ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΠΩΣ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ-ΠΟΤΩΝ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2012

ΣΠΑΝΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Νοέμβριος 2013

Εγκρίνουμε την εργασία της

Σπανοπούλου Ευαγγελίας του Αθανασίου

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΓΚΙΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2013

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΣΠΑΝΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ 5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 7

Εισαγωγή 7

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 11

Ανασκόπηση αρθρογραφίας 11

2.1 Ορισμοί 11

2.2 Χρηματοοικονομικά μέσα 12

2.3 Λογιστική της εύλογης αξίας 14

2.4 Παράγωγα μέσα (προϊόντα) 20

2.5 Λογιστική αντιστάθμισης vs λογιστικής ¨mark to market¨ 24

2.5.1. Λογιστική mark to market 24

2.5.2. Λογιστική αντιστάθμισης 25

2.6 Convertible debt (Μετατρέψιμες ομολογίες-χρέος) 27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 31

Εμπειρική διερεύνηση 31

3.1. Επιλογή δείγματος και συλλογή δεδομένων 32

3.2. Υπολογισμός των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν 33

3.2.1. Μεθοδολογία 34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 39

Παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων 39

4.1. Περιγραφική στατιστική μεταβλητών 39

4.2. Αποτελέσματα παλινδρόμησης για τη σχέση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και αποδόσεων μετοχών 42

4.3 Σύνοψη και συζήτηση αποτελεσμάτων για τη σχέση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και των αποδόσεων των μετοχών 49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 51

Επίλογος 51

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 53

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελεί μια μελέτη που εξετάζει την επίδραση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πάνω στις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών. Γίνεται χρήση του μοντέλου του Ohlson προκειμένου να εξεταστεί η συνάφεια μεταξύ της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και της τιμής της μετοχής, και για την εφαρμογή αυτού του μοντέλου χρησιμοποιούνται τα μεγέθη της Καθαρής Θέσης και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων.

Εκτός όμως από τις μεταβλητές που υπάρχουν στο μοντέλο του Ohlson, χρησιμοποιούνται επίσης και οι μεταβλητές: χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (του πάγιου και του κυκλοφορούντος ενεργητικού) καθώς και μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές τόσο από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) όσο και από τα χρεόγραφα (ίδια κεφάλαια).

Το δείγμα περιλαμβάνει τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες των κλάδων Τροφίμων-Ποτών και Βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών, και η υπό εξέταση περίοδος είναι τα έτη 2005 έως 2012. Ο κλάδος τροφίμων και ποτών αποτελεί έναν από τους δυναμικότερους και ταχύτερα αναπτυσσόμενους κλάδους της ελληνικής μεταποίησης. Αντιστοιχεί στο 25% του κύκλου εργασιών, στο 24% της απασχόλησης, στο 25% του συνολικού επενδεδυμένου κεφαλαίου και σχεδόν στο 25% της προστιθέμενης αξίας. Μερικά από τα κύρια πλεονεκτήματα που προσφέρει ο κλάδος αυτός στους επενδυτές είναι το χαμηλό λειτουργικό κόστος και οι άφθονες πρώτες ύλες.

Η βιομηχανία ανήκει στο δευτερογενή τομέα της παραγωγής και μαζί με τον πρωτογενή τομέα αποτελούν βασικούς πυλώνες της εθνικής οικονομίας. Η ελληνική βιομηχανία αποτελεί μια ευρεία έννοια για κάθε είδος οικονομικής παραγωγής. Ως βιομηχανικός κλάδος καλείται η ταξινόμηση των διάφορων βιομηχανικών μονάδων σε ομάδες με κριτήριο την παραγωγή παρεμφερών προϊόντων και την ανάπτυξη παρεμφερών δραστηριοτήτων και σύμφωνα με την Ελληνική Στατιστική Αρχή υπάρχουν τέσσερις (4) κύριες ομάδες του βιομηχανικού κλάδου (Βιομηχανικά μέταλλα & Εξόρυξη, Βιομηχανική Μεταφορά, Βιομηχανική Μηχανική, Γενικά Βιομηχανικά).

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα της έρευνας για τη σχέση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων με τις αποδόσεις των μετοχών προκύπτει ότι τα καθαρά κέρδη προ φόρων, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και ο λόγος της αγοραίας προς τη λογιστική αξία της μετοχής μιας εταιρείας είναι αυτά που μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών. Ωστόσο, η οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2008 μπορεί να έχει επηρεάσει την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων (δηλ. μπορεί να υπάρχει μια αβεβαιότητα όσον αφορά την αξιολόγηση και την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων). Συνεπώς, πιθανόν να αξίζει να γίνει εκτενέστερη μελέτη όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία των ελληνικών εταιρειών χρησιμοποιώντας μεγαλύτερο εύρος εταιρειών και επιπλέον μεθόδους σύνδεσης των στοιχείων αυτών με τις αποδόσεις των μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια οι αλλαγές που συντελούνται στη λειτουργία των εθνικών και διεθνών αγορών κεφαλαίου επηρεάζουν σημαντικά τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Παράλληλα με τις σημαντικές αλλαγές στο χώρο της παγκόσμιας οικονομίας, ένα πλήθος νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων δημιουργούν την ανάγκη προσαρμογής των εργαλείων λογιστικής απεικόνισης. Το επενδυτικό κοινό, τα ίδια τα στελέχη των επιχειρήσεων, οι οικονομικοί αναλυτές και οι αρχές εποπτείας χρειάζονται συνεχώς βελτιωμένη πληροφόρηση και καταγραφή της πραγματικής εικόνας των οικονομικών μονάδων.

Είναι πλέον γεγονός ότι σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά μέσα για εμπορικούς, χρηματοοικονομικούς και επενδυτικούς σκοπούς. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται σημαντική ανάπτυξη στις αγορές χρηματοοικονομικών μέσων, με τη δημιουργία πολλών και πολύπλοκων προϊόντων που είναι διαθέσιμα σε όλες τις επιχειρήσεις. Τα εργαλεία αυτά παίζουν σημαντικό ρόλο στην αποτελεσματική λειτουργία των χρηματαγορών και χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις είτε για την αντιστάθμιση κινδύνων είτε για την επίτευξη επενδυτικών κερδών επηρεάζοντας ουσιωδώς τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, την κερδοφορία και τις ταμειακές ροές.

Η μεγάλη ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής θεωρίας και των χρηματοοικονομικών προϊόντων τις τελευταίες δεκαετίες έχει αλλάξει τη μορφή των διεθνών κεφαλαιαγορών. Οι επιχειρήσεις μπορούν να επέμβουν στο προφίλ κινδύνου που διαθέτουν και να το αλλάξουν από τη μια στιγμή στην άλλη κάνοντας τοποθετήσεις σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Τα προϊόντα αυτά μπορούν να δημιουργήσουν μόχλευση, να αντισταθμίσουν υπάρχοντες κινδύνους αλλά και να δημιουργήσουν νέους κινδύνους. Αυτή η υψηλή μεταβλητότητα και η αστάθεια που εμπεριέχουν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα ήταν δύσκολο να αποτυπωθεί στις λογιστικές καταστάσεις του παρελθόντος, σε αυτές που βασίζονταν στο ιστορικό κόστος (Ernst & Young,2005).

Τα νέα αυτά χρηματοοικονομικά μέσα και ιδιαίτερα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ήταν αδύνατο να αποτιμηθούν στο ιστορικό κόστος μιας και εξορισμού το αρχικό τους κόστος είναι μηδέν και η αξία τους εξαρτάται από

τις μελλοντικές μεταβολές στην αξία των υποκείμενων τίτλων. Επίσης, δημιουργήθηκε πρόβλημα με την αποτίμηση ομολόγων και μετοχών που κατέχονταν σε εμπορικά χαρτοφυλάκια. Οι ισολογισμοί των επιχειρήσεων δεν μπορούσαν να καταγράψουν τις αξίες πολλών χρηματοοικονομικών μέσων ενώ αυτές που κατέγραφαν γρήγορα θεωρούνταν απαρχαιωμένες και δεν έδιναν την πραγματική εικόνα της περιουσιακής κατάστασης της επιχείρησης. Έτσι, άρχισε να γίνεται αντιληπτό ότι χρειαζόταν μια νέα προσέγγιση (Zijl & Whittington,2005).

Η αρχή του ιστορικού κόστους εξελίχθηκε σε μια περίοδο που η λογιστική επικεντρώθηκε στις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Αυτές οι επιχειρήσεις συνδύαζαν τις εισροές τους (υλικά, εργασία, μηχανήματα και άλλα) και τις μετασχημάτιζαν σε εκροές (προϊόντα ή υπηρεσίες) προς πώληση. Η λογιστική σε αυτή την εποχή ασχολούταν κυρίως με τη συσσώρευση κόστους για να αντιπαρατεθεί με τα αντίστοιχα έσοδα της περιόδου. Το σημείο κλειδί σε αυτή τη διαδικασία ήταν η στιγμή που η επιχείρηση μετέτρεπε τις εισροές της σε μετρητά ή απαιτήσεις, το σημείο δηλαδή της πώλησης. Τα τελευταία όμως 30 χρόνια, οι επιχειρήσεις άρχισαν να χρησιμοποιούν μεγάλο εύρος χρηματοοικονομικών μέσων τα οποία δεν μπορούσαν να αποτυπωθούν κατάλληλα λογιστικά. Έτσι πολλές χώρες άρχισαν να αναγνωρίζουν την αρχή της εύλογης αξίας ως την πλέον κατάλληλη για την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών μέσων. Η μετάβαση από τη χρησιμοποίηση του ιστορικού κόστους στην αρχή της εύλογης αξίας για την επιμέτρηση των στοιχείων του ισολογισμού εξέφρασε την ανάγκη των χρηστών της χρηματοοικονομικής λογιστικής και τις προσπάθειες των οργάνων έκδοσης λογιστικών προτύπων να αποδώσουν έγκυρη χρηματοοικονομική πληροφόρηση (Francis K Schippe J,1999)(Lev B. Zarowin P,1999).

Η υιοθέτηση της αρχής της εύλογης αξίας παρέχει πιο αξιόπιστη πληροφόρηση από τη χρησιμοποίηση της μεθόδου του ιστορικού κόστους δεδομένου ότι αναφερόμαστε σε στοιχεία που βασίζονται και διαπραγματεύονται σε ενεργό αγορά και δεν μπορούν να επηρεαστούν από τους μάνατζερ. Υπό αυτή την έννοια οι οικονομικές καταστάσεις γίνονται πιο αξιόπιστες παρέχοντας την κατάλληλη πληροφόρηση στους επενδυτές.

Τα προβλήματα της παραδοσιακής λογιστικής σε συνδυασμό με τις μεταβολές στις διεθνείς χρηματαγορές δημιούργησαν την ανάγκη για τη θέσπιση κανονισμών για την παρουσίαση, την επιμέτρηση, την αναγνώριση και τη γνωστοποίηση αναφορικά με τα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Μετά από πολλές συζητήσεις και έρευνες η IASC

(International Accounting Standards Committee-Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων) σε συνεργασία με το Ινστιτούτο Ορκωτών Λογιστών του Καναδά εξέδωσε στα μέσα της δεκαετίας του 1990 το **Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (ΔΛΠ) 32 – Χρηματοοικονομικά Μέσα: Γνωστοποίηση και Παρουσίαση**. Οι συζητήσεις συνεχίστηκαν καταλήγοντας όλες στο συμπέρασμα ότι όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού πρέπει να αποτιμώνται στην εύλογη αξία, ενώ οι διαφορές αποτίμησης θα έπρεπε να αντικατοπτρίζονται στα αποτελέσματα.

Έπειτα, στις αρχές του 1999 εκδόθηκε το **ΔΛΠ 39 – Χρηματοοικονομικά Μέσα: Αναγνώριση και Αποτίμηση.** Αυτό το ιδιαιτέρως σημαντικό πρότυπο βασίστηκε στα Αμερικάνικα GAAP με ελάχιστες διαφορές και υιοθέτησε ένα μικτό σύστημα αποτίμησης όπου ορισμένα μέσα αποτιμώνται στο ιστορικό κόστος και άλλα στην εύλογη αξία. Τέλος, λίγο αργότερα, το 2005, η έκδοση του **Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) 7 – Χρηματοοικονομικά Μέσα: Γνωστοποιήσεις**, ήρθε να αντικαταστήσει εν μέρει το πρότυπο 32.

Η παρούσα διπλωματική εργασία χωρίζεται στα ακόλουθα κεφάλαια ως εξής: Στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζεται βιβλιογραφική ανασκόπηση και μελέτες σχετικά με τα χρηματοοικονομικά μέσα αλλά και τη σχέση που αυτά έχουν με τις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών. Το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την εμπειρική διερεύνηση και ειδικότερα τον τρόπο επιλογής δείγματος και συλλογής δεδομένων, τη μεθοδολογία υπολογισμού όλων των απαραίτητων μεταβλητών καθώς και την εκτίμηση της σχέσης των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων με τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που εξετάζονται. Στο κεφάλαιο 4 γίνεται παρουσίαση και ανάλυση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής διερεύνησης. Τέλος, το κεφάλαιο 5 συνιστά το γενικό συμπέρασμα της παρούσας εργασίας όσον αφορά την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ανασκόπηση αρθρογραφίας

2.1 Ορισμοί

Χρηματοοικονομικό μέσο (Financial Instrument) είναι κάθε χρηματοοικονομική σύμβαση η οποία δημιουργεί ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο του ενεργητικού για μία επιχείρηση και μια χρηματοοικονομική υποχρέωση ή ένα συμμετοχικό τίτλο για μία άλλη.

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία αποτιμώνται στην εύλογη αξία μπορούν να ενταχθούν σε αυτά τα οποία αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης (ΚΑΧ) και είναι συνήθως βραχυχρόνιες επενδύσεις, και σε αυτά τα οποία αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω της Κατάστασης Συνολικών Αποτελεσμάτων Χρήσης (ΚΣΑΧ) και των ιδίων κεφαλαίων.

Στα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού τα οποία αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω της ΚΑΧ εντάσσονται κυρίως στοιχεία τα οποία κατέχονται για εμπορικούς σκοπούς και ως τέτοια θεωρούνται:

1) Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία αποκτώνται ή προκύπτουν με σκοπό την πώληση ή την επαναγορά σε βραχυχρόνιο χρονικό διάστημα.
2) Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία αποτελούν μέρος ενός χαρτοφυλακίου διακριτών χρηματοοικονομικών μέσων για τα οποία υπάρχουν αποδείξεις βραχυχρόνιας αποκόμισης κερδών.
3) Τα παράγωγα (εκτός από εκείνα τα οποία χρησιμοποιούνται ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνων).

Στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις στην εύλογη αξία μέσω της ΚΑΧ εντάσσονται υποχρεώσεις οι οποίες ικανοποιούν μία οποιαδήποτε από τις ακόλουθες δύο προϋποθέσεις:

1) Εντάσσονται από την ίδια την επιχείρηση ως υποχρεώσεις οι οποίες κατέχονται για εμπορικούς σκοπούς και ως τέτοιες θεωρούνται:
   1.1) Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, οι οποίες προκύπτουν με σκοπό το διακανονισμό τους σε βραχυχρόνιο χρονικό διάστημα.

1.2) Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, οι οποίες αποτελούν μέρος ενός χαρτοφυλακίου διακριτών χρηματοοικονομικών μέσων για τα οποία υπάρχουν αποδείξεις βραχυχρόνιας αποκόμισης κερδών.

1.3) Οι υποχρεώσεις από παράγωγα.

2) Κατά την αρχική τους αναγνώριση εντάσσονται από την ίδια την επιχείρηση σε αυτές οι οποίες αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω της ΚΑΧ, προκειμένου να αποφευχθεί μια ασυνέπεια κατά την αποτίμηση ή την αναγνώριση των χρηματοοικονομικών στοιχείων.

Όταν ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο του ενεργητικού ή μία χρηματοοικονομική υποχρέωση αναγνωρίζεται αρχικά, η επιχείρηση θα το αποτιμήσει στην εύλογη αξία του. Στην περίπτωση όμως που τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού ή οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις δεν αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους μέσω της ΚΑΧ, η εύλογη αξία κατά την αρχική αναγνώριση θα προσαυξηθεί κατά τα έξοδα τα οποία μπορούν άμεσα να αποδοθούν στην απόκτηση ή την έκδοση του χρηματοοικονομικού στοιχείου. Τα έξοδα αυτά είναι γνωστά και ως κόστη διεξαγωγής της συναλλαγής και είναι έξοδα τα οποία δεν θα είχαν συμβεί, εάν η επιχείρηση δεν είχε αποκτήσει, εκδώσει ή διαθέσει το χρηματοοικονομικό μέσο.

2.2 Χρηματοοικονομικά μέσα

Η χρήση των χρηματοοικονομικών μέσων για την πραγματοποίηση των επενδύσεων και για την αντιστάθμιση έχει γίνει ολοένα και περισσότερο πιο συχνό φαινόμενο. Η τάση αυτή σε συνδυασμό με τις συχνές διακυμάνσεις της τιμής της αγοράς των χρηματοοικονομικών μέσων ενισχύει την αυξανόμενη σημασία της σημαντικότητας της λογιστικής της εύλογης αξίας. Σύμφωνα με τους: Collins, Maydew και Weiss (1997), Lev και Zarowin (1999) καθώς και Francis και Schipper (1999) η εκτίμηση της σχετικότητας με την αξία (value relevance) των λογιστικών πληροφοριών αλλάζει όταν παρατηρούνται μεταβολές στο περιβάλλον.

Σύμφωνα με τους Lev και Zarowin (1999), όταν πραγματοποιούνται ουσιαστικές αλλαγές στο εξωτερικό περιβάλλον, οι επενδυτές αξιολογούν αμέσως τις πιθανές επιπτώσεις των αλλαγών αυτών σχετικά με την εταιρεία και την τιμή της μετοχής.

Επειδή υπάρχει ένα χρονικό διάστημα μεταξύ της πραγματοποίησης ενός γεγονότος και της δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων, οι οικονομικές καταστάσεις δεν μπορούν αμέσως να απεικονίσουν τα αποτελέσματα των εξωτερικών αλλαγών. Συνεπώς, η εκτίμηση της σχετικότητας της αξίας των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να μειωθεί.

Για να βελτιωθεί η διαφάνεια (transparency) και η σχετικότητα (relevance) των χρηματοοικονομικών μέσων, το IASB εξέδωσε το ΔΛΠ 39 το 1998. Σύμφωνα με το ΔΛΠ 39 «Χρηματοοικονομικά μέσα: Αναγνώριση και Αποτίμηση», όλα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις, συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων, θα πρέπει να αναγνωρίζονται στον ισολογισμό. Μετά την αρχική αναγνώριση (η οποία θα πρέπει να γίνεται στο κόστος) όλα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να αποτιμώνται στην εύλογη αξία. Σχετικά με τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, το πρότυπο αυτό ορίζει ότι οι υποχρεώσεις που διακρατώνται για εμπορική εκμετάλλευση καθώς και τα παράγωγα θα αποτιμώνται στην εύλογη αξία. Οι υπόλοιπες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις θα αποτιμώνται στο κόστος ή στο αποσβεσμένο κόστος (amortized cost). Οι μεταβολές στην εύλογη αξία θα καταχωρούνται στην ΚΑΧ ως κέρδος ή ζημία στην περίοδο κατά την οποία συμβαίνουν και οι μεταβολές στην εύλογη αξία των διαθέσιμων προς πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων θα αναγνωρίζονται είτε ως κέρδη/ζημίες στην ΚΑΧ είτε στα ίδια κεφάλαια. Το ΔΛΠ 39, επίσης, ορίζει ότι τα παράγωγα μέσα θεωρούνται ότι κατέχονται πάντα προς πώληση (held-for-trading), εκτός και αν προσδιορίζονται ως μέσα αντιστάθμισης όπου σε αυτές τις περιπτώσεις ορίζονται ειδικοί κανόνες λογιστικής αποτίμησης.

Για τις επιχειρήσεις για τις οποίες τα χρηματοοικονομικά μέσα είναι σημαντικά, η σχετικότητα με την αξία έχει αμφισβητηθεί δεδομένου μιας αποσπασματικής πολιτικής γνωστοποίησης που αγνοεί δυνητικά το συμψηφισμό της παρακράτησης κερδών από μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (Blanchet, 1991). Τα στοιχεία που παρέχονται σχετικά με τα θέματα αυτά βοηθούν στο να εξηγήσουν την ¨cross-sectional variation¨ που παρατηρείται στις τιμές αγοράς των μετοχών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ο σχεδιασμός της έρευνας καθοδηγείται από το μοντέλο αποτίμησης εταιρειών που αναπτύχθηκε από τους Feltham και Ohlson (1995), με παλινδρομήσεις των τιμών των μετοχών στις αναγνωρισμένες λογιστικές αξίες των χρηματοοικονομικών και των μη χρηματοοικονομικών μέσων, ¨proxies¨ για υπερβάλλοντα κέρδη επί των καθαρών μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών

στοιχείων και τα καθαρά σωρευμένα μη αναγνωρισμένα κέρδη που διακρατώνται από τα χρηματοοικονομικά μέσα που λειτουργούν ως κύριο εμπειρικό μοντέλο. Στο μοντέλο αυτό, οι συγγραφείς αντιπροσωπεύουν γραμμικά την αξία μιας επιχείρησης όσον αφορά τις τρέχουσες και μελλοντικές λογιστικές αξίες και τα κέρδη. Επειδή τα χρηματοοικονομικά μέσα υποτίθεται ότι έχουν μηδενική καθαρή παρούσα αξία επενδύσεων (net present value investments), τα σωρευμένα κέρδη των χρηματοοικονομικών μέσων αποτελούν αναπόσπαστο μέρος στο μοντέλο, δείχνοντας την αδυναμία των υπαρχόντων κανόνων λογιστικής αναγνώρισης στο να αντικατοπτρίσουν την εύλογη αξία. Άμεση αλγεβρική πράξη χωρίζει τις εύλογες αξίες των χρηματοοικονομικών μέσων από τα μη χρηματοοικονομικά μέσα όπως φαίνεται από την εξίσωση παρακάτω σε μορφή παλινδρόμησης OLS (μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων):

$$V_t = \gamma_o + \gamma_1 bv_t^{nfi} + \gamma_2 bv_t^{fi} + \gamma_3\left(fv_t^{fi} - bv_t^{fi}\right) + \sum_{T=1}^{\infty} \gamma_{t+3} E_t\left[x_{T+t}^{nfi} - r\left(bv_{T+t-1}^{nfi}\right)\right] + \varepsilon_t$$

Όπου: bv = λογιστική αξία, fv = εύλογη αξία , nfi = μη χρηματοοικονομικά μέσα, fi = χρηματοοικονομικά μέσα, r = προεξοφλητικό επιτόκιο, Ε = προσδοκίες

Τα καθαρά σωρευμένα μη αναγνωρισμένα κέρδη (δηλ. οι διαφορές μεταξύ των αποκαλυπτόμενων εύλογων αξιών και των αναγνωρισμένων λογιστικών αξιών) εκτιμώνται για τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τα παράγωγα μέσα επειδή οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να γνωστοποιούν τις εύλογες αξίες σε κάθε μία από αυτές τις ευρείες ταξινομήσεις. Οι εύλογες αξίες των χρηματοοικονομικών μέσων θα πρέπει να πληρούν ένα ελάχιστο όριο της σχετικότητας και της αξιοπιστίας τόσο των αναγνωρισμένων χρηματοοικονομικών μέσων που αποτιμώνται κάτω από άλλες βάσεις όσο και των μη αναγνωρισμένων παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων. Για όλες τις επιχειρήσεις, τα οφέλη της χρήσης της γνωστοποίησης δικαιολογούν τα κόστη που περιέχονται.

2.3 Λογιστική της εύλογης αξίας

Η εύλογη αξία (fair value) γενικά είναι ένας τρόπος μέτρησης των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού που εμφανίζονται στον ισολογισμό μίας εταιρείας.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards IFRS-ΔΠΧΠ), η εύλογη αξία ορίζεται ως το ποσό με το οποίο ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαχθεί ή μία υποχρέωση να διακανονιστεί μεταξύ πρόθυμων μερών, τα οποία έχουν πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς, σε μια συναλλαγή με καθαρά εμπορικό σκοπό.

Κατά τον προσδιορισμό τη εύλογης αξίας, τα ΔΠΧΠ κάνουν διακρίσεις μεταξύ των εισροών(inputs): Οι εισηγμένες τιμές σε ενεργές αγορές θα πρέπει να χρησιμοποιούνται ως εύλογη αξία όταν είναι διαθέσιμες. Όταν αυτές οι τιμές δεν είναι διαθέσιμες, η οικονομική οντότητα θα πρέπει να χρησιμοποιεί τέτοιες τεχνικές αποτίμησης καθώς και όλες τις σχετικές πληροφορίες της αγοράς που είναι διαθέσιμες ούτως ώστε οι τεχνικές αυτές αποτίμησης να μεγιστοποιούν τη χρήση των παρατηρήσιμων εισροών (inputs)(ΔΛΠ 39). Έχει σημειωθεί ότι μια οντότητα μπορεί να έχει κάνει σημαντικές προσαρμογές σε μια παρατηρήσιμη τιμή, προκειμένου να υπολογιστεί η τιμή στην οποία μια εύρυθμη συναλλαγή θα πραγματοποιηθεί.

Οι εύλογες αξίες, σύμφωνα με τα ΔΛΠ, χρησιμοποιούνται πιο συχνά για τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις. Αλλά ακόμα και για τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, υπάρχει ένα μικτό μοντέλο χαρακτηριστικών με ένα πλήθος κανόνων που ορίζει ότι ορισμένα στοιχεία θα αποτιμώνται στην εύλογη αξία και κάποια άλλα θα αποτιμώνται στο ιστορικό κόστος. Επιπλέον, τα μη πραγματοποιημένα κέρδη και ζημίες των στοιχείων που αποτιμώνται στην εύλογη αξία είτε μπορούν είτε όχι να επηρεάσουν το καθαρό εισόδημα (net income) ανάλογα με την ταξινόμησή τους. Για παράδειγμα το FASB 115, το οποίο έχει εφαρμοστεί από το 1994, προϋποθέτει ότι τόσο τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα (trading securities) όσο και τα χρεόγραφα που είναι διαθέσιμα προς πώληση (available for sale securities) αποτιμώνται στον ισολογισμό στην εύλογη αξία. Στην ΚΑΧ όμως εμφανίζονται τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημίες, δηλαδή οι μεταβολές σε αυτές τις αξίες αναγνωρίζονται μόνο για τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα. Σε αντίθεση, τα χρηματοοικονομικά μέσα που διακρατώνται μέχρι τη λήξη αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος αλλά οι εύλογες αξίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στον καθορισμό των απομειώσεων αυτών των στοιχείων. Επιπλέον, οι εύλογες αξίες χρησιμοποιούνται για τις γνωστοποιήσεις στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων.

Οι υποστηρικτές της λογιστικής της εύλογης αξίας ισχυρίζονται ότι οι εύλογες αξίες για τα περιουσιακά στοιχεία ή τις υποχρεώσεις αντικατοπτρίζουν τις τρέχουσες

συνθήκες της αγοράς και ως εκ τούτου παρέχουν έγκαιρη πληροφόρηση αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια και ενθαρρύνοντας ταχείες διορθωτικές πράξεις. Ελάχιστοι είναι αυτοί οι οποίοι αμφισβητούν ότι η διαφάνεια δεν είναι σημαντική. Ωστόσο, η διαμάχη έγκειται στο εάν η λογιστική της εύλογης αξίας είναι πράγματι χρήσιμη για την παροχή της διαφάνειας και στο αν οδηγεί τις εταιρείες σε ανεπιθύμητες πράξεις. Από την άλλη πλευρά, οι αντίπαλοι αυτής της λογιστικής υποστηρίζουν τα εξής: *1)* ότι η εύλογη αξία δεν είναι σχετική και ενδεχομένως να είναι παραπλανητική για τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται για μεγάλο χρονικό διάστημα και ιδιαίτερα μέχρι τη λήξη, *2)* ότι οι τιμές θα μπορούσαν να διαστρεβλωθούν από τις ανεπάρκειες της αγοράς, τον παραλογισμό των επενδυτών ή τα προβλήματα ρευστότητας, *3)* ότι οι εύλογες αξίες βασίζονται σε μοντέλα που δεν είναι αξιόπιστα και *4)* ότι η λογιστική της εύλογης αξίας συμβάλλει στην υπερκυκλικότητα (procyclicality) του οικονομικού συστήματος.

Με τη θέσπιση των Λογιστικών Προτύπων της εύλογης αξίας, η εκτίμηση της σχετικότητας της λογιστικής της εύλογης αξίας έχει μελετηθεί από πολλούς ερευνητές, οι οποίοι επικεντρώθηκαν κυρίως στην οικονομική βιομηχανία. Οι Barth et al. (1996) ανέλυσαν την εκτίμηση της σχετικότητας της εύλογης αξίας και έδειξαν ότι η εύλογη αξία έχει υψηλότερη επεξηγηματική ισχύ σε σχέση με τη λογιστική αξία (book value) για τα χρεόγραφα, τα δάνεια και το μακροπρόθεσμο χρέος (long-term debt).

Οι Khurana και Kim (2003) μελέτησαν αν η εύλογη αξία είναι πιο κατατοπιστική από εκείνη του ιστορικού κόστους και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ ιστορικού κόστους των χρηματοοικονομικών μέσων και αξίας των ιδίων κεφαλαίων δεν διαφέρει από τη σχέση μεταξύ της εύλογης αξίας των χρηματοοικονομικών μέσων και της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό που βρήκαν όμως και έχει σημασία είναι ότι η εύλογη αξία των διαθέσιμων προς πώληση χρεογράφων εξηγεί την αξία των ιδίων κεφαλαίων με μεγαλύτερη ακρίβεια από ότι το ιστορικό κόστος.

Η αυξημένη χρήση της εύλογης αξίας στις οικονομικές καταστάσεις έχει δημιουργήσει πολλές και αξιοσημείωτες συζητήσεις (Watts 2006; AAA Financial Standards Committee 2007; Benston 2008). Αν και υπήρξε εκτεταμένη συζήτηση σχετικά με τη σχετικότητα και την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που αποτιμώνται στην εύλογη αξία, η εφαρμογή της λογιστικής της εύλογης αξίας για τις υποχρεώσεις έχει δημιουργήσει μία συγκεκριμένη ανησυχία (FEI 2004; Reilly 2007q, 2007b; Barth et al. 2008).

Όταν οι υποχρεώσεις αποτιμώντα στην εύλογη αξία, οι μεταβολές στην εύλογη αξία αναγνωρίζονται ως κέρδη ή ζημίες στην ΚΑΧ. Η κύρια αντίρρηση σε αυτή τη λογιστική είναι ότι τα αναγνωρισμένα κέρδη και ζημίες της εύλογης αξίας που προκύπτουν από μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου σε μία εταιρεία είναι αντίθετα με τον τρόπο με τον οποίο συνήθως τα κέρδη και οι ζημίες εμφανίζονται (Lipe 2002; FASB 2006). Συγκεκριμένα, η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας (μία ¨κακή είδηση¨ σαν οικονομικό γεγονός) οδηγεί σε κέρδος στην εύλογη αξία (ένα αποτέλεσμα που λογιστικά θεωρείται ως ¨καλό γεγονός¨). Αντιστρόφως, μία μείωση του πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας (ένα ¨καλό νέο¨ ως οικονομικό γεγονός) αυξάνει τη ζημία (ένα αποτέλεσμα που ερμηνεύεται γενικά ως ¨κακό νέο¨). Ως εκ τούτου, η λογιστική της εύλογης αξίας για τις υποχρεώσεις οδηγεί σε θετικά (αρνητικά) αποτελέσματα στην ΚΑΧ όταν οι υποκείμενες οικονομικές εξελίξεις είναι αρνητικές (θετικές) (Lipe, 2002). Η πιθανότητα για «σύγχυση» στη χρήση των οικονομικών καταστάσεων βασίζεται σε προηγούμενη ακαδημαϊκή έρευνα, η οποία δείχνει τη θέση των πληροφοριών των οικονομικών καταστάσεων (π.χ ΚΑΧ έναντι ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό) και ειδικότερα η επισήμανση ενός στοιχείου ως εισόδημα παρέχει ενδείξεις στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων και συνεπώς επηρεάζει τις αποφάσεις τους (Maines και McDanie, 2000; Hirst και Hopkins, 1998). Λαμβάνοντας υπόψη τις ενδείξεις που προβλέπονται από την αναγνώριση στην ΚΑΧ και την πληροφόρηση του ¨κέρδους¨ ή της ¨ζημίας¨, εκείνοι που διαβάζουν τις οικονομικές καταστάσεις είναι πιθανόν να ερμηνεύσουν τα κέρδη (ζημίες) της εύλογης αξίας ως θετικά (αρνητικά) και να τα συνδέσουν με μειώσεις (αυξήσεις) στον πιστωτικό κίνδυνο (Lipe, 2002; Hodder et al., 2001). Συμφωνώντας με αυτή την άποψη, υπάρχουν ομάδες επαγγελματιών που έχουν εκφράσει την ανησυχία ότι οι αντιφατικές επιπτώσεις στην ΚΑΧ θα προκαλέσουν σύγχυση ακόμα και σε επαγγελματίες χρήστες όσον αφορά την ερμηνεία των οικονομικών καταστάσεων (π.χ Gerson Lehman Group 2007).

Οι Hodder et al. (2001) και Dietrich et al. (2001) υποστηρίζουν ότι περισσότερο λεπτομερείς πληροφορίες εξηγούν τη σχέση μεταξύ ενός οικονομικού γεγονότος και ενός λογιστικού γεγονότος, δηλ. γνωστοποίησης σχετικά με τη μεταβολή του πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας προς τα αναγνωρισμένα κέρδη και ζημίες της εύλογης αξίας, μπορεί να είναι απαραίτητες για την ορθή ερμηνεία της ΚΑΧ όσον αφορά την αξιολόγηση του κινδύνου. Επιπλέον, ενώ οι παραπάνω προτείνουν πιθανά οφέλη από τις σχεσιακές γνωστοποιήσεις, προηγούμενη έρευνα αποδεικνύει ότι τα

άτομα τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε αρνητικές πληροφορίες από ότι σε θετικές (Siegrist και Cvetkovich, 2001). Βρίσκουν επίσης, ότι οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων είναι από τη φύση τους σκεπτικοί σχετικά με τη διαχείριση η οποία παρουσιάζει ¨καλά νέα¨ (Barton και Mercer, 2005).

Περαιτέρω, εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι περισσότερα στοιχεία απαιτούνται για να αναθεωρηθεί μια αρχική ¨κακή είδηση¨ σε ¨καλή είδηση¨ από ότι απαιτείται για τη μετατροπή μιας αρχικής ¨καλής είδησης¨ σε μία ¨κακή είδηση¨ (Rothbart και Park, 1986; Morowitz et al., 1998; Siegrist και Cvetkovich, 2001). Γενικά, η έρευνα αυτή δείχνει ότι οι σχεσιακές γνωστοποιήσεις θα έχουν διαφορετικά αποτελέσματα βασιζόμενες στο εάν μία εταιρεία έχει κέρδος όσον αφορά την εύλογη αξία (κάτι που αντιπροσωπεύει μια αύξηση του πιστωτικού κινδύνου) έναντι μιας ζημίας στην εύλογη αξία (που αντιπροσωπεύει μία μείωση του πιστωτικού κινδύνου).

Οι Gerbhardt et al. σε άρθρο τους αναφέρουν ότι η πλήρης αποδοχή της εύλογης αξίας για όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα αντικατοπτρίζει επαρκώς τη χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων (Gerbhardt et al., 2002). Στο παραπάνω συμπέρασμα έχουν καταλήξει και άλλοι ερευνητές οι οποίοι αναφέρουν ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας αποτυπώνει ορθότερα τα στοιχεία του ισολογισμού σε σύγκριση με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (Danbolt, 2008; Eccher A. et al., 1996).

Οι Barth et al. (2008) υποστηρίζουν ότι η αποτίμηση στην εύλογη αξία θα πρέπει να αντανακλά τις αλλαγές στην πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης και ότι η αποτίμηση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων είναι συνεπής με την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και αντανακλά καλύτερα μεταβολές στην πραγματική αγορά.

Σύμφωνα με δηλώσεις αρμόδιων οργάνων της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η επιμέτρηση όλων των χρηματοοικονομικών μέσων στην εύλογη αξία θα ελαχιστοποιήσει τη χειραγώγηση των αποτελεσμάτων όπως αυτή υφίσταται σήμερα με την εφαρμογή του μικτού μοντέλου αποτίμησης (Landsman, 2006).

Πολλοί αναλυτές στις μελέτες τους αναφέρουν ότι η πληροφόρηση για την εύλογη αξία επιτρέπει στους επενδυτές και τους λοιπούς χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να αξιολογήσουν τις συνέπειες των χρηματοοικονομικών και επενδυτικών στρατηγικών των επιχειρήσεων (Penman, 2008). Η αποτύπωση των στοιχείων του ισολογισμού στην εύλογη αξία επικεντρώνει την προσοχή των επενδυτών στην αξία των κεφαλαίων τους και στο πώς αυτή μεταβάλλεται στο

πλαίσιο της λειτουργίας της αγοράς. Έτσι, οι επενδυτές δίνουν βαρύτητα στον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων τους και στις ενέργειες που κάνουν (π.χ hedging) τα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων ώστε να διαφυλάξουν τα συμφέροντα των επενδυτών (Barlev B Haddad. I, 2003).

Η υιοθέτηση της αρχής της εύλογης αξίας παρέχει πιο αξιόπιστη πληροφόρηση από τη χρησιμοποίηση της μεθόδου του ιστορικού κόστους δεδομένου ότι αναφερόμαστε σε στοιχεία που βασίζονται και διαπραγματεύονται σε ενεργό αγορά και δεν μπορούν να επηρεαστούν από τους μάνατζερ. Υπό αυτή την έννοια οι οικονομικές καταστάσεις γίνονται πιο αξιόπιστες παρέχοντας την κατάλληλη πληροφόρηση στους επενδυτές. Στην πραγματικότητα όμως μπορεί να παρουσιαστούν αρκετά προβλήματα από τη χρησιμοποίηση της εύλογης αξίας όπως για παράδειγμα στην περίπτωση κατά την οποία δεν υπάρχει ενεργός αγορά. Στην περίπτωση αυτή η λογιστική της εύλογης αξίας δίνει τη δυνατότητα στους μάνατζερ να χειραγωγήσουν το αποτέλεσμα της αποτίμησης όταν η λογιστική «mark to model», η οποία επιλέγεται από τους μάνατζερ, χρησιμοποιείται για την προσομοίωση των τιμών της αγοράς. Η επιλογή αυτή, σε συνδυασμό με τις παραδοχές του μοντέλου και τις παραμέτρους που ορίζονται από τους ίδιους τους μάνατζερ, εκφράζουν τις εκτιμήσεις και τις επιδιώξεις της χρηματοοικονομικής διοίκησης επηρεάζοντας έτσι την αξιοπιστία της επιμέτρησης και παρουσίασης των οικονομικών μεγεθών (Ball.R., 2006; Enria A., 2004).

Στο παραπάνω συμπέρασμα καταλήγει και ο πρόεδρος της ένωσης τραπεζών της Μ.Βρετάνιας, ο οποίος σε άρθρο του αναφέρει ότι η χρήση της εύλογης αξίας στην περίπτωση της αποτίμησης χρηματοοικονομικών μέσων που δεν διαπραγματεύονται σε ενεργό αγορά μπορεί να οδηγήσει σε αποτελέσματα που διέπονται από υποκειμενικότητα (Chrisnall P., 2000).

Ο Simko (1999) εξετάζει τη σχέση μεταξύ των εύλογων αξιών των υποχρεώσεων και των τιμών των μετοχών των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Βρίσκει μια σημαντική συσχέτιση σε περιόδους όπου οι εύλογες αξίες των υποχρεώσεων είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις λογιστικές τους αξίες. Ωστόσο, κάθε χρόνο η επεξηγηματική ισχύς είναι σταθερά χαμηλότερη για βιομηχανίες των οποίων οι αποδόσεις εμφανίζουν χαμηλή συνδιακύμανση (covariation) με τις παρατηρούμενες μεταβολές των επιτοκίων. Όσον αφορά τη σχετικότητα με την αξία των χρηματοοικονομικών μέσων, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι εύλογες αξίες

περιορίζονται στην έλλειψη εκτίμησης των εύλογων αξιών των μη χρηματοοικονομικών μέσων (Simko,1999).

2.4 Παράγωγα μέσα (προϊόντα)

Παράγωγο (Derivative Instrument) είναι ένα χρηματοοικονομικό μέσο, το οποίο αντλεί την αξία του από την αξία κάποιου άλλου χρηματοοικονομικού μέσου (ή μεταβλητής). Από τη λογιστική πλευρά, ένα παράγωγο είναι ένα χρηματοοικονομικό μέσο που πληρεί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

1) Η αξία του μεταβάλλεται λόγω μεταβολής της τιμής ενός χρηματοοικονομικού μέσου, της τιμής ενός εμπορεύματος, της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενός δείκτη τιμών, ενός προκαθορισμένου επιτοκίου, της πιστοληπτικής διαβάθμισης ή άλλης μεταβλητής, η οποία αποτελεί και το υποκείμενο στοιχείο.
2) Δεν απαιτεί αρχική καθαρή επένδυση ή η αρχική καθαρή επένδυση είναι μικρότερη από αυτή η οποία θα απαιτείτο από άλλες συμβάσεις οι οποίες αναμένεται να έχουν ανάλογη αντίδραση στις μεταβολές των διαφόρων μεταβλητών της αγοράς.
3) Πρόκειται να διακανονιστεί σε μελλοντική ημερομηνία.

Τα παράγωγα έχουν δύο συνιστώσες:

1) την υποκείμενη μεταβλητή, η οποία καλείται και υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο ή απλώς ¨υποκείμενο¨ (όπου οι πληρωμές εξαρτώνται από τις μεταβολές της τιμής του) και

2) τη θεωρητική συνιστώσα, σαν ένα ορισμένο ποσό των στοιχείων του ενεργητικού ή του παθητικού, η αξία των οποίων προέρχεται από την υποκείμενη μεταβλητή.

Τα παράγωγα είναι συνήθως συμβάσεις για να αγοραστεί ή να πουληθεί το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο (asset) σε κάποια μελλοντική στιγμή, στην τιμή, την ποσότητα και τις άλλες προδιαγραφές που θα έχουν καθοριστεί σήμερα. Οι συμβάσεις αυτές μπορεί να είναι δεσμευτικές είτε και για τα δύο μέρη είτε για το ένα μόνο μέρος. Στην περίπτωση που οι συμβάσεις είναι δεσμευτικές για το ένα μόνο μέρος των αντισυμβαλλομένων, το άλλο μέρος επιφυλάσσεται για το αν θα ασκήσει το δικαίωμα ή όχι. Αν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο δεν είναι αντικείμενο

διαπραγμάτευσης, για παράδειγμα αν το υποκείμενο μέσο είναι δείκτης, τότε θα πρέπει να λάβει χώρα ένα είδος διακανονισμού σε μετρητά.

Τα παράγωγα διαπραγματεύονται τόσο σε οργανωμένες αγορές και χρηματιστήρια όσο και σε εξωχρηματιστηριακές αγορές [over the counter(OTC)]. Επειδή η αξία ενός παραγώγου εξαρτάται από την αξία του υποκείμενου μέσου, η ονομαστική αξία των παραγώγων δεν καταγράφεται στον ισολογισμό μίας εταιρείας, παρόλο που η εύλογη αξία τους καταγράφεται. Τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μειώσουν τον κίνδυνο της οικονομικής ζημίας που προκύπτει από μεταβολές στην αξία του υποκείμενου προϊόντος. Η δραστηριότητα αυτή είναι γνωστή ως αντιστάθμιση κινδύνου (hedging). Εναλλακτικά, τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να αυξήσουν το κέρδος που προκύπτει, αν η αξία του υποκείμενου μέσου κινείται προς την κατεύθυνση που αναμένεται, φέροντας έτσι επιπλέον κίνδυνο από κερδοσκοπίες (speculation). Παραδείγματα παραγώγων αποτελούν τα: προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που είναι γνωστά και ως ΣΜΕ (futures contracts), τα δικαιώματα προαίρεσης (options), οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) και πολλά άλλα [όπως είναι για παράδειγμα τα μετατρέψιμα ομόλογα (convertible bonds)].

Οι Ahmed et al. (2006) ερεύνησαν τη σχετικότητα των δημοσιευμένων παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων των τραπεζών που κρατούνται για σκοπούς διαχείρισης κινδύνου στην εύλογη αξία σε σχέση με τη δημοσιοποίηση των πληροφοριών στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η αναγνώριση (recognition) και η γνωστοποίηση (disclosure) δεν θα πρέπει να είναι υποατάστατα.

Σύμφωνα με τη θεωρητική διαπίστωση των Melumad et al. (1999) τα παράγωγα δημιουργούν νέους κινδύνους που δεν αναγνωρίζονται σύμφωνα με τη λογιστική ιστορικού κόστους καταλλήλως και που η αποτίμηση στην εύλογη αξία καθιστά τη χρήση των παραγώγων ως πιο διαφανής και συνεπώς ενθαρρύνεται η συνετή διαχείριση των κινδύνων. Άλλοι πάλι υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα παράγωγα κυρίως για να αντισταθμίσουν τον εγγενή επιχειρηματικό κίνδυνο (inherent business risk) και ότι η λογιστική της εύλογης αξίας μπορεί να προκαλέσει δυνητικά υψηλότερη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα στις οικονομικές καταστάσεις, κάτι το οποίο μπορεί να αποτρέψει τη νόμιμη χρήση των παραγώγων για σκοπούς αντιστάθμισης. Ερευνώντας το θέμα αυτό από την πλευρά αποτίμησης της κεφαλαιαγοράς ο Sapra (2002) καταλήγει σε ένα παρόμοιο

συμπέρασμα. Το μοντέλο του δείχνει ότι μια ακραία θέση στην αγορά παραγώγων σηματοδοτεί ευνοϊκές πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική spot τιμή, η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε μια υψηλότερη τιμή της κεφαλαιαγοράς (capital market). Τα ευρήματα της έρευνάς του υποδηλώνουν ότι η αύξηση της διαφάνειας μπορεί πραγματικά να επηρεάσει μια επιχείρηση στο να λάβει μια υπερβολικά κερδοσκοπική θέση.

Πρόσφατα στοιχεία έρευνας (Lins et al., 2007) δείχνουν ότι η διαχείριση κινδύνου για περισσότερες από το 40% των εταιρειών επηρεάστηκε από το ΔΛΠ 39. Οι Lins et al. (2007) διαπίστωσαν επίσης ότι η λογιστική μεταχείριση των παραγώγων είναι πιο πιθανό να επηρεάσει τις επιχειρήσεις που λαμβάνουν δραστικές θέσεις σε παράγωγα, τις επιχειρήσεις που καταγράφουν κέρδη που βασίζονται σε συμβάσεις και τις επιχειρήσεις που θεωρούν τη μείωση της μεταβλητότητας των κερδών να είναι σημαντική.

Ο Pete (2003) έκανε μία θεωρητική έρευνα όσον αφορά τη σχέση μεταξύ της αξίας της πραγματικής αγοράς (actual market value) των ιδίων κεφαλαίων και της εύλογης αξίας των παραγώγων και των πλεονεκτημάτων τους. Το σημαντικότερο αποτέλεσμα της έρευνάς του είναι ότι η εύλογη αξία των παραγώγων δεν είναι κατάλληλη για τις μη ενεργές αγορές (non active markets) και παρατίθενται εναλλακτικοί τρόποι αποτίμησης των χρηματοοικονομικών μέσων στις περιπτώσεις όπου η εύλογη αξία απουσιάζει σε ένα από τα χρηματοοικονομικά μέσα.

Η πιο ολοκληρωμένη μελέτη της χρήσης των παραγώγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχει γίνει από τους Bartram, Brown και Fehle (2004), οι οποίοι εξέτασαν 7.292 μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις από 48 χώρες χρησιμοποιώντας ετήσιες εκθέσεις που δημοσιεύτηκαν κατά την περίοδο 2000-2001 και βρήκαν ότι το 59,8% των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί παράγωγα. Τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα παράγωγα είναι τα παράγωγα ξένου συναλλάγματος (foreign exchange derivatives), τα οποία χρησιμοποιούνται από το 43,6% των επιχιερήσεων. Τα παράγωγα επιτοκίου (interest rate derivatives) χρησιμοποιούνται από το 32,5% των επιχειρήσεων και τα παράγωγα επί εμπορευμάτων(commodity derivatives) από το 10%. Τέλος, τα swaps και τα forwards χρησιμοποιούνται πιο συχνά από ότι τα options.

Η μελέτη των Brown και Fehle (2004) παρέχει επίσης, αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με το γιατί οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα παράγωγα. Οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν παράγωγα ξένου συναλλάγματος έχουν συναλλαγές σε ξένο νόμισμα

και οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν παράγωγα επιτοκίου έχουν υψηλότερη μόχλευση. Θεωρούν περαιτέρω ότι οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερη μόχλευση και χαμηλότερη ισορροπία του ισολογισμού (balance sheet liquidity) είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν παράγωγα για αντιστάθμιση, η οποία είναι συμβατή με στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερα κόστη οικονομικής δυσχέρειας είναι πιο πιθανό να προβούν σε αντιστάθμιση (παρόλα αυτά έχει διαπιστωθεί ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανόν να στραφούν προς την αντιστάθμιση, η οποία έρχεται σε αντίθεση με το οικονομικό κίνητρο για την αντιστάθμιση κινδύνου).

Σε μία έρευνα των Bodnar, Hayt, Marston και Smithson (1995), το 28% των επιχειρήσεων δήλωσε ότι η ελαχιστοποίηση της λογιστικής μεταβλητότητας στα κέρδη είναι το βασικό τους κίνητρο για τη χρήση των παραγώγων. Αν και σε θεωρητικές έρευνες έχει δοθεί μικρή προσοχή στο ρόλο των παραγώγων όσον αφορά την εξομάλυνση των κερδών, ωστόσο υπάρχουν εμπειρικά στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με ομαλότερη ροή του εισοδήματος αποτιμώνται περισσότερο (Barth, Elliott και Finn,1999). Υπάρχουν επίσης και στοιχεία που αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα παράγωγα για να μειώσουν την παρούσα αξία των φορολογικών τους υποχρεώσεων (Graham και Rogers, 2002).

Πρόσφατα έγγραφα έχουν διερευνήσει κατά πόσο η χρήση των παραγώγων αυξάνει την αξία μίας επιχείρησης. Το θέμα αυτό είναι δύσκολο δεδομένου ότι η χρήση των παραγώγων θα μπορούσε να αποτελέσει εμπόδιο (proxy) για τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως είναι μια «έξυπνη» (astute) διαχείριση, η οποία σχετίζεται με υψηλότερη αξία της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, οι: Allayannis και Weston (2001) καθώς και Bartram, Brown και Fehle (2004) χρησιμοποίησαν το q του Tobin (Tobin’s q) ως μέτρο αποτίμησης της επιχείρησης και απέδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν παράγωγα έχουν υψηλότερο Tobin’s q κατά τον έλεγχο για ένα ευρύ φάσμα των χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα αυτά θα πρέπει να αντιμετωπίζονται με προσοχή, αλλά σύμφωνα με τα έγγραφα αυτά, ο βαθμός στον οποίο η χρήση των παραγώγων από τις επιχειρήσεις αξίζει περισσότερο ποικίλει ανάλογα με τις προδιαγραφές, από το 4% έως το 12%.

2.5 Λογιστική αντιστάθμισης vs λογιστικής ¨mark to market¨

Μεγάλο μέρος των συζητήσεων αφορά το ποιοι λογιστικοί κανόνες θα πρέπει να εφαρμοσθούν από τις επιχειρήσεις σχετικά με τη λογιστική αντιστάθμισης (hedge accounting) και τη λογιστική mark to market (mark to market accounting) και ποια κριτήρια επιλεξιμότητας θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για τη λογιστική αντιστάθμισης. Σε γενικές γραμμές, η λογιστική αντιστάθμισης είναι η προτιμώμενη μέθοδος λογιστικής από την πλευρά των επιχειρήσεων. Αντίθετα, οι ρυθμιστικές αρχές έχουν προσπαθήσει μέχρι σήμερα να περιορίσουν τη χρήση της λογιστικής αντιστάθμισης καθορίζοντας συχνά αυστηρές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται.

2.5.1. Λογιστική mark to market

Σύμφωνα με τη λογιστική mark to market (mark to market accounting), η εύλογη αξία των παραγώγων καταγράφεται στον ισολογισμό ως ένα περιουσιακό στοιχείο ή μία υποχρέωση και οποιαδήποτε μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ή ζημίες που προκύπτουν καταγράφονται αμέσως στην ΚΑΧ, ανεξάρτητα από τη λογιστική μεταχείριση που παρέχει το στοιχείο (αν υπάρχει) που έχει αντισταθμιστεί. Στη λογιστική της αγοράς υπάρχουν τρία είδη λογιστικής αποτίμησης:

1) **Mark to market accounting,** όπου αναφέρεται σε ένα σύστημα σύμφωνα με το οποίο το κέρδος ή η ζημία σε οποιαδήποτε θέση παραγώγων αναγνωρίζεται αμέσως ενώ αυτό στο αντισταθμιζόμενο στοιχείο (αν υπάρχει) αναγνωρίζεται μόνο όταν πραγματοποιείται.
2) **Mark to market hedge accounting (λογιστική αντιστάθμισης mark to market),** όπου τα κέρδη και οι ζημίες τόσο σε κάθε υποκείμενη έκθεση όσο και στα παράγωγα αναγνωρίζονται αμέσως.
3) **Deferral hedge accounting (αναβολή της λογιστικής αντιστάθμισης),** όπου οποιοδήποτε κέρδος ή ζημία για την παράγωγο θέση αναβάλλεται έως ότου πραγματοποιηθεί στο βαθμό που αντισταθμίζεται από αντίστοιχη μη αναγνωρισμένη ζημία ή κέρδος σε μια υποκείμενη θέση. Στο βαθμό που δεν υπάρχει τέτοια αντιστάθμιση, το παράγωγο κέρδος ή η ζημία αναγνωρίζεται αμέσως.

2.5.2. Λογιστική αντιστάθμισης

Η λογιστική αντιστάθμισης (hedge accounting) αναγνωρίζει τις αντισταθμιστικές συνέπειες των μεταβολών στις εύλογες αξίες του μέσου αντιστάθμισης και του αντισταθμιζόμενου στοιχείου στα αποτελέσματα χρήσης. Το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 39 αναφέρει τις ακόλουθες τρεις σχέσεις αντιστάθμισης:

1) **Αντιστάθμιση Εύλογης Αξίας**, η οποία αναφέρεται σε αντιστάθμιση της έκθεσης σε μεταβολές της εύλογης αξίας ενός αναγνωρισμένου στοιχείου του ενεργητικού ή μίας υποχρέωσης ή μιας μη αναγνωρισμένης αμετάβλητης δέσμευσης ή ενός διακριτού τμήματος ενός στοιχείου του ενεργητικού, μιας υποχρέωσης ή μιας αμετάβλητης δέσμευσης και η οποία έκθεση μπορεί να αποδοθεί σε συγκεκριμένο κίνδυνο που μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα της χρήσης.
2) **Αντιστάθμιση Ταμειακών Ροών,** η οποία αναφέρεται σε αντιστάθμιση της έκθεσης σε διακύμανση των ταμειακών ροών και: ***α)*** αποδίδεται σε συγκεκριμένο κίνδυνο που σχετίζεται με ένα αναγνωρισμένο στοιχείο του ενεργητικού ή μια υποχρέωση ή μία πολύ πιθανή μελλοντική συναλλαγή και ***β)*** μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα της χρήσης.
3) **Αντιστάθμιση της καθαρής επένδυσης** σε μία επιχειρηματική δραστηριότητα στο εξωτερικό.

Μια επιχείρηση καταγράφει μεταβολές στην αξία ενός χρηματοοικονομικού μέσου κάθε περίοδο για το περιουσιακό στοιχείο και τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες στην ΚΑΧ, η οποία κλείνει στο τέλος της χρήσης ως ΚΣΑΧ. Έτσι, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες της αντιστάθμισης ταμειακών ροών στην ΚΣΑΧ σε κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία του ισολογισμού αντιπροσωπεύουν τα συσσωρευμένα κέρδη/ζημίες ολόκληρου του χαρτοφυλακίου της εταιρείας από αντισταθμίσεις ταμειακών ροών. Όταν η αντισταθμιζόμενη προβλεπόμενη συναλλαγή λαμβάνει χώρα και επηρεάζει την ΚΑΧ σε μελλοντικές περιόδους, οποιαδήποτε μη πραγματοποιημένα κέρδη ή ζημίες στην ΚΣΑΧ αναγνωρίζονται στη συνέχεια στην ΚΑΧ για να συμψηφιστούν οι μεταβολές στην τιμή του υποκείμενου αντισταθμιζόμενου στοιχείου. Οι Fischer, Taylor και Cheng (2009) παρέχουν μία ολοκληρωμένη συζήτηση και απεικόνιση της λογιστικής για αντιστάθμιση ταμειακών ροών.

Προηγούμενες μελέτες έχουν τεκμηριώσει ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν την αντιστάθμιση προκειμένου να μειώσουν την αστάθεια των ταμειακών ροών (Froot, Scharfstein και Stein, 1993; Geczy, Minton και Schrand, 1994; Tufano, 1996, Minton και Schrand, 1999; Guay, 1999). Ωστόσο, η αρθρογραφία είναι ¨σιωπηλή¨ ως προς το εάν οι γνωστοποιήσεις των παραγώγων παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά επίπεδα των ταμειακών ροών και τις χρηματιστηριακές αποδόσεις. Η αντιστάθμιση ταμειακών ροών είναι ιδανική για να εξετάσει αυτά τα ερωτήματα διότι σχετίζεται με τα μελλοντικά εμπορεύματα, το ξένο νόμισμα και τις επιτοκιακές συναλλαγές (interest rate transactions) της εταιρείας.

Σε μία έρευνα 350 εταιρειών που διεξήχθη τον Οκτώβριο του 1995 (Bodnar, Hayt και Marston, 1996) ¨αρμόδια για τη λογιστική αντιστάθμισης¨, βρέθηκε ότι το 30% των επιχειρήσεων χρησιμοποιούσαν παράγωγα ως ένα θέμα για το οποίο ο βαθμός ανησυχίας ήταν υψηλού ενδιαφέροντος και μόνο το 9% ανησυχούσε αρκετά πέρα από τις ανάγκες της γνωστοποίησης.

Οι Monster και Lucas (1996) σημείωσαν ότι: «Τα παράγωγα είναι ισχυρά και χρήσιμα εργαλεία διαχείρισης κινδύνων, καθώς και ότι η ανεπάρκεια των οικονομικών αναφορών μπορεί να αποθαρρύνει τη νόμιμη χρήση τους συμβάλλοντας έτσι σε μια ατμόσφαιρα αβεβαιότητας».

Η κατανόηση των πληροφοριών που απορρέουν από την αντιστάθμιση ταμειακών ροών είναι σημαντική για τις ρυθμιστικές αρχές, τους επενδυτές και τους ακαδημαϊκούς καθώς τα παράγωγα που συνήθως χαρακτηρίζονται ως αντισταθμίσεις ταμειακών ροών αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό τμήμα της οικονομικής δραστηριότητας. Οι αντισταθμίσεις ταμειακών ροών καταχωρούνται στην εύλογη αξία σε κάθε περίοδο, ενώ οι μελλοντικές αντισταθμιστικές συναλλαγές ούτε καταχωρούνται αλλά ούτε και κοινοποιούνται μέχρι να πραγματοποιηθούν (γνωστές ως μοντέλο «mixed attribute»). Σύμφωνα με τους Gigler, Kanodia και Venugopalan (2007): ¨εκπληκτικά μικρή έρευνα έχει γίνει για να αναλυθούν επισήμως οι επιπτώσεις της παροχής πληροφοριών σχετικά με την αγοραία αξία (market value) ενός μοντέλου ¨ mixed attribute¨. Είναι δύσκολο για τους επενδυτές να αξιολογήσουν τόσο το ποσοστό της μελλοντικής συναλλαγής που θα αντισταθμιστεί όσο και το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η αντισταθμιστική θέση θα παρέχει προστασία. Οι δυσκολίες αυτές καθιστούν ασαφές το γεγονός του πώς οι ξένοι θα μπορέσουν να ερμηνεύσουν τυχόν αναφερόμενα κέρδη/ζημίες (cash flow hedges) όσον αφορά τα

παράγωγα στην εκτίμηση της οικονομικής βιωσιμότητας της εταιρείας (Gigler et al., 2007).

Προηγούμενη βιβλιογραφία εστιάζει στην ικανότητα των παραγώγων να μειώσουν τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών (Minton και Schrand, 1999; Guay, 1999) και στην ικανότητα των φορέων της αγοράς να παρακρατούν τη μειωμένη αυτή αστάθεια στην αξία της επιχείρησης (Schrand, 1997; Wong, 2001). Ως αποτέλεσμα, οι προηγούμενες μελέτες εξετάζουν ταυτόχρονες χρονικές περιόδους.

Ο Robert (2001) σε μία έρευνά του για το πώς να αντισταθμιστεί ο πιστωτικός κίνδυνος σύμφωνα με τα εθνικά και τα διεθνή πρότυπα, έδειξε πως η προσαρμογή των χρηματοοικονομικών μέσων στην εύλογη αξία οδηγεί σε μεγαλύτερη «σύγχυση» το χρήστη όταν συγκρίνεται με την προσαρμογή του ιστορικού κόστους.

Αν οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν παράγωγα για την αντιστάθμιση, η μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών αποδόσεων και η έκθεση των χρηματιστηριακών αποδόσεων στους κινδύνους της αγοράς θα πρέπει να μειωθούν αφού αρχίσουν να χρησιμοποιούν τα παράγωγα. Στη χρηματοοικονομική, η έκθεση ή η ευαισθησία μίας μετοχής στον κίνδυνο της αγοράς συνήθως μετράται ως ο συντελεστής παλινδρόμησης για το ρυθμό μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε μια παλινδρόμηση απόδοσης της μετοχής για την απόδοση του χρηματιστηρίου (stock market) και του ρυθμού μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο Guay (1999) έδειξε ότι όταν οι επιχειρήσεις αρχίσουν να χρησιμοποιούν παράγωγα, η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής τους απόδοσης πέφτει κατά 5%, το επιτόκιο πέφτει κατά 22% και η έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο πέφτει κατά 11%. Οι επιχειρήσεις κάνουν χρήση των παραγώγων για την αντιστάθμιση κινδύνου παρόλο που αν οι επιχειρήσεις αντισταθμίζονταν συστηματικά θα χρησιμοποιούσαν τα παράγωγα πολύ περισσότερο (Guay και Kothari, 2003).

2.6 Convertible debt (Μετατρέψιμες ομολογίες-χρέος)

Η έρευνα για τη λογιστική κατάταξη του μετατρέψιμου χρέους (convertible debt) περιλαμβάνει μελέτες όπως αυτή των Kimmel και Warfield (1995), που υποδηλώνει ότι η κατάταξη των μετατρέψιμων όλων ως χρέος ή όλων ως ίδια κεφάλαια δε συνάδει με την αντίληψη της αγοράς για τα στοιχεία του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων. Ο Munro (1995) καθορίζει ότι οι επενδυτές αποτιμούν τα ίδια κεφάλαια

των μετατρέψιμων διαφορετικά από ότι το χρέος. Πρόσφατες μελέτες έχουν εξετάσει τη σχετικότητα και την αξιοπιστία της χρήσης αποτίμησης των δικαιωμάτων προαίρεσης για τον προσδιορισμό του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων για σκοπούς αναφοράς (Barth και Clinch, 1998) σε σύγκριση με την αντίληψη της αγοράς των μετατρέψιμων και του άμεσου χρέους που εκδόθηκε από τις ίδιες τις επιχειρήσεις (Schneider, McCarthy και Wetheim, 1999).

Η έρευνα για τη σχετικότητα με την αξία έχει συγκριθεί με τη σχετικότητα της αναγνώρισης έναντι της γνωστοποίησης. Οι Bishop, Bradbury και van Zijl (2004) θεωρούν ότι η είσοδος του ΔΛΠ 32 «Χρηματοοικονομικά Μέσα: Γνωστοποίηση και Παρουσίαση» έχει πιθανό αντίκτυπο στις οικονομικές καταστάσεις όσον αφορά το μετατρέψιμο χρέος. Θεωρούν ότι η επίδραση θα είναι να αυξηθεί σημαντικά η μόχλευση (όταν ισχύει το ceteris paribus). Αυτό οφείλεται κυρίως στην αναταξινόμηση των μετατρέψιμων που είχαν εμφανιστεί ως ¨άλλα κεφάλαια¨ (other capital funds) μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων. Ο Bishop (2005) βρίσκει ότι ο πιο καθοριστικός παράγοντας της αναταξινόμησης του μετατρέψιμου χρέους είναι οι όροι της μετατροπής.

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη σχετικότητα με την αξία έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών κριτικών είτε ως θέμα από μόνη της είτε ως μέρος της έρευνας της επανεξέτασης των κεφαλαιαγορών. Ο Kothari (2001) περιγράφει την ανάπτυξη και προτείνει μελλοντικές τάσεις για τις κεφαλαιαγορές συμπεριλαμβανομένης της έρευνας για τη σχετικότητα με την αξία. Επιπλέον, κριτικές παρέχονται από τους: Brown και Howieson (1998); Barth (2000); Holthausen και Watts (2001); Barth et al. (2001) και Beaver (2002).

Στη συζήτηση τους για την έρευνα των κεφαλαιαγορών, οι Brown και Howieson (1998) ζήτησαν στους ερευνητές των κεφαλαιαγορών να συμβάλλουν στη ρύθμιση του προτύπου. Επανεξέτασαν σύντομα την έρευνα των κεφαλαιαγορών σε συνολικό επίπεδο, την εναρμόνιση των λογιστικών προτύπων, την έρευνα και ανάπτυξη, την υπεραξία και τη λογιστική των ιδίων κεφαλαίων. Για κάθε ένα από αυτά τα θέματα προτείνουν περαιτέρω έρευνα που μπορεί να βοηθήσει στον καθορισμό των λογιστικών προτύπων.

Η Barth (2000) συνεχίζει αυτό το θέμα με μια κριτική αποτίμησης που βασίζεται στη λογιστική έρευνα. Συζητά τη βάση του μοντέλου που συνδέει τη λογιστική αποτίμησης με την αγοραία αξία και προτείνει ότι το μοντέλο του Ohlson (1995) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να καθοριστεί αν ένα λογιστικό ποσό είναι value

relevant (δηλ. αν το ποσό βελτιώνει τη δύναμη μιας παλινδρόμησης να ερμηνεύσει την αξία μιας επιχείρησης). Τα ζητήματα που εξετάζονται από τη Barth (2000) είναι: η λογιστική της εύλογης αξίας, οι ταμειακές ροές έναντι των δεδουλευμένων (accruals), η αναγνώριση έναντι της γνωστοποίησης και η διεθνής εναρμόνιση λογιστικών προτύπων. Τέλος, τεκμηριώνει ότι έχει πραγματοποιηθεί σημαντική δουλειά σε κάθε έναν από τους τομείς αυτούς αλλά επισημαίνει ότι πρέπει να γίνουν πολλά ακόμα.

Οι Holthausen και Watts (2001) εκφράζουν ορισμένες επιφυλάξεις σχετικά με τη χρήση της σχετικότητας με την αξία. Συγκεκριμένα, προτείνουν ότι οι χρήστες είναι μία πολύ ευρύτερη ομάδα από ότι είναι οι συμμετέχοντες στην αγορά. Ισχυρίζονται ότι ένα ποσό είναι value relevant αν πληρεί τους στόχους των προτύπων σε σχέση με τη σχετικότητα και την αξιοπιστία. Οι στόχοι αυτοί δεν προσδιορίζονται επαρκώς για να δικαιολογήσουν τον ισχυρισμό.

Ο Beaver (2002) σημειώνει ότι η έρευνα για τη σχετικότητα με την αξία διαφέρει από την έρευνα των άλλων κεφαλαιαγορών που βασίζονται στη λογιστική σε ό,τι απαιτεί σε βάθος τη γνώση των λογιστικών πληροφοριών και ότι η επικαιρότητα των λογιστικών πληροφοριών δεν είναι ένα απλό ζήτημα. Ο Beaver (2002) προτείνει ότι η παροχή της έρευνας που είναι δυνητικά χρήσιμη για τους χρήστες των προτύπων αποτελεί σημαντικό στόχο για τη λογιστική έρευνα. Θεωρεί, επίσης, ότι υπάρχουν και άλλοι τρόποι με τους οποίους η σχετικότητα με την αξία μπορεί να σχετίζεται με τη λογιστική πρακτική. Ειδικότερα, η οικονομική βιβλιογραφία προσδιορίζει την επίδραση των συμβάσεων που συνάπτουν οι επιχειρήσεις σχετικά με τις επιλογές που έγιναν από τους διαχειριστές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Εμπειρική διερεύνηση

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία μελέτη των μεγεθών που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών των μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών. Για το σκοπό αυτό, υπολογίζονται μεγέθη όπως είναι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση, τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία. Μέσω των αναλύσεων συγκεκριμένων παλινδρομήσεων εκτιμώνται οι επιδράσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στις αποδόσεις των μετοχών. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες των κλάδων Τροφίμων-Ποτών και Βιομηχανικών Προϊόντων & Υπηρεσιών και η περίοδος που μελετάται αφορά τα έτη 2005 έως 2012.

Έρευνες έχουν αποδείξει ότι η κατανομή των αποδόσεων των στοιχείων του ενεργητικού δεν είναι σταθερή αλλά μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου. Σε αυτή την περίπτωση, οι επενδυτές επιθυμούν να συλλέξουν πληροφορίες σχετικά με την υπό όρους από κοινού διανομή των αποδόσεων των στοιχείων του ενεργητικού προκειμένου να τις αξιολογήσουν και να εφαρμόσουν κατάλληλες στρατηγικές για την επανεξισορρόπηση ενός καλού χαρτοφυλακίου. Αν για παράδειγμα οι αποδόσεις από δύο διαφορετικά στοιχεία του ενεργητικού τείνουν να συσχετίζονται αρνητικά σε ορισμένες περιπτώσεις αλλά σε άλλες περιπτώσεις υπάρχει έντονη θετική συσχέτιση, τότε αυτό έχει καθοριστικές επιπτώσεις στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Οι Hartmann et al.(2004) και Piplack και Straetmans (2009) παρέχουν αποδείξεις ότι οι σχέσεις μεταξύ των αποδόσεων των διάφορων περιουσιακών στοιχείων αλλάζουν κατά τη διάρκεια περιόδων ακραίων συνθηκών της αγοράς. Ως εκ τούτου είναι σημαντικό για τους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων να είναι σε θέση να προσδιορίζουν τις συνθήκες υπό τις οποίες μπορεί να υπάρξει μία αλλαγή στις σχέσεις μεταξύ των αποδόσεων των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων.

Σύμφωνα με τους Gardolin και Timmermann(2006) το πολυμεταβλητό μοντέλο Markov Switching Intercept Autoregressive Heteroscedasticity (MSIAH-Εναλλαγή τομής αυτοπαλίνδρομης ετεροσκεδαστικότητας) είναι ένα μοντέλο αρκετά ευέλικτο ώστε να συμπεριλάβει διαφορετικούς μέσους (δηλ. μέσες τιμές), αυτοπαλίνδρομους συντελεστές και μήτρες (matrices) διακύμανσης-συνδιακύμανσης σε διάφορες καταστάσεις ή καθεστώτα με την πάροδο του χρόνου. Επίσης, έχει διαπιστωθεί ότι

κατά τη διάρκεια «ήρεμων οικονομικών συνθηκών» (tranquil regime) παρατηρείται χαμηλή μεταβλητότητα (όσον αφορά τα περιουσιακά στοιχεία) και σημαντικές θετικές αποδόσεις των μετοχών. Ενώ αντίθετα σε περιόδους οικονομικών κρίσεων τα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από αυξημένη μεταβλητότητα και οι μετοχές από έντονες αρνητικές αποδόσεις.

3.1. Επιλογή δείγματος και συλλογή δεδομένων

Στην παρούσα εργασία, στόχος είναι να μελετηθεί εμπειρικά η επίδραση των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού στις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών. Η πηγή άντλησης στοιχείων για τον υπολογισμό των απαραίτητων για τις παλινδρομήσεις μεταβλητών είναι η βάση δεδομένων Datastream/Worldscope. Τα δεδομένα επεξεργάστηκαν κάνοντας χρήση του στατιστικού προγράμματος Stata.

Η έρευνα αφορά τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες των κλάδων Τροφίμων-Ποτών και Βιομηχανικών Προϊόντων & Υπηρεσιών και εξετάζει τις χρονικές περιόδους 2005 έως 2012 προκειμένου να υπάρχει ομοιογενές λογιστικό περιβάλλον σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) για όλες τις χρήσεις.

Αξίζει να σημειωθεί πως για τον υπολογισμό των απαραίτητων μεταβλητών κάθε έτους, όπως είναι για παράδειγμα η μεταβολή των καθαρών κερδών ανά μετοχή από έτος σε έτος (ΔEPS), απαιτούνται και στοιχεία του αμέσως προηγούμενου έτους.

Το δείγμα των εταιρειών των κλάδων που χρησιμοποιήθηκε και που συλλέχθηκε αφορά 58 εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, όπως αναλύεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 1: Κατανομή δείγματος ανά κλάδο και κατηγορία

ΚΛΑΔΟΣ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΠΛΗΘΟΣ	%
ΤΡΟΦΙΜΑ - ΠΟΤΑ	Απόσταξη & Οινοπαραγωγή	2	3,45%
	Αναψυκτικά	1	1,72%
	Γεωργία &Αλιεία	5	8,62%
	Τρόφιμα	15	25,86%

ΚΛΑΔΟΣ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΠΛΗΘΟΣ	%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	Βιομηχανικά μέταλλα & Εξόρυξη (Industrials Metal&Mining)	14	24,14%
	Βιομηχανική Μεταφορά (Industrial Transportation)	4	6.9%
	Βιομηχανική Μηχανική (Industrial Engineering)	9	15,52%
	Γενικά Βιομηχανικά (General Industrials)	8	13,79%
ΣΥΝΟΛΟ :		**58**	**100,00%**

3.2. Υπολογισμός των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν

Στην τρέχουσα εργασία, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση των αποτελεσμάτων είναι οι εξής: Κέρδη ανά μετοχή (EPS), Λογιστική αξία ανά μετοχή (BV), Αγοραία αξία μετοχής (MV), Χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού και Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) καθώς και από τα χρεόγραφα (Ίδια Κεφάλαια). Λόγω όμως του ότι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού δεν ήταν διαθέσιμα στη βάση δεδομένων Datastream/Worldscope, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού (Financial Assets long term) υπολογίστηκαν ως το άθροισμα των χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση και των επενδύσεων σε ακίνητα[1]. Όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (Financial Assets short term), αυτά υπολογίστηκαν ως το άθροισμα των

[1] Για τον υπολογισμό των χρηματοοικονομικών στοιχείων του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού αξίζει να σημειωθεί πως εξαιρέθηκαν οι εταιρείες που εμφάνιζαν για κάποιο έτος μεγάλα ποσά ως επενδύσεις σε ακίνητα το έτος εκείνο.

χρηματοοικονομικών στοιχείων σε εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων και των ταμειακών διαθεσίμων και ισοδύναμων αυτών[2].

3.2.1. Μεθοδολογία

Σύμφωνα με το μοντέλο των Feltham και Ohlson (Feltham G. & Ohlson J., 1995), το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως σε επιστημονικές έρευνες στον τομέα της Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, εξετάζεται η συνάφεια μεταξύ της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και της τιμής της μετοχής ή των κερδών. Ως συνάφεια ορίζεται η στατιστική συσχέτιση μεταξύ των παραπάνω μεγεθών, η οποία ουσιαστικά μετράει την ικανότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και το βαθμό στον οποίο επηρεάζει τις τιμές των μετοχών(Francis J. Schipper K,1999).

Για την εφαρμογή του παραπάνω μοντέλου χρησιμοποιούμε μεγέθη της Καθαρής Θέσης και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων, στα οποία αποτυπώνονται οι διαφορές και τα αποτελέσματα αποτίμησης των χρηματοοικονομικών μέσων. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, για τα έτη 2005 έως 2012, είναι τα καθαρά αποτελέσματα (κέρδη/ζημιές) προ φόρων και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων, διαιρούμενα με τον αριθμό των μετοχών. Τέλος, οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών υπολογίζονται ως το άθροισμα των 66 παρατηρήσεων (αποδόσεων) από την πρώτη ημέρα του Απριλίου κάθε έτους έως και την πρώτη ημέρα του Ιουλίου (δηλαδή οι αποδόσεις είναι τριμηνιαίες).

Ως βασική υπόθεση θεωρούμε ότι η αγορά είναι «αποτελεσματική». Σε μία αποτελεσματική αγορά οι τρέχουσες πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους. Επίσης, σύμφωνα με τους Feltham και Ohlson υποθέτουμε ότι υπάρχει γραμμική συσχέτιση μεταξύ του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων, των καθαρών αποτελεσμάτων (κέρδη/ζημιές) προ φόρων και της απόδοσης της μετοχής.

Για να εξετάσουμε αν πραγματικά οι λογιστικές πληροφορίες που παρέχουν οι γνωστοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων προσαρμόζονται στην απόδοση της μετοχής της κάθε εταιρείας, χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω συνάρτηση γραμμικής παλινδρόμησης:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

[2] Σημειώνεται ότι και σε αυτή την περίπτωση εξαιρέθηκαν οι εταιρείες που εμφάνιζαν πολύ μεγάλα ποσά ως ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών τη χρονιά που τα εμφάνιζαν προκειμένου να μην αλλοιωθεί το τελικό αποτέλεσμα του υπό εξέταση δείγματος.

όπου,

$\boldsymbol{R_{it}}$ = η απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{\beta_0}$ = η σταθερά της συνάρτησης της παλινδρόμησης

$\boldsymbol{\beta_1, \beta_2}$ = οι συντελεστές οι οποίοι ορίζουν τη γραμμική συσχέτιση της συνάρτησης

$\boldsymbol{EPS_{it}}$ = το σύνολο των καθαρών κερδών προ φόρων ανά μετοχή της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{BV_{it}}$ = η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{\varepsilon_{it}}$ = τα κατάλοιπα της γραμμικής παλινδρόμησης

i = η εκάστοτε εταιρεία κάθε φορά

t = ο χρόνος (το έτος)

Οι Claudine Madras Gartenberg και George Serafeim (2009) προσπάθησαν να προσκομίσουν στοιχεία σχετικά με το θέμα της υποχρεωτικής εφαρμογής της λογιστικής της εύλογης αξίας στην αποτίμηση των εταιρειών και στα αποτελέσματα που αυτή είχε στην αξία των μετοχών κατά τη διάρκεια της κρίσης. Προέβησαν σε μια συσχέτιση μεταξύ των διαθέσιμων δεδομένων της εύλογης αξίας και της επίδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς για τις χρηματοοικονομικές και βιομηχανικές εταιρείες κατά τη διάρκεια του τέταρτου τριμήνου του 2008 και κατέληξαν στο ότι η αποτίμηση σε εύλογη αξία σε περιόδους ύφεσης δε ζημιώνει τις εταιρείες. Βρήκαν ότι εταιρείες με υψηλότερα ποσοστά ενεργητικού αποτιμημένου στην εύλογη αξία έχουν υψηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις (ισχυρή θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ εύλογης αξίας και αποδόσεων των μετοχών) και ότι οι εταιρείες με περισσότερα περιουσιακά στοιχεία αποτιμημένα στην εύλογη αξία εμφανίζονται να αποδίδουν σχετικά καλύτερα κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου από ότι εταιρείες που χρησιμοποιούν κυρίως το ιστορικό κόστος, οι οποίες παρουσιάζουν πολύ χαμηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις. Καταλήγουν στο συμπέρασμα, ότι οι εκτιμήσεις της εύλογης αξίας όχι μόνο δεν ζημιώνουν τις εταιρείες κατά τη διάρκεια περιόδων που παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα, αλλά δυνητικά οδηγούν τους επενδυτές στο να ανταμείψουν αυτές τις εταιρείες με μια σημαντική προσαύξηση για την επιπλέον διαφάνεια.

Την ανησυχία τους σχετικά με την αξιοπιστία και τη σχετικότητα της εύλογης αξίας όταν υπάρχει απώλεια ρευστότητας στην αγορά εκφράζουν οι Peter Fiechter και Zoltan Novotny-Farkas, οι οποίοι διερευνούν κατά πόσο η σχετικότητα της τιμής της

εύλογης αξίας αλλάζει κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η λογιστική πληροφόρηση παρουσιάζει σχετικότητα ως προς την αξία όταν αντικατοπτρίζεται στην τιμή των μετοχών με τον προβλεπόμενο τρόπο. Γενικότερα, ισχυρίζονται ότι η εύλογη αξία παρουσιάζει σχετικότητα ως προς την τιμή. Ωστόσο, βρίσκουν ότι οι συντελεστές αποτίμησης ποικίλουν ανάλογα με τους θεσμικούς παράγοντες αλλά και ανάλογα με παράγοντες που επηρεάζουν ξεχωριστά κάθε δείγμα.

Για την εξέταση της επίδρασης των χρηματοοικονομικών μέσων του ενεργητικού στις αποδόσεις των μετοχών και την εξαγωγή των συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω πέντε παλινδρομήσεις:

1) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2 UnFVFA_{it} + \beta_3(BV_{it} - UNMKTB_{it}) + \beta_4 UNMKTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

2) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2 FA_{long\ term_{it}} + \boldsymbol{\varepsilon_{it}}$$

3) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2(BV_{it} - UNMKTB_{it}) + \varepsilon_{it}$$

4) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 MV/BV_{it} + \beta_4 FA_{long\ term_{it}} + \beta_5 FA_{short\ term_{it}} + \varepsilon_{it}$$

5) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 MV/BV_{it} + \beta_4 \Delta EPS_{it} + \beta_5 FA_{long\ term_{it}} + \beta_6 FA_{short\ term_{it}} + \varepsilon_{it}$$

όπου,

$\boldsymbol{R_{it}}$ = η απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{\beta_0}$ = η σταθερά της συνάρτησης της παλινδρόμησης

$\boldsymbol{\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6}$ = οι συντελεστές οι οποίοι ορίζουν τη γραμμική συσχέτιση της συνάρτησης

$\boldsymbol{EPS_{it} - UnFVFA_{it}}$ = πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{UnFVFA_{it}}$ = μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{BV_{it} - UNMKTB_{it}}$ = πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από τα χρεόγραφα (Ίδια Κεφάλαια) της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{UNMKTB_{it}}$ = μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από τα χρεόγραφα (Ίδια Κεφάλαια) της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{FA_{long\ term_{it}}}$ = χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{FA_{short\ term_{it}}}$= χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{\Delta EPS_{it}}$ = η μεταβολή των καθαρών κερδών ανά μετοχή της εταιρείας i από έτος σε έτος

$\boldsymbol{MV/BV_{it}}$ = ο λόγος της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία της μετοχής της εταιρείας i στο χρόνο t

$\boldsymbol{\varepsilon_{it}}$ = τα κατάλοιπα της γραμμικής παλινδρόμησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων

4.1. Περιγραφική στατιστική μεταβλητών

Σε αυτή την ενότητα θα γίνει μια μικρή αναφορά σχετικά με τις πληροφορίες και τις μεταβλητές από το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό των παλινδρομήσεων. Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 2) παρουσιάζονται κάποια περιγραφικά στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο συνολικά και των 8 ετών (από το 2005 έως το 2012) που εξετάζεται. Όλες οι μεταβλητές του Πίνακα 2 εκφράζονται σε εκατομμύρια ευρώ.

Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία δείγματος (σε εκατομμύρια ευρώ)

Στατιστικά στοιχεία	Rit	EPS	BV	ΔEPS	MV/BV	EPS - UnFVFA
Μέση τιμή	0,0476434	0,0365767	2,972644	-0,0376958	0,0058218	0,0811976
Πλήθος τιμών	449	430	430	424	401	380
Άθροισμα τιμών	21,3919	15,728	1278,237	-15,983	2,334539	30,85509
Μέγιστη τιμή	1,11369	2,214	21,633	2,967	0,2083269	14,02457
Ελάχιστη τιμή	-1,117962	-4,77	0,021	-6,076	1,62e-06	-4,79644
Εύρος τιμών	2,231651	6,984	21,612	9,043	0,2083253	18,82101
Τυπική απόκλιση	0,2795727	0,514895	2,689667	0,5522131	0,0191026	0,8825806
Διάμεσος	0,0003727	0,048	2,2365	-0,0155	0,0005746	0,045182

Στατιστικά στοιχεία	BV-UnMKTB	UnFVFA	UnMKTB	FA long term	FA short term
Μέση τιμή	2,854145	-0,0378117	0,0811404	0,4566668	1,399784
Πλήθος τιμών	403	397	417	415	411
Άθροισμα τιμών	1150,22	-15,01125	33,83556	189,5167	575,3113
Μέγιστη τιμή	21,633	0,2714797	20,88535	29,85892	56,63066
Ελάχιστη τιμή	-13,97635	-13,96157	-1,158062	0	0,0001037
Εύρος τιμών	35,60935	14,23305	22,04341	29,85892	56,63056
Τυπική απόκλιση	2,778504	0,7026644	1,059213	2,538711	5,329862
Διάμεσος	2,194	-0,0002827	0,001062	0,0005132	0,1767604

Παρατηρείται πως στο υπό εξέταση δείγμα η μέση τιμή των καθαρών κερδών προ φόρων ανά μετοχή (EPS) είναι περίπου 0,03658 και η διάμεσος είναι 0,048. Η μέγιστη τιμή των κερδών είναι 2,214 ενώ ταυτόχρονα υπάρχουν και αρκετές ζημιογόνες εταιρείες (κυρίως τα τελευταία χρόνια των υπό εξέταση ετών) όπου σε αυτές οφείλεται η εμφάνιση της ελάχιστης τιμής -4,77. Τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή έχουν ισχυρή συσχέτιση με τις τιμές των μετοχών και η τυπική απόκλιση που είναι ίση περίπου με 0,5149 δείχνει ότι οι τιμές της μεταβλητής «καθαρά κέρδη ανά μετοχή» δεν απέχουν σημαντικά από το μέσο όρο της.

Η μεταβολή των καθαρών κερδών ανά μετοχή από έτος σε έτος (ΔEPS) έχει αρνητική μέση τιμή (-0,0376958). Από το άθροισμα των παρατηρήσεων, που είναι και αυτό αρνητικό (-15,983), συμπεραίνουμε ότι η κερδοφορία των περισσότερων εταιρειών μειώνεται με το πέρας των ετών και σε κάποιες περιπτώσεις οι εταιρείες παύουν να είναι κερδοφόρες και γίνονται ζημιογόνες. Πιθανόν αυτή η μείωση της κερδοφορίας των εταιρειών να οφείλεται στην οικονομική κρίση.

Όσον αφορά τη μεταβλητή της λογιστικής αξίας των μετοχών (BV) παρατηρούμε ότι η μέση τιμή δε διαφέρει πολύ από τη διάμεσο καθώς οι τιμές είναι 2,972644 και 2,2365 αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει ότι για τη συγκεκριμένη μεταβλητή δεν υπάρχουν στο υπό εξέταση δείγμα πολλές ακραίες τιμές ώστε να επηρεάζουν τη μέση τιμή σε σχέση με τη διάμεσο.

Η μέση τιμή του λόγου της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία (MV/BV) των μετοχών των εταιρειών είναι 0,0058218. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι εταιρείες

κατά μέσο όρο ενδέχονται να είναι υπερτιμημένες, καθώς ο λόγος MV/BV κατά μέσο όρο είναι μικρότερος της μονάδας. Αν η αναλογία αυτή ήταν κατά μέσο όρο μεγαλύτερη της μονάδας, τότε θα λέγαμε ότι οι εταιρείες κατά μέσο όρο θα ήταν υποτιμημένες.

Για τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού (FA long term) βλέπουμε ότι η μέγιστη τιμή είναι ίση με 29,85892 και η ελάχιστη τιμή είναι ίση με μηδέν. Παρατηρούμε δηλαδή, ότι υπάρχουν αρκετές εταιρείες οι οποίες δεν έχουν επενδύσει σε χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση, γεγονός που αιτιολογεί και τη διαφορά που υπάρχει μεταξύ μέσης τιμής και διαμέσου. Στα χρηματοοικονομικά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (FA short term) παρατηρείται ένα αρκετά μεγάλο εύρος που είναι ίσο με 56,63056, όπου μας δείχνει ότι υπάρχουν αρκετά μεγάλες ακραίες τιμές στο εξεταζόμενο δείγμα. Με άλλα λόγια, η πλειοψηφία των εταιρειών αναγνωρίζει τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ως στοιχεία που αποτιμώνται στην εύλογη αξία και οι μεταβολές τους αναγνωρίζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (ΚΑΧ).

Σύμφωνα με τον Elad (2004), η χρήση της υποκειμενικής κρίσης για την εκτίμηση της εύλογης αξίας μπορεί να βλάψει τη συγκρισιμότητα και την αρμονία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι George και Michael St Clair (2007) υποστήριξαν ότι η «ευέλικτη» έννοια της εύλογης αξίας μπορεί να υποβαθμίσει την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης, να δημιουργήσει σύγχυση αλλά ακόμα και να αποτελέσει μέσο για οικονομικές απάτες.

Τα μη πραγματοποιημένα κέρδη/ζημίες από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) (UnFVFA) έχουν αρνητική μέση τιμή (-0,0378117) και αυτό ίσως να οφείλεται και πάλι στην οικονομική κρίση. Η άμεση αναγνώριση των διαφορών στην εύλογη αξία ως κέρδος ή ζημία στα αποτελέσματα χρήσεως, οδηγεί σε υψηλότερη μεταβλητότητα του ετήσιου αποτελέσματος και κατ'επέκταση σε αυξημένο κίνδυνο για τους χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Lefter και Roman,2007).

Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από τα χρεόγραφα (Ίδια Κεφάλαια) (UnMKTB) κυμαίνονται από την τιμή -1,158062 (ελάχιστη τιμή) έως την τιμή 20,88535 (μέγιστη τιμή) και έχουν θετική μέση τιμή (0,0811404). Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από αναπροσαρμογή σε εύλογη αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (ΚΑΧ) (EPS-UnFVFA) και τα πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από τα χρεόγραφα (Ίδια Κεφάλαια) (BV-

UnMKTB) δεν εμφανίζουν σημαντικές διαφορές μεταξύ μέσης τιμής και διαμέσου και παρά το γεγονός ότι και οι δύο αυτές μεταβλητές έχουν αρνητικές ελάχιστες τιμές, οι μέσες τιμές τους είναι θετικές (δηλαδή οι ακραίες τιμές δεν επηρεάζουν και πολύ το υπό εξέταση δείγμα).

Οι αποδόσεις των μετοχών κυμαίνονται από -1,117962 (ελάχιστη τιμή) έως 1,11369 (μέγιστη τιμή). Το εύρος δηλαδή της μεταβλητής Rit δεν είναι πολύ μεγάλο και από αυτό μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι τιμές των μετοχών δεν παρουσιάζουν πολύ μεγάλες μεταβολές από ημέρα σε ημέρα. Αυτό συνεπάγεται ότι οι αποδόσεις των μετοχών έχουν μικρή διασπορά και οι μετοχές κατά μέσο όρο έχουν χαμηλό κίνδυνο.

4.2. Αποτελέσματα παλινδρόμησης για τη σχέση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και αποδόσεων μετοχών

Μετά τη γραμμική ανάλυση συσχέτισης των μεταβλητών πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρομήσεων για όλες τις εταιρείες του δείγματος και για όλα τα έτη με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares-OLS) και με διορθωμένα ως προς την ετεροσκεδαστικότητα σφάλματα (Heteroscedasticity robust standard errors) έτσι ώστε να υπάρχει προστασία από ετεροσκεδαστικότητα που ίσως υπάρχει στα κατάλοιπα του υποδείγματος. Οι πίνακες των αποτελεσμάτων για κάθε παλινδρόμηση έτσι όπως εξάγονται από το πρόγραμμα Stata παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω. Σημειώνεται πως η στατιστική σημαντικότητα για όλες τις παλινδρομήσεις είναι 5%.

Τα στατιστικά στοιχεία των παλινδρομήσεων δείχνουν ότι συνολικά οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν την εξαρτημένη. Οι συντελεστές των παλινδρομήσεων μας δείχνουν τη συσχέτιση της ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη και τα t-Statistics και Prob(P>|t|) μας δείχνουν κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντική η κάθε μεταβλητή. Όταν η τιμή του Prob(P>|t|) είναι μικρότερη από το 0,05 (δηλ. 5%) τότε θεωρούμε ότι η εξεταζόμενη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή έχει μεγάλη επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Το R^2 μετράει κατά πόσο το μοντέλο ερμηνεύει τα δεδομένα και παίρνει τιμές από το 0 έως το 1. Όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή του δείκτη R^2 τόσο πιο αντιπροσωπευτικό είναι το μοντέλο.

$$\mathbf{1)}\ R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Linear regression

Number of obs = 135

F(2, 132) = 3.70

Prob > F = 0.0272

R-squared = 0.0490

Root MSE = .09

		Robust				
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS	.0491426	.0185314	2.65	0.009	.0124857	.0857996
BV	.0008203	.0028983	0.28	0.778	-.0049127	.0065534
_cons	.144362	.0110148	13.11	0.000	.1225736	.1661504

Όσον αφορά την πρώτη παλινδρόμηση παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση των μεταβλητών κέρδη ανά μετοχή (EPS) και λογιστική αξία ανά μετοχή (BV) με τις αποδόσεις των μετοχών καθώς οι συντελεστές τους λαμβάνουν τις θετικές τιμές 0,0491426 και 0,0008203 αντίστοιχα. Από τα αποτελέσματα βλέπουμε ότι μόνο το σύνολο των καθαρών κερδών προ φόρων ανά μετοχή είναι στατιστικά σημαντικό για τον προσδιορισμό των αποδόσεων των μετοχών και οι ανεξάρτητες μεταβλητές σε αυτό το υπόδειγμα μπορούν να εξηγήσουν το 4,9% των μεταβολών των αποδόσεων των μετοχών.

$$\mathbf{2)}\ R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2 UnFVFA_{it} + \beta_3(BV_{it} - UNMKTB_{it}) + \beta_4 UNMKTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Linear regression

Number of obs = 343

F(4, 338) = 2.29

Prob > F = 0.0595

R-squared = 0.0209

Root MSE = .27887

	Robust					
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS-UnFVFA	.0465919	.0290526	1.60	0.110	-.0105548	.1037386
UnFVFA	-.8293737	.4909459	-1.69	0.092	-1.795068	.1363206
BV-UnMKTB	.00784	.0061839	1.27	0.206	-.0043239	.0200039
UnMKTB	.4052009	.1843313	2.20	0.029	.0426199	.7677818
_cons	.0216568	.0239504	0.90	0.367	-.0254538	.0687674

Σύμφωνα με τη δεύτερη παλινδρόμηση του παραπάνω πίνακα, μόνο τα μη πραγματοποιημένα κέρδη/ζημίες που προέρχονται από τα ίδια κεφάλαια (UnMKTB) είναι στατιστικά σημαντικά, σε αντίθεση με τις άλλες τρεις εξεταζόμενες μεταβλητές οι οποίες είναι στατιστικά μη σημαντικές. Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από τα χρεόγραφα συσχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών λόγω του θετικού συντελεστή και αυτό δείχνει ότι όσο περισσότερα είναι τα μη πραγματοποιημένα κέρδη που προέρχονται από τα ίδια κεφάλαια τόσο μεγαλύτερες είναι οι αποδόσεις των μετοχών, και αντίστοιχα όσο περισσότερες είναι οι ζημίες τόσο μικρότερες είναι οι αποδόσεις των μετοχών. Το μη πραγματοποιηθέν κέρδος ή ζημία επί των εμπορεύσιμων τίτλων αντιπροσωπεύει το όφελος των επενδύσεων ή τις ζημίες από τα χρεόγραφα που κατέχει η εταιρεία και περιλαμβάνεται στα ίδια κεφάλαια. Ως εμπορεύσιμοι τίτλοι θεωρούνται οι μετοχές, τα ομόλογα και τα άλλα χρηματοοικονομικά μέσα που κατέχονται από τις επιχειρήσεις αντί για μετρητά και στις οικονομικές καταστάσεις (δηλ. στον ισολογισμό) εμφανίζονται ως επενδύσεις του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία κερδίζουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από εκείνο που διατίθεται σε ένα τραπεζικό λογαριασμό (δηλ. μετρητά) και γι'αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις προτιμούν να επενδύσουν στα χρηματοοικονομικά στοιχεία που είναι διαθέσιμα προς πώληση. Η μεταβλητή UnMKTB δείχνει τη συνολική καθαρή μεταβολή στη διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας και της λογιστικής αξίας των μη πραγματοποιημένων κερδών/ζημιών και η διαφορά αυτή θα εμφανιστεί στις οικονομικές καταστάσεις ως ένα ξεχωριστό στοιχείο στον Πίνακα Μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων και δεν θα επηρεάσει την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.

Είναι γενικά αποδεκτό όχι μόνο από τις Διεθνείς Λογιστικές Αρχές πως τα «Κέρδη» αποτελούν κατά κανόνα καλύτερη ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να δημιουργήσει μελλοντικές ταμειακές ροές, άρα και να προσφέρουν βοηθητική πληροφόρηση για την πρόβλεψη των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών.

Σύμφωνα με την αρχή Πραγματοποίησης των Εσόδων, τα έσοδα πραγματοποιούνται όταν παραδοθεί το προϊόν στον αγοραστή ή ολοκληρωθεί η παροχή της υπηρεσίας, ενώ σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου εξόδου, τα έξοδα επιβαρύνουν τη χρήση στην οποία συμβάλλουν στην πραγματοποίηση εσόδων.

Οι Ball και Brown (1968) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών «αντιδρούν» στις πληροφορίες που γνωστοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις. Ένα λογιστικό μέγεθος που έχει πληροφοριακό περιεχόμενο, παρουσιάζει την αναμενόμενη σχέση με τις τιμές των μετοχών και τις αποδόσεις τους. Αποτελεί δηλαδή ένα δείκτη αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων (Barth, Beaver και Landsman, 2001). Οι Ball και Brown (1968) κατέληξαν στο συμπέρασμα πως παραπάνω από το 50% της συνολικής πληροφόρησης που ενσωματώνεται οφείλεται στα καθαρά κέρδη του συγκεκριμένου έτους, κάτι που τα κάνει ιδιαίτερα σημαντικά.

Οι Beaver και Dukes (1972) εντόπισαν ότι η μεταβλητή των κερδών καθίσταται περισσότερο συνεπής με την πληροφόρηση που ενσωματώνεται στις τιμές των μετοχών έναντι των ταμειακών ροών.

Ο Wilson (1987) εξέτασε στην έρευνά του τις τιμές των μετοχών την περίοδο των εννέα ημερών που περιβάλλουν την ημερομηνία δημοσίευσης των λογιστικών καταστάσεων λόγω του υψηλού ενδιαφέροντος για περισσότερη πληροφόρηση. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν ότι η αγορά αντιδρά θετικότερα για κέρδη των οποίων μεγαλύτερο ποσοστό αποτελεί το ταμειακό κομμάτι. Οι Bernard και Stober (1989), δύο χρόνια αργότερα, επιβεβαιώνουν τα ευρήματα του Wilson και πως οι τιμές των μετοχών επεξηγούνται ικανοποιητικά από τα κέρδη των οποίων το ταμειακό κομμάτι εμφανίζεται υψηλότερο σε σχέση με το δεδουλευμένο.

Η χρονική συχνότητα των κερδών έγινε αντικείμενο μελέτης από τους Cheng, Liu και Schaefer (1996). Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι στις επιχειρήσεις όπου τα κέρδη δεν χαρακτηρίζονται από διάρκεια (extreme earnings), τα κέρδη δεν προσδίδουν πληροφοριακό περιεχόμενο και δεν ερμηνεύουν ικανοποιητικά τις αποδόσεις των μετοχών. Στην περίπτωση όμως που τα κέρδη έχουν διάρκεια (moderate earnings), τα δεδομένα φαίνεται να διαφοροποιούνται αρκετά με τα κέρδη να συσχετίζονται επαρκώς με τις αποδόσεις των μετοχών.

$$\textbf{3)}\ R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2 FA_{long\ term_{it}} + \varepsilon_{it}$$

Linear regression

Number of obs = 373

F(2, 370) = 13.67

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.0195

Root MSE = .2793

	Robust					
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS-UnFVFA	.0440647	.0084992	5.18	0.000	.0273518	.0607776
FA long term	-.0027365	.0061071	-0.45	0.654	-.0147455	.0092724
_cons	.0440969	.0148189	2.98	0.003	.0149571	.0732367

Από την παλινδρόμηση των πραγματοποιημένων καθαρών κερδών ανά μετοχή (EPS-UnFVFA) και των χρηματοοικονομικών στοιχείων του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού (FA long term) προκύπτει ότι τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της χρήσεως είναι στατιστικά σημαντικά και έχουν θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού όχι μόνο είναι στατιστικά μη σημαντικά αλλά έχουν και αρνητική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών λόγω του αρνητικού συντελεστή. Αυτό σημαίνει ότι τα χρηματοοικονομικά αυτά περιουσιακά στοιχεία είναι υψηλού κινδύνου. Τέλος, η επεξηγηματική ικανότητα ατού του μοντέλου ανέρχεται σε 1,95% καθώς το R^2 είναι ίσο με 0,0195. Θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών καθώς και στατιστικά σημαντική είναι η μεταβλητή των πραγματοποιημένων καθαρών κερδών ανά μετοχή (EPS-UnFVFA) και στην τέταρτη παλινδρόμηση. Οι τιμές τόσο του συντελεστή όσο και του R^2 δεν διαφέρουν και πολύ από αυτές που εμφανίζονται στην τρίτη παλινδρόμηση.

4) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1(EPS_{it} - UnFVFA_{it}) + \beta_2(BV_{it} - UNMKTB_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Linear regression

Number of obs = 353

F(2, 350) = 12.84

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.0198

Root MSE = .27824

		Robust				
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS-UnFVFA	.0435839	.0086032	5.07	0.000	.0266634	.0605045
BV-UnMKTB	.0013492	.0040517	0.33	0.739	-.0066196	.0093179
_cons	.038906	.0200462	1.94	0.053	-.0005201	.0783321

5) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 MV/BV_{it} + \beta_4 FA_{long\ term_{it}} + \beta_5 FA_{short\ term_{it}} + \varepsilon_{it}$$

Linear regression

Number of obs = 381

F(5, 375) = 2.31

Prob > F = 0.0435

R-squared = 0.0099

Root MSE = .28454

		Robust				
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS	.0121394	.0207007	0.59	0.558	-.0285646	.0528434
BV	.0036329	.0047021	0.77	0.440	-.0056128	.0128786
MV/BV	1.339343	.6319458	2.12	0.035	.0967416	2.581945
FA long term	.0065795	.0050882	1.29	0.197	-.0034255	.0165844
FA short term	-.0066842	.002926	-2.28	0.023	-.0124375	-.0009308
_cons	.0340493	.0221758	1.54	0.126	-.0095552	.0776539

Σύμφωνα με την προτελευταία παλινδρόμηση ο λόγος της αγοραίας αξίας μια μετοχής προς τη λογιστική της αξία (MV/BV) και τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (FA short term) είναι στατιστικά σημαντικά και έχουν θετική και αρνητική συσχέτιση αντίστοιχα με τις αποδόσεις των μετοχών. Η αύξηση της σχετικότητας της αξίας μιας εταιρείας σε σύγκριση με την τιμή της μετοχής της αυξάνει την απόδοση της μετοχής της, ενώ αντίθετα μια μείωση αυτής της σχετικότητας μειώνει την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό συνεπάγεται ότι ο λόγος της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία είναι αρκετά σημαντικός για κάθε εταιρεία και είναι ένας απλός τρόπος για να εκτιμηθεί το κατά πόσο μια εταιρεία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Η αρνητική τώρα συσχέτιση των χρηματοοικονομικών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις αποδόσεις των μετοχών δείχνει ότι η αύξηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελεί κίνδυνο λόγω της μεταβλητότητας. Αυτό είναι λογικό να συμβαίνει καθώς το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της αγοράς του χρηματοοικονομικού στοιχείου και της αναμενόμενης επιστροφής του ή λήξης του είναι σχετικά σύντομο. Στο διάστημα αυτό μειώνεται η απόδοση της εταιρείας καθώς αυξάνονται οι επενδύσεις της χωρίς όμως να υπάρχει κάποια ταυτόχρονη εισροή χρημάτων προς αυτήν. Αν τώρα στο παραπάνω μοντέλο προσθέσουμε τη μεταβολή των καθαρών κερδών προ φόρων ανά μετοχή (ΔEPS) από έτος σε έτος ως μία καινούρια ανεξάρτητη μεταβλητή, τότε το αποτέλεσμα, όπως αυτό εμφανίζεται στην τελευταία παλινδρόμηση ($6^{η}$ παλινδρόμηση), δεν θα διαφοροποιηθεί όσον αφορά τη στατιστική σημαντικότητα και τη συσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών με τις αποδόσεις των μετοχών που παρατηρήθηκαν στην πέμπτη παλινδρόμηση. Αξίζει να σημειωθεί, ότι σύμφωνα με την τελευταία παλινδρόμηση οι μεταβλητές MV/BV και ΔEPS γίνονται στατιστικά πιο σημαντικές σε σχέση με την πέμπτη παλινδρόμηση και η συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών γίνεται πιο ισχυρή.

6) $$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 MV/BV_{it} + \beta_4 \Delta EPS_{it} + \beta_5 FA_{long\ term_{it}} + \beta_6 FA_{short\ term_{it}} + \varepsilon_{it}$$

Linear regression — Number of obs = 377

F(6, 370) = 2.31

Prob > F = 0.0331

R-squared = 0.0106

Root MSE = .28571

		Robust				
Rit	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>|t|**	**[95% Conf. Interval]**	
EPS	.0042828	.0278172	0.15	0.878	-.0504168	.0589824
BV	.0035644	.0047239	0.75	0.451	-.0057247	.0128535
MV/BV	1.399339	.6360526	2.20	0.028	.1486081	2.650071
ΔEPS	.0154813	.020844	0.74	0.458	-.0255062	.0564688
FA long term	.0062862	.0051265	1.23	0.221	-.0037945	.0163668
FA short term	-.0068027	.0029203	-2.33	0.020	-.0125452	-.0010603
_cons	.0367219	.0224454	1.64	0.103	-.0074147	.0808585

4.3 Σύνοψη και συζήτηση αποτελεσμάτων για τη σχέση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και των αποδόσεων των μετοχών

Από τα αποτελέσματα των παραπάνω παλινδρομήσεων φαίνεται πως οι ανεξάρτητες μεταβλητές που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών είναι: τα καθαρά κέρδη προ φόρων ανά μετοχή, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημίες από χρεόγραφα (ίδια κεφάλαια), τα πραγματοποιηθέντα κέρδη ανά μετοχή, ο λόγος της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία μιας μετοχής και τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ο συντελεστής R^2, ο οποίος φανερώνει την επεξηγηματική ικανότητα των παραπάνω παλινδρομήσεων, κυμαίνεται σε διάστημα από 0,99% έως 4,9%. Άρα το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε ερμηνεύει ανά περίπτωση το 0,99% έως 4,9% της μεταβλητότητας των αποδόσεων των μετοχών. Η πιθανότητα της στατιστικής F είναι μεγαλύτερη από το 10%, δηλώνοντας πως η συνδυασμένη συμβολή των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος δεν είναι σημαντική για τη διαμόρφωση των τιμών των αποδόσεων των μετοχών. Ωστόσο, οι σχετικά υψηλές τιμές της στατιστικής F μπορούν να αποδοθούν στην οικονομική κρίση που έχει επηρεάσει το υπό εξέταση δείγμα στα

σχεδόν πέντε από τα οχτώ εξεταζόμενα έτη. Με την οικονομική κρίση τα έσοδα πολλών εταιρειών έχουν μειωθεί, οι συνολικές ζημιές έχουν αυξηθεί, η επενδυτική δραστηριότητα έχει υποστεί σημαντική επιβράδυνση και οι απαιτήσεις των εισηγμένων εταιρειών έχουν αυξηθεί φθάνοντας σε αρκετά υψηλά επίπεδα. Η αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων με ταυτόχρονη μείωση των συνολικών πωλήσεων αντανακλά τις δυσκολίες είσπραξης που αντιμετωπίζουν οι περισσότερες εταιρείες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Επίλογος

Πολλές εταιρείες επιλέγουν να επενδύσουν σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία τα οποία διαχωρίζονται από τη διοίκηση της εκάστοτε εταιρείας κάθε φορά σε διαφορετικές κατηγορίες ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και το σκοπό για τον οποίο αποκτήθηκαν. Η κατηγορία στην οποία κατατάσσεται κάθε χρηματοοικονομικό μέσο διαφοροποιείται από τις υπόλοιπες καθώς ανάλογα με την κατηγορία στην οποία θα καταχωρηθεί το μέσο, ισχύουν διαφορετικοί κανόνες όσον αφορά την αποτίμησή του αλλά και του τρόπου αναγνώρισης κάθε προσδιοριζόμενου αποτελέσματος είτε στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως (ΚΑΧ) είτε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια. Όλα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που εντάσσονται στην κατηγορία «Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση» αποτιμώνται στην εύλογη αξία, εφόσον αυτή μπορεί να προσδιοριστεί αξιόπιστα, με τις μεταβολές στην αξία τους να αναγνωρίζονται στα Ίδια Κεφάλαια, μετά από τον υπολογισμό κάθε επίδρασης από φόρους. Κατά την πώληση ή την απομείωση των διαθέσιμων προς πώληση περιουσιακών στοιχείων, τα σωρευτικά κέρδη ή ζημιές που είχαν αναγνωριστεί στα ίδια κεφάλαια αναγνωρίζονται στην Κατάσταση Συνολικών Εσόδων της χρήσης (ΚΣΑΧ). Σε περίπτωση απομείωσης, το ποσό των σωρευτικών ζημιών που μεταφέρεται από την καθαρή θέση και αναγνωρίζεται στα αποτελέσματα συνίσταται στην διαφορά μεταξύ της αξίας κτήσης (μετά την αφαίρεση των αποπληρωμών κεφαλαίων και των αποσβέσεων) και της εύλογης αξίας μείον κάθε ζημιά απομείωσης που έχει προηγουμένως αναγνωριστεί. Όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων, αυτά αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων κατά την αρχική τους αναγνώριση.

Η εύλογη αξία λαμβάνει υπόψη τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς καθώς και εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις, ενώ το αποσβεσμένο κόστος βασίζεται στο ιστορικό κόστος. Η εφαρμογή της εύλογης αξίας παρέχει στους επενδυτές πιο έγκαιρες και σχετικές πληροφορίες σε σχέση με άλλες μεθοδολογίες (όπως είναι για παράδειγμα το αποσβεσμένο κόστος) μέσω της χρήσης χρηματιστηριακών τιμών οι οποίες αποτυπώνουν τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς αυξάνοντας τη διαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων. Εκτός όμως από την καλύτερη πληροφόρηση, η

εφαρμογή της εύλογης αξίας δημιουργεί και μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις οικονομικές καταστάσεις καθώς τα κέρδη ή οι ζημίες των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αναγνωρίζονται άμεσα στα αποτελέσματα ή στα ίδια κεφάλαια. Επίσης, η ποιότητα των πληροφοριών που παρέχει η χρήση των χρηματιστηριακών τους τιμών εξαρτάται από την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Όσον αφορά την οικονομική κρίση, η εύλογη αξία είναι απλά το «μέσο» που αποτυπώνει τον αντίκτυπο των οικονομικών αλλαγών στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και μεταφέρει αυτόν τον αντίκτυπο στους επενδυτές μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων. Κατά συνέπεια, για τις μεταβολές που παρατηρούμε στις οικονομικές καταστάσεις και οι οποίες οφείλονται σε αλλαγή της οικονομικής πραγματικότητας δε θα έπρεπε να κατηγορείται η εφαρμογή της εύλογης αξίας. Αντιθέτως, χρησιμοποιώντας λογιστικά πρότυπα τα οποία αγνοούν αυτή την πραγματικότητα, οδηγούμαστε σε οικονομικές καταστάσεις οι οποίες παρουσιάζουν μια «εικονική πραγματικότητα» για την κατάσταση και τις δυνατότητες μιας οικονομικής οντότητας και δεν παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

AAA Financial Standards Committee. 2007. Response to FASB exposure draft, "The fair value option for financial assets and liabilities, including an amendment to SFAS No. 115." *Accounting Horizons* 21 (2): 189-200

Ahmed, A. S., Kilic, E., & Lobo, G. J. (2006). Does recognition versus disclosure matter? Evidence from value relevance of banks' recognized and disclosed derivative financial instruments. *The Accounting Review*, *81*(3), 567–588.

Allayannis, G. and J. Weston, 2001. The use of foreign currency derivatives and firm market value. Review of Financial Studies 14, 243-276.

Ball, R. and P. Brown, (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research 6, 159-178.

Ball R. (2006). International Financial Reporting: pros and cons for investors. Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum, pp. 5-27

Barlev B. Haddad. J. (2003). Fair value accounting and the management of the firm. Critical Perspectives on Accounting, 14, pp. 383-415.

Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman, 1996. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No. 107. Accounting Review 71, 513-537

Barth, M.E., and G. Clinch, 1998, Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non market based value estimates, *Journal of Accounting Research* 36, 199-233.

Barth, M. J. Elliott and M. Finn 1999. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research* 37: 387-414

Barth, M.E. 2000, Valuation based accounting research: implications for financial reporting and opportunities for further research, *Accounting and Finance*, 40(1), 732

Barth, M.E., W.H. Beaver, and W.R. Landsman, 2001, The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics* 31 (September), 77-104.

Barth, M., L. Hodder, and S. Stubben, 2008. Fair value accounting for liabilities and own credit risk. Accounting Review 83, 629-664

Bartram, M. Sohnke, Gregory W. Brown, and Frank R. Fehle, 2004, International evidence on financial derivatives usage, working paper, University of North Carolina, Chapel Hill, North Carolina.

Barton, J., and M. Mercer. 2005. To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance. *Journal of Accounting and Economics* 39 (3): 509-533.

Beaver, W. H. & Dukes R.E., (1972), "Interperiod tax allocation, earnings expectations and the behavior of the security prices", The Accounting Review, Vol. 47, No. 2, 320-332.

Benston, G. 2008. The shortcomings of fair value accounting described in SFAS 157. *Journal of Accounting and Public Policy* 27 (2): 101-114.

Bishop H.E., M.E. Bradbury, and A.J. van Zijl, 2004, NZ IAS 32: An evaluation of the potential impact on the financial statements of issuers of convertible financial instruments, Paper presented at the Auckland Region Accounting Conference, University of Auckland.

Bishop, H.E. 2005, The determinants of the accounting classification of convertible debt when managers have freedom of choice. Unpublished paper, Massey University.

Blanchet. J. 1991. "Financial Instruments Disclosure: The FASB's Intentions." *Financial Executive* 7, no. 3 (May).

Bodnar, G., G. Hayt, R. Marston, and C. Smithson, 1995. Wharton survey of derivatives usage by U.S. non-financial firms. Financial Management 24, 104-114.

Brown, P. and B. Howieson, 1998, Capital markets research and accounting standard setting, *Accounting and Finance* 38 (1), 528.

Cheng C. S. A., C. S. Liu and T. S. Schafer, (1996), "Earnings Permanence and the Incremental Content of Cash Flows from Operations", Journal of Accounting Research 34, no. 1, 173-181.

Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, *24*(1), 39–67.

Chrisnall P. (2000). Fair Value Accounting: Industry Review. Financial Stability Review.

Danbolt J. (2008). An experiment on Fair Value Accounting. European Accounting Review, 17 (2), pp. 271-303.

Dietrich, J. R., S. J. Kachelmeier, D. N. Kleinmuntz, and T. J. Linsmeier. 2001. Market efficiency, bounded rationality, and supplemental business reporting disclosures. *Journal of Accounting Research* 39 (2): 243-268.

Earnst & Young. (2005). How fair is fair value?IFRS stakeholder series.

Eccher, E., K. Ramesh, and S. Thiagarajan, 1996. Fair value disclosures by bank holding companies. Journal of Accounting and Economics 22, 79-117.

Enria A. (2004). Fiar value accounting and financial stability. European Central Bank, Occasional Paper Series (13), pp.7-9.

Feltham. G. A., and J. A. Ohlson, 1995. "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities." *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 689-731.

Fiechter Peter & Zoltan Novonty-Farkas (2011), Pricing of Fair Values during the Financial Crisis: International Evidence

Financial Accounting Standards Board (FASB). 2006. Fair value option comment letter analysis. May 10, 2006. Norwalk, CT: FASB

Financial Executives International (FEI). 2004. Financial Accounting Standards Board Letter of Comment File No. 86. Fair Value Measurements Project. File Reference 1201-100.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, *37*(2), 319–352.

Froot, K.A., D.S. Scharfstein and J.C. Stein. 1993. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. Journal of Finance 48: 1629-1658.

Gartenberg Claudine Madras, Harvard Business Scholl & George Serafeim, Harvard Business School (2009), Did Fair Valuation Depress Equity Values during the 2008 Financial Crisis?

Gerbhardt et al. (2002). Accounting for financial instruments in the Banking industry. European Accounting Review, 13 (2), pp. 341-371.

Geczy, C., B. Minton, and C. Schrand, "Why Firms Use Currency Derivatives?", *The Journal of Finance* 52 (1997): 1323-1354.

Gerson Lehman Group. 2007. SFAS 159—New standard can lead to "counterintuitive" impact on P&L and comparability problems. www.glggroup.com /News/SFAS-159-–-New-Standard-Can-Lead-to-Counterintuitive-Impacts-on-PL-and-Comparability-Problems-17380.html.

Gigler, F., C. Kanodia, and R. Venugopalan, 2007. Assessing the information content of mark-to- market accounting with mixed attributes: the case of cash flow hedges." Journal of Accounting Research 45, 257-287.

Graham, John R., and Daniel A. Rogers, 2002, Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?, Journal of Finance 57 (2), 815-839.

Guay, Wayne, 1999, The Impact of Derivatives on Firm Risk: An Empirical Examination of New Derivatives Users, Journal of Accounting & Economics, Vol. 26, pp. 319-351.

Guay, Wayne and S.P. Kothari, How Much Do Firms Hedge with Derivatives?, Journal of Financial Economics 70, (2003) 423-461.

Hartmann, P., S. Straetmans and C. G. de Vries (2004) 'Asset Market Linkages in Crisis Periods', Review of Economics and Statistics 86, 313–26.

Hirst, E., and P. Hopkins. 1998. Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. *Journal of Accounting Research* 36 (Supplement): 47-75.

Hodder, L., L. Koonce, and M. L. McAnally. 2001. SEC market risk disclosures: Implications for judgment and decision making. *Accounting Horizons* 15 (1): 49-70.

Holthausen, R.W., and R.L.Watts, 2001, The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics* 31 (September), 375

Kimmel, P., and T. D. Warfield, 1993, Variation in Attributes of Redeemable Preferred Stock: Implications for Accounting Standards, *Accounting Horizons* 7 (2), 3040.

Kothari, S. P. "Capital Markets Research in Accounting."Journal of Accounting & Economics 31 (2001): 105–231.

Khurana, I. K., & Kim, M. S. (2003). Relative value-relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, *22*(1), 19–42.

Landsman W (2006). Fiar value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation. (209)

Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, *37*(2), 353–389.

Lins, K., H. Servaes, and A. Tamaya, "Does Derivative Accounting Affect Risk Management? International Survey Evidence", 2007, Working paper.

Lipe, R. 2002. Fair valuing debt turns deteriorating credit quality into positive signals for Boston Chicken. *Accounting Horizons* 16 (2): 169-181.

Maines, L., and L. McDaniel. 2000. Effects of comprehensive-income characteristics on non-professional investors' judgments: The role of financial statement presentation format. *The Accounting Review* 75 (2): 179-207.

Melumad, N., G. Weyns, and A. Ziv, "Comparing Alternative Hedge Accounting Standards: Shareholders Perspective." *Review of Accounting Studies* 5 (1999): 265-292

Minton, B., and C. Schrand, 1999. The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. Journal of Financial Economics 45, 423-460

Montesi, C.J. and T.S. Lucas. 1996. Toward Improved Accounting for Derivatives Financial Instrumnets and Hedging Activities. FASB Status Report No. 276: 3-9.

Morowitz, V. G., E. A. Greenleaf, and E. J. Johnson. 1998. Divide and prosper: Consumers' reactions to partitioned prices. *Journal of Marketing Research* 35 (4): 453-463.

Munro, J.W. 1995, Accounting Classification of Convertible Debt, Working Paper Number 95/002. (The Management School, Lancaster University).

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research, 11*(2), 661–687.

Penman N. (2008). Principles for the application of Fair Value Accounting Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, pp. 69

Reilly, D. 2007b. The gold at crunch's end *Wall Street Journal* (September 28): C1, C7.

Rothbart, M., and B. Park. 1986. On the confirmability and disconfirmability of trait concepts. *Journal of Personality and Social Psychology* 50 (1): 131-142.

Sapra, H., "Do Mandatory Hedge Disclosures Discourage or Encourage Excessive Speculation?", *Journal of Accounting Research* 40 (2002): 933-964.

Schneider, D.K., and M.G. McCarthy, 1997, Earnings Impact of Applying International Accounting Standard 32 to Convertible Debt: Some Evidence for US Firms, *Journal of International Accounting Auditing and Taxation* 6 (1), 2441.

Siegrist, M., and G. Cvetkovich. 2001. Better negative than positive? Evidence of a bias for negative information about possible health dangers. *Risk Analysis* 21(1): 199-206.

Simko, P. 1999. Financial instruments fair values and nonfinancial firms. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 14 (Summer): 247–275.

Tufano, Peter, 1996, Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry, Journal of Finance, Vol.51 (4), pp. 1097-1137.

Watts, R. 2006. What has the invisible hand achieved? Working paper, Massachusetts Institute of Technology.

Wilson, G. P., (1987), The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings after Controlling for Earnings", The Accounting Review 6, 293-322.

Wong, M.H.F., 2001. The association between SFAS No. 119 derivatives disclosures and the foreign exchange risk exposure of manufacturing firms. Journal of Accounting Research 38, 387-417.

Zijl & Whittington (2005). Deprival Value and Fair Value: A Reinterpretation and a Reconciliation. Working Paper Series (16).