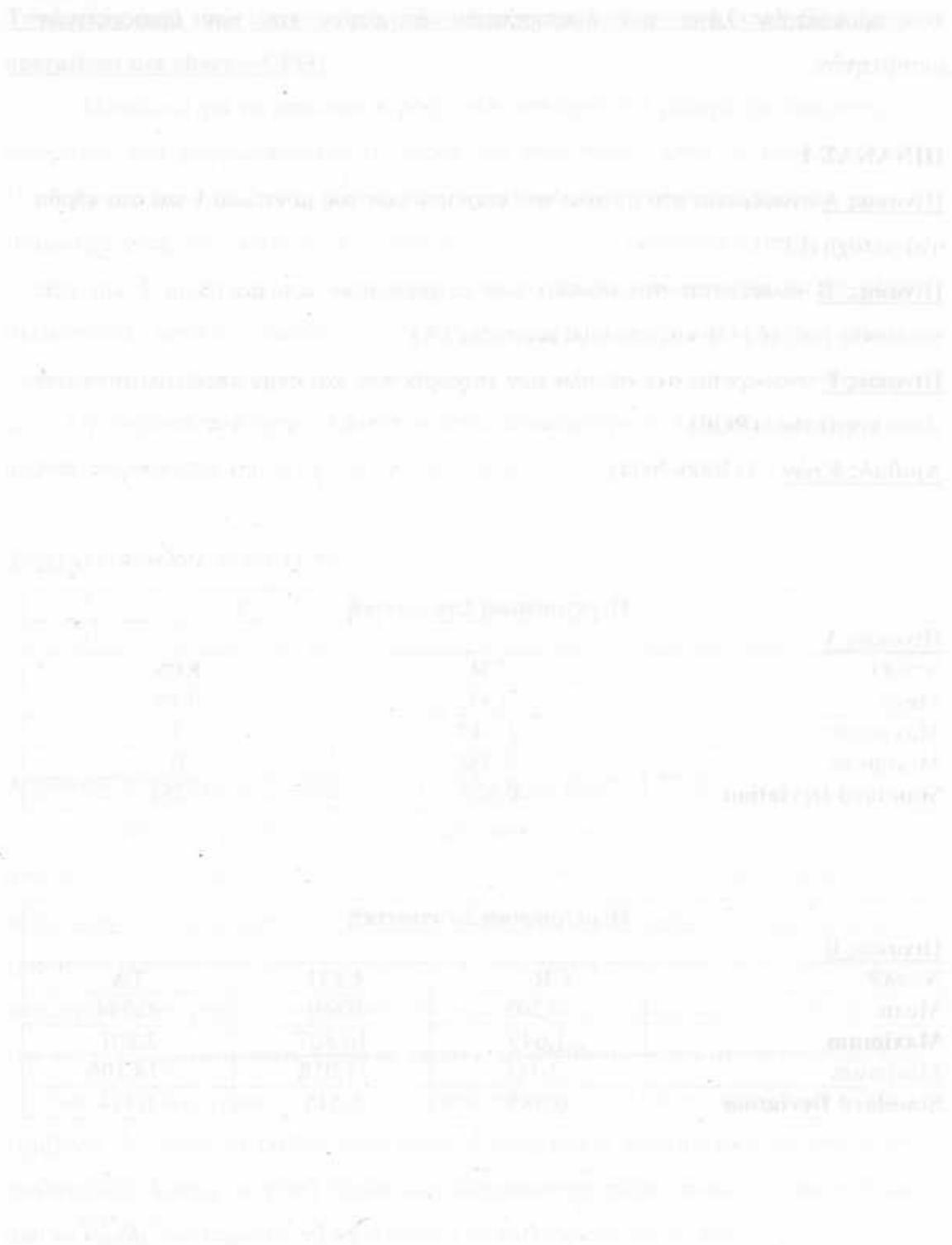
Πίνακας Γ αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων και στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Αριθμός Ετών : 5 (2000-2004).

Περιγραφική Στατιστική		
<u>Πίνακας Α</u>		
N=883	CR	EPS
Mean	-0,325	0,19
Maximum	1,649	3
Minimum	-2,788	0
Standard Deviation	0,622	0,251

Περιγραφική Στατιστική			
<u>Πίνακας Β</u>			
N=489	CR	CFO	TA
Mean	-0,303	0,691	-0,394
Maximum	1,649	16,807	2,801
Minimum	-2,344	-1,918	-14,106
Standard Deviation	0,585	1,515	1,374

Περιγραφική Στατιστική		
Πίνακας Γ	CAR	ROE
N=750	-0,295	0,101
Mean	0,881	0,437
Maximum	-2,691	-0,127
Minimum	0,483	0,108



### 3.ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου να μπορέσουμε να εξετάσουμε ποια μεταβλητή ερμηνεύει καλύτερα τις αποδόσεις και τις υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών, χρησιμοποιήσαμε τα εξής τρία μοντέλα:

$$CR_{it} = \alpha + \beta EPS_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

όπου  $CR_{it}$  είναι η σωρευμένη απόδοση της μετοχής i την χρονιά "t".

$EPS_{t-1}$  είναι τα κέρδη ανά μετοχή της μετοχής i την χρονιά "t-1"

Κάνουμε την παλινδρόμηση αυτού του μοντέλου για να εξετάσουμε τη συσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στις σωρευμένες αποδόσεις των τιμών των μετοχών και στα κέρδη ανά μετοχή.

$$CR_{it} = \alpha + \beta CFO_{t-1} + \gamma TA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

όπου  $CR_{it}$  είναι η σωρευμένη απόδοση της μετοχής i την χρονιά "t".

$CFO_{t-1}$  είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανά μετοχή της μετοχής i την χρονιά "t-1".

$TA_{t-1}$  είναι τα total accruals ανά μετοχή της μετοχής i την χρονιά "t-1".

Κάνουμε την παλινδρόμηση αυτού του μοντέλου για να εξετάσουμε τη συσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, στα total accruals και στις σωρευμένες αποδόσεις των τιμών των μετοχών.

$$CAR_{it} = \alpha + \beta ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

όπου  $CAR_{it}$  είναι η σωρευμένη υπεραπόδοση της μετοχής i την χρονιά "t".

$ROE_{t-1}$  είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων την χρονιά "t-1".

Κάνουμε την παλινδρόμηση αυτού του μοντέλου για να εξετάσουμε τη συσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Στα μοντέλα, συσχετίζουμε τις σωρευμένες αποδόσεις των τιμών των μετοχών (CR) και τις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών (CAR) με τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), τις ταμειακές ροές (CFO), τα total accruals (TA) και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE), ένα χρόνο πριν (t-1), προκειμένου να



εξετάσουμε την προβλεψιμότητα των παραμέτρων όσον αφορά τις σωρευμένες αποδόσεις και τις υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), που παρέχει τους καλύτερους αμερόληπτους γραμμικούς εκτιμητές των παραμέτρων της παλινδρόμησης, α και β.

Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών. Σύμφωνα με τον πίνακα Α, η συσχέτιση των σωρευμένων αποδόσεων των τιμών των μετοχών (CR) και των κερδών ανά μετοχή (EPS) είναι σημαντική σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Από τον πίνακα Β, η συσχέτιση των σωρευμένων αποδόσεων των τιμών των μετοχών (CR) και των ταμειακών ροών (CFO) είναι σημαντική σε επίπεδο 5% (with two-tailed test of significance). Επίσης, η συσχέτιση των σωρευμένων αποδόσεων των τιμών των μετοχών (CR) και των total accruals (TA) είναι σημαντική σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance) και η συσχέτιση των ταμειακών ροών (CFO) και των total accruals (TA) είναι σημαντική σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Μελετώντας τον πίνακα Γ, παρατηρούμε ότι η συσχέτιση των σωρευμένων υπεραποδόσεων των τιμών των μετοχών (CAR) και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) είναι σημαντική σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance).

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Πίνακας Α αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 1 και στα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Πίνακας Β αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 2 και στις ταμειακές ροές (CFO) και στα total accruals (TA).

Πίνακας Γ αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων και στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

N είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Sig. είναι το t-statistic των συντελεστών συσχέτισης.

Αριθμός Ετών : 5 (2000-2004)

**Πίνακας Α**

N=883	Pearson Correlations	
	CR	EPS
CR	1	
EPS	0,098**	1

**Πίνακας Β**

N=489	Pearson Correlations		
	CR	CFO	TA
CR	1		
CFO	0,101*	1	
TA	-0,119**	-0,971**	1

**Πίνακας Γ**

N=750	Pearson Correlations	
	CAR	ROE
CAR	1	
ROE	0,113**	1

\* υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%.

\*\* υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.



#### 4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3:** Αποτελέσματα παλινδρομήσεων με White Heteroskedasticity – Consistent Standard Errors & Covariance.

**Αριθμός Ετών:** 5 (2000-2004).

**Πίνακας Α**

$CR_{it} = \alpha + \beta EPS_{it-1} + \varepsilon_t$			
	EPS	F - statistic	R-squared
<b>Coefficient</b>	0,243		
<b>t- statistic</b>	3,962	8,582	0,010
<b>Παρατηρήσεις</b>		<b>883</b>	

**Πίνακας Α** αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 1 και στα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

**Πίνακας Β**

$CR_{it} = \alpha + \beta CFO_{it-1} + \gamma TA_{it-1} + \varepsilon_t$			
	CFO	TA	F - statistic
<b>Coefficient</b>	-0,10	-0,153	
<b>t- statistic</b>	-1,253	-1,791	4,390
<b>Παρατηρήσεις</b>			<b>489</b>

**Πίνακας Β** αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων του μοντέλου 2 και στις ταμειακές ροές (CFO) και στα total accruals (TA).

**Πίνακας Γ**

$CAR_{it} = \alpha + \beta ROE_{it-1} + \varepsilon_t$			
	ROE	F - statistic	R-squared
<b>Coefficient</b>	0,507		
<b>t- statistic</b>	2,918	9,706	0,013
<b>Παρατηρήσεις</b>		<b>750</b>	

**Πίνακας Γ** αναφέρεται στο σύνολο των επιχειρήσεων και στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Μελετώντας τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που πραγματοποιήθηκε e-views, παρατηρούμε ότι το μοντέλο 1 είναι ικανοποιητικό. Η θετική τιμή του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής (EPS) δείχνει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής και της εξαρτημένης. Όσον αφορά την τιμή του R-squared, του οποίου η τιμή όσο πιο κοντά είναι στη μονάδα τόσο πιο αποτελεσματικό θεωρείται το μοντέλο στην πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής, από την ανεξάρτητη,

παρατηρούμε ότι η τιμή του είναι αρκετά ικανοποιητική. Αυτό σημαίνει ότι το μοντέλο είναι σχεδόν αποτελεσματικό όσον αφορά την πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής από την ανεξάρτητη. Επίσης, η τιμή του F-statistic είναι αρκετά μεγάλη και η πιθανότητά του πολύ μικρή και επομένως το μοντέλο είναι αποδεκτό.

Η μελέτη των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης για το δεύτερο μοντέλο μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο αυτό είναι επίσης ικανοποιητικό. Η αρνητική τιμή του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής (TA) δείχνει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ αυτής και της εξαρτημένης. Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση, όχι όμως στατιστικά σημαντική ανάμεσα στην ανεξάρτητη μεταβλητή CFO και στην εξαρτημένη, κάτι που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι όπως αποδείχτηκε και από τη συσχέτιση του Pearson, υπάρχει θετική συσχέτιση η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά την τιμή του R-squared, παρατηρούμε ότι η τιμή του είναι αρκετά ικανοποιητική, κάτι το οποίο σημαίνει ότι το μοντέλο είναι σχεδόν αποτελεσματικό όσον αφορά την πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής από την ανεξάρτητη. Επίσης, η τιμή του F-statistic είναι αρκετά μεγάλη και η πιθανότητά του πολύ μικρή και επομένως το μοντέλο είναι αποδεκτό.

Όσον αφορά το μοντέλο 3, μελετώντας τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρατηρούμε ότι το μοντέλο είναι αποτελεσματικό. Η θετική τιμή του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής (ROE) δείχνει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής και της εξαρτημένης. Όσον αφορά την τιμή του R-squared, παρατηρούμε ότι η τιμή του είναι αρκετά ικανοποιητική, κάτι το οποίο σημαίνει ότι το μοντέλο είναι σχεδόν αποτελεσματικό όσον αφορά την πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής από την ανεξάρτητη. Επίσης, η τιμή του F-statistic είναι αρκετά μεγάλη και η πιθανότητά του πολύ μικρή και επομένως το μοντέλο είναι αποδεκτό.

Πρέπει να αναφερθεί ότι τα ευρήματά μας είναι συνεπή με τα πορίσματα άλλων ερευνών. Συγκεκριμένα, η Dechow (1994) τεκμηριώνει ότι υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα accruals, ενώ τα accruals παρουσιάζουν έντονη αρνητική αυτοσυσχέτιση.

Σύμφωνα με τους Richardson et al. (2005), υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals και στις μελλοντικές αποδόσεις, με τη σχέση αυτή να είναι πιο ισχυρή για λιγότερο αξιόπιστα accruals που καταλήγουν σε μικρότερη συνέχεια (lower persistence) των κερδών.

Ακόμα, οι Ohlson και Shroff (1992), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μεταβλητή του επιπέδου των κερδών είναι η καλύτερη επεξηγηματική μεταβλητή για τις αποδόσεις, εάν ούτε οι αποδόσεις ούτε τα επίπεδα των κερδών είναι προβλέψιμα.

Επίσης, σύμφωνα με τον Sloan (1996) και τους Collins et al. (2003) υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals (το μη ταμειακό στοιχείο των κερδών) και στις μεταγενέστερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Επιπρόσθετα, οι Ball και Brown (1968), παρατήρησαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών και στα κέρδη, το οποίο αποδεικνύει την ικανότητα των κερδών να συνοψίζουν την πληροφόρηση που προσθέτει αξία (value relevant information).





## 5. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σύμφωνα με τους Givoly και Hayn (2000), υπάρχουν διαρκείς, αλλά όχι σημαντικές αλλαγές στη σχέση ανάμεσα στα κέρδη, στις ταμειακές ροές και στα accruals. Επιπρόσθετα, οι Ball και Brawn (1968), οι Beaver και Dukes (1972), η Dechow (1994), και η Finger (1994) αποδεικνύουν ότι οι αποδόσεις συνδέονται περισσότερο με τα συνολικά κέρδη παρά με τις ταμειακές ροές. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Sloan (1996) και τους Collins et al. (2003) υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα accruals (το μη ταμειακό στοιχείο των κερδών) και στις μεταγενέστερες αποδόσεις των τιμών των μετοχών, καθώς επίσης σύμφωνα με την Dechow (1994) υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και στα accruals. Παράλληλα, οι Ball και Brown (1968), παρατήρησαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών και στα κέρδη.

Από τα πορίσματα που εμφανίζονται στους πίνακες που αφορούν τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της έρευνας, παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή (EPS) και στις σωρευμένες αποδόσεις των τιμών των μετοχών (CR). Αναλυτικότερα, στον πίνακα A μελετάται η σχέση ανάμεσα στα κέρδη ανά μετοχή την περίοδο t-1 (ανεξάρτητη μεταβλητή) και στις σωρευμένες αποδόσεις την περίοδο t (εξαρτημένη μεταβλητή), όπου και παρατηρείται στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ τους, κάτι το οποίο αποδεικνύεται και από τους συντελεστές συσχέτισης του Pearson, οι οποίοι είναι σημαντικοί σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Επίσης, η τιμή του F-statistic είναι αρκετά μεγάλη ( $F - statistic=8,582$ ) και η πιθανότητά του πολύ μικρή και επομένως το μοντέλο είναι αποδεκτό.

Στον πίνακα B, όπου μελετάται η σχέση ανάμεσα στις ταμειακές ροές και τα total accruals την περίοδο t-1 (ανεξάρτητες μεταβλητές) και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις την περίοδο t (εξαρτημένη μεταβλητή), η αρνητική τιμή του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής (TA) δείχνει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των total accruals και των σωρευμένων υπεραποδόσεων, κάτι το οποίο αποδεικνύεται και από τους συντελεστές συσχέτισης του Pearson, οι οποίοι είναι σημαντικοί σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση, όχι όμως στατιστικά σημαντική ανάμεσα στην ανεξάρτητη μεταβλητή CFO και στην εξαρτημένη (σωρευμένες υπεραποδόσεις), κάτι που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι όπως αποδείχτηκε και από τη συσχέτιση του



Pearson, υπάρχει θετική συσχέτιση η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Επιπλέον, οι συντελεστές συσχέτισης των ταμειακών ροών (CFO) και των total accruals (TA) είναι σημαντικοί σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Παράλληλα, η αρκετά μεγάλη τιμή του F-statistic ( $F - statistic=4,390$ ) υποδηλώνει ότι το μοντέλο είναι ικανοποιητικό.

Παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις των τιμών των μετοχών (CAR). Αναλυτικότερα, στον πίνακα Γ μελετάται η σχέση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων την περίοδο t-1 (ανεξάρτητη μεταβλητή) και στις σωρευμένες υπεραποδόσεις την περίοδο t (εξαρτημένη μεταβλητή), όπου και παρατηρείται στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ τους, κάτι το οποίο αποδεικνύεται και από τους συντελεστές συσχέτισης του Pearson, οι οποίοι είναι σημαντικοί σε επίπεδο 1% (with two-tailed test of significance). Επίσης, η τιμή του F-statistic είναι αρκετά μεγάλη ( $F - statistic=9,706$ ) και επομένως το μοντέλο είναι αποτελεσματικό.

Συμπερασματικά, η γνώση των accruals είναι πολύ σημαντική καθώς συνεισφέρει στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών. Παράλληλα, παρέχουν σημαντική ένδειξη για τους επενδυτές για την κατανόηση μιας πιθανής διαχείρισης των κερδών (earnings management) και της ποιότητας των κερδών.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Βιβλία

Penman, S.H., 2004, Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2nd ed.

Bernstein, L., 1993, Financial Statement Analysis. 5thed. Homewood, IL: Irwin.

Graham, B., D. Dodd, and S. Cottle, 1962, Security Analysis: Principles and Techniques. (New York. NY: McGraw – Hill).

### Περιοδικές Εκδόσεις.

Barth, M., D. Cram and K. Nelson, 2001, Accruals and the Prediction of Future Cash Flows, *The Accounting Review* 76, 27-58.

Barth, M., W. H. Beaver, J. R. M. Hand, and W. R. Landsman, 2005, Accruals, accounting-based valuation models, and the prediction of equity values, Working paper, Stanford University and University of North Carolina at Chapel Hill.

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

Beaver, W. H., and R.E. Dukers, 1972, Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behavior of security prices, *The Accounting Review* 47, 320-333.

Bernard, V., and T. Stober, 1989, The nature and amount of information reflected in cash flows and accruals, *The Accounting Review* 64, 624-652.

Bowen, R. M., Burgstahler, and L. A. Daley, 1986, Evidence on the relationship between earnings and various measures of cash flow, *The Accounting Review* 61, 713-725.

Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997, Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.

Bushee, B.; and J. S. Raedy, 2003, Factors affecting the implementability of stock market trading strategies, Working Paper, University of Pennsylvania.



Collins, D., G. Gong and P. Hribar, 2003, Investor sophistication and the mispricing of accruals, *Review of Accounting Studies* 8, 251-276.

Dechow, P.M., 1994, Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 26, 1-34.

Dechow, P. M., and I. D. Dichev., 2002, The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review* 77 Supplement, 35-59.

Dechow, P., S. Richardson, R. Sloan, 2004, The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings, Working paper, University of Pennsylvania.

DeFond, M. and Hung M., 2003, An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts, *Journal of Accounting and Economics* 35, 73-100.

Easton, P. D., T. S. Harris, and J. A. Ohlson., 1992, Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals, *Journal of Accounting and Economics* 15, 119-142.

Fairfield, P.M., J.S. Whisenant and T.L. Yohn. 2001. Accrued Earnings and Growth: Implications for Earnings Persistence and Market Mispricing, Working Paper, Georgetown University.

Fairfield, P., S. Whisenant and T. Yohn, 2002, The differential Persistence of Accruals and Cash Flows for Future Operating Income versus Future Return on Assets, Working paper, Georgetown University.

Fairfield, P., s. Whisenant and T. Yohn, 2003a, Accrued Earnings and Growth: Implications for future Profitability and Market Mispricing, *The Accounting Review* 78, 353-371.

Fairfield, M. P., S. Whisenant, and T. L. Yohn, 2003b, The Differential Persistence of Accruals and Cash Flows for Future Operating Income versus Future Profitability, *Review of Accounting Studies* 8, 221-243.

Fama, E. and K. R. French, 1992, The Cross-section of Expected Stock Returns, Journal of Finance 47, 427–465.

Finger, C. A., 1994, The ability of earnings to predict future earnings and cash flow, Journal of Accounting Research 32, 210-223.

Givoly, D. and C. Hayn, 2000, The Changing Time-series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?, Journal of Accounting and Economics 29, 287–320.

Greenberg, R. R., G. L. Johnson, and K. Ramesh, 1986, Earnings versus cash flow as a predictor of future cash flow measures, Journal of Accounting, Auditing, and Finance 1, 266-277.

Hribar, P. and D. Collins, 2002, Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research, Journal of Accounting Research 40, 105-134.

Jones, J., 1991, Earnings Management During Import Relief Investigations, Journal of Accounting and Economics 31, 105-232.

Kothari, S. P., 2001, Capital Markets Research in Accounting, Journal of Accounting and Economics 31, 105–232.

Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny, 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, Journal of Finance 49 (December): 1541–1578.

Lorek, K. S., and G. L. Willinger, 1996, A multivariate time-series prediction model for cash-flow data, The Accounting Review 71, 81-101.

Lev, B. and D. Nissim, 2004, The Persistence of the Accruals Anomaly, working paper, NYU.

McNichols, M. and P. Wilson, 1988, Evidence of Earnings Management from the provision for Bad Debts, Journal of Accounting Research 26, 1-31.

- Nissim, D., Penman, S.H., 2003, Financial statement analysis of leverage and how it informs about profitability and price-to-book ratios, *Review of Accounting Studies* 8, 531–560.
- Ohlson, J. and P. Shroff, 1992, Changes versus levels in earnings as explanatory variables for returns: Some theoretical considerations, *Journal of Accounting Research* 30, 210-226.
- Rayburn, J., 1986, The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns, *Journal of Accounting Research* (Supplement 1986), 112-137.
- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna, 2001, Information in Accruals about the Quality of Earnings, Working Paper, University of Michigan.
- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna, 2005, Accrual reliability, earnings persistence and stock prices, *Journal of Accounting and Economics* 39, 437-485.
- Shivakumar, L., 2005, Accruals, Cash Flows and the Post-Earnings-Announcement Drift, Working paper, London Business School.
- Sloan, R., 1996, Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Thomas, J., and H. Zhang, 2002, Inventory changes and future returns, *Review of Accounting Studies* 7, 163-187.
- Watts, R.L., 2003, Conservatism in accounting part I: explanations and implications, *Accounting Horizons* 17, 207–221.
- Wilson, P., 1987, The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings, *The Accounting Review*, 293-322.
- Xie, H., 2001, The mispricing of Abnormal Accruals, *The Accounting Review* 76, 357-373.