



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Υπάρχει τελικά σχέση μεταξύ της ποιότητας της
δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της
απόδοσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο;**

Του
ΠΑΠΑΧΡΗΣΤΟΥ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής:

Δρ. Ιατρίδης Γεώργιος

Ιανουάριος 2017

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον επιβλέποντα καθηγητή Δρ. Ιατρίδη Γεώργιο που δέχτηκε να επιβλέψει την εκπόνηση της Διπλωματικής μου Εργασίας. Τον ευχαριστώ για το ενδιαφέρον και τη συνεχή συμπαράστασή του, καθώς και τις καίριες επισημάνσεις του, οι οποίες στάθηκαν καθοριστικές για την ολοκλήρωση της Διπλωματικής μου Εργασίας. Η συνεργασία μας υπήρξε εποικοδομητική και ωφέλιμη και την κρατώ ως ελάχιστο δείγμα ευχαριστίας για τις γνώσεις που μου μετέφερε.

Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω το εκπαιδευτικό και διοικητικό προσωπικό του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας για τις γνώσεις και τις πλούσιες εμπειρίες που αποκόμισα κατά τα δύο χρόνια της μεταπτυχιακής μου δραστηριότητας.

Τέλος, ευχαριστώ την οικογένειά μου και τους συναδέλφους μου για την αμέριστη στήριξη.

"Ταλέντο είναι να έχεις τη λαχτάρα να κάνεις κάτι"

Περίληψη

Με βάση δείγμα 24 εισηγμένων του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE ATHEX Large Cap Index που διαπραγματεύονται σε διαφορετικούς κλάδους και των ετήσιων εκθέσεων τους για την περίοδο 2008-2015, η παρούσα μελέτη επιχειρεί να διερευνήσει εάν και σε ποιο βαθμό υπάρχει σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στο πλαίσιο της δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων και την χρηματιστηριακή απόδοση των μετοχών.

Η ανάλυση παλινδρόμησης εντόπισε μια ισχυρή γραμμική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών P/E (17,8%), EKE (17,1%), EV / Sales (15,5%), ΕΔ (15,0%), και EV / EBITDA (13,9%), ενώ εντοπίζεται ασθενέστερη σχέση μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, και της ανεξάρτητης μεταβλητής ROE (0,9%). Η ανάλυση μήτρας συσχέτισης εντόπισε θετική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών P/E (0,178), EKE (0,171), EV / Sales (0,155) και ΕΔ (0,150), ενώ αρνητική σχέση εντοπίζεται με τις μεταβλητές NAVPS (-0,040) και ROA (-0,045). Ωστόσο, όλες οι σχέσεις είναι αδύναμες.

Τέλος, η μελέτη διαπιστώνει ότι όλες οι μεταβλητές εκτός από το NAVPS είναι στατιστικά σημαντικές ($p < 0,05$ και Significance F $< 0,1$) και επιβεβαιώνουν πλήρως 1 στις 6 υποθέσεις ενώ οι υπόλοιπες 5 υποθέσεις επιβεβαιώνονται μερικώς.

Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, με εξαίρεση τον δείκτη χρέους, τα μικτά αποτελέσματα στην ανάλυση εταιρειών με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης ή μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο επίπεδο εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης οφείλονται στην κρίση χρέους της χώρας, την παρατεταμένη οικονομική ανασφάλεια των επενδυτών, την έλλειψη εμπιστοσύνης στην ελληνική αγορά και στην επιβολή των περιορισμών κινήσεων κεφαλαίων (capital controls) από τον Ιούνιο του 2015.

Λέξεις-κλειδιά: απόδοση μετοχών, εταιρική κοινωνική ευθύνη, εταιρική διακυβέρνηση, ROE, ROA, EPS, EV / Sales, EV / EBITDA

Abstract

Based on a sample of 24 Greek listed companies of the FTSE ATHEX Large Cap Index from different sectors and their annual reports for the period 2008-2015, the current study seeks to investigate whether and to what extent there is a relationship between corporate social responsibility in terms of public financial statements and stock performance.

Regression analysis identified a strong linear relationship between dependent variable y , stock price and P/E (17,8%), CSR (17,1%), EV/Sales (15,5%), CG (15,0%), and EV/EBITDA (13,9%) while a weaker relationship is identified between dependent variable y , stock price and ROE (0,9%). Correlation matrix analysis identified a positive association between dependent variable y , stock price and P/E (0,178), CSR (0,171), EV/Sales (0,155) and CG (0,150) while a negative association is identified between dependent variable y , stock price and NAVPS (-0,040) and ROA (-0,045). However, all relationships are weak.

Finally, the study finds that all variables, except NAVPS, are statistically significant ($p < 0.05$ and Significance $F < 0.1$), and it fully confirms 1 out of 6 hypotheses while the remaining 5 hypotheses are partially confirmed.

The study concludes that, with the exception of the debt ratio, the mixed results in the analysis of companies with a high degree of corporate social responsibility and corporate governance or moderate, weak or non-existent level of corporate social responsibility and corporate governance can be attributed to the debt crisis, the prolonged financial insecurity of investors, the lack of confidence in the Greek market and the imposition of capital controls since June 2015.

Keywords: *stock performance, corporate social responsibility, corporate governance, ROE, ROA, EPS, EV/Sales, EV/EBITDA*

Πίνακας Περιεχομένων

<u>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</u>	II
<u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</u>	III
<u>ABSTRACT</u>	IV
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ</u>	V
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</u>	VII
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ</u>	VIII
<u>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u> 8	
1.1 <u>Σκοπός της έρευνας και ερευνητικά ερωτήματα</u>	9
1.2 <u>Πρωτοτυπία της έρευνας και συμβολή στην επιστήμη</u>	10
1.3 <u>Ερευνητική μεθοδολογία</u>	10
1.4 <u>Δομή της έρευνας</u>	11
<u>2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ</u> 12	
2.1 <u>Δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις</u>	12
2.1.1 <u>Ετήσιοι Λογαριασμοί και Ισολογισμός</u>	12
2.1.2 <u>Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσεως</u>	13
2.1.3 <u>Έκθεση Διοικητικού Συμβουλίου</u>	14
2.2 <u>Ορισμός μετοχής</u>	15
2.3 <u>Διακρίσεις μετοχών</u>	15
2.4 <u>Προσδιορισμός της αξίας μίας μετοχής</u>	17
2.4.1 <u>Ονομαστική Αξία Μετοχής (Nominal Value)</u>	17
2.4.2 <u>Λογιστική Αξία Μετοχής (Equity Value)</u>	17
2.4.3 <u>Αγοραία ή Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής (Market Value)</u>	18
2.5 <u>Μέθοδοι αποτίμησης μετοχής</u>	18
2.5.1 <u>Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF)</u>	20
2.5.2 <u>Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων DDM</u>	20
2.5.3 <u>Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Σχετική Αποτίμηση)</u>	29
2.6 <u>Συσχέτιση δημοσιοποιούμενης λογιστικής και απόδοσης της μετοχής</u>	31
<u>3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ</u> 34	
3.1. <u>Ερευνητικό σχέδιο</u>	34
3.2. <u>Ερευνητικές υποθέσεις</u>	34
3.3.1 <u>Εταιρικές και Στρατηγικές Πληροφορίες και Οικονομική Απόδοση</u>	35
3.3.2 <u>Οικονομικές Πληροφορίες και Οικονομική Απόδοση</u>	36
3.3.3 <u>Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και Οικονομική Απόδοση</u>	36
3.3.4 <u>Ποιότητα Δημοσιοποίησης και Χρηματιστηριακή Απόδοση</u>	37

3.3.5	<u>Έλλειψη Δημοσιοποίησης και Χρηματιστηριακή Απόδοση</u>	38
3.3.	<u>Ερευνητικό δείγμα</u>	39
3.4.	<u>Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης</u>	40
3.5.	<u>Εξεταζόμενες μεταβλητές γραμμικής παλινδρόμησης</u>	42
3.5.3	<u>Τιμή προς Καθαρά Κέρδη (Price/Earnings, P/E)</u>	42
3.5.4	<u>Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share, EPS)</u>	43
3.5.5	<u>Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή (Net Asset Value per share, NAVPS)</u> ..	43
3.5.6	<u>Απόδοση Ενεργητικού (Return on Assets, ROA)</u>	45
3.5.7	<u>Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE)</u>	45
3.5.8	<u>Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια (Debt/Equity, D/E)</u>	45
3.5.9	<u>Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA)</u>	46
3.5.10	<u>Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/Sales)</u>	47
3.5.11	<u>Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (EKE)</u>	47
3.5.12	<u>Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ)</u>	47
3.5.13	<u>Κατηγορικές μεταβλητές</u>	48
3.6.	<u>Επεξεργασία δεδομένων</u>	49
4	<u>ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ</u>	50
4.1	<u>Αποτελέσματα ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης</u>	50
4.2	<u>Αποτελέσματα ανάλυσης συσχέτισης</u>	52
4.3	<u>Ανάλυση υποθέσεων</u>	54
5	<u>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ</u>	63
5.1	<u>Γενικά Συμπεράσματα</u>	63
5.2	<u>Προβλήματα και Ιδιαιτερότητες Έρευνας</u>	66
5.3	<u>Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα</u>	66
	<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	67

Κατάλογος Διαγραμμάτων

<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 21 ΓΡΑΜΜΗ ΑΓΟΡΑΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ (SML)</u>	23
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 41 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΣΧΥΡΗΣ ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)</u>	55
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 42 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΔΥΝΑΜΗΣ ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)</u>	55
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 43 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΧΡΕΟΥΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΣΧΥΡΗΣ ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)</u>	59
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 44 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΧΡΕΟΥΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΔΥΝΑΜΗΣ ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)</u>	60

Κατάλογος Πινάκων

<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 21 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ</u>	30
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 31 ΔΕΙΓΜΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FTSE ATHEX LARGE CAP INDEX</u>	39
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 32 ΠΟΣΟΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ</u>	49
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 33 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ</u>	49
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 41 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ</u>	50
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 42 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ</u>	52
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 43 ΜΕΤΑΒΟΛΗ Ρ/Ε ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΣΧΥΡΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	57
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 44 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΥ/ΕΒΙΤΔΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΣΧΥΡΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	58
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 45 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΥ/SALES ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΣΧΥΡΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	58
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 46 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΡS ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΔΥΝΑΜΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	61
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 47 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ROA ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΔΥΝΑΜΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	61
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 48 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ROE ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΔΥΝΑΜΗΣ ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)</u>	62

- **Εισαγωγή**

Τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards, IFRS), έχουν αποκτήσει παγκόσμια αποδοχή από πολλές χώρες και από αντίστοιχες εισηγμένες εταιρείες στα διεθνή χρηματιστήρια. Με την εισαγωγή τους το 2001, τα ΔΠΧΠ παρείχαν ένα ομοιόμορφο και ενιαίο λογιστικό πλαίσιο, το οποίο επιτρέπει στους επενδυτές να ερμηνεύουν τις οικονομικές καταστάσεις με σχετική ευκολία. Για τον λόγο αυτόν, πολλοί μελετητές συστήνουν συνεχή έρευνα προκειμένου οι οργανισμοί να εναρμονιστούν και να συγκλίνουν με τα διεθνή πρότυπα μέσω της αμοιβαίας κατανόησης των εταιρικών στόχων και της σημασίας των οικονομικών καταστάσεων για τον οργανισμό και τους επενδυτές (Ikrefan and Akande, 2012).

Οι ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των οργανισμών και των εισηγμένων εταιρειών περιλαμβάνουν μία γενική περιγραφή του κλάδου ή των βιομηχανιών στις οποίες εμπλέκεται η εταιρεία, ελεγμένες καταστάσεις εισοδήματος, οικονομικής θέσης, ταμειακών ροών και σημειώσεις στις δηλώσεις που παρέχουν λεπτομέρειες για τα διάφορα στοιχεία, συζήτηση και ανάλυση της διαχείρισης της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης καθώς και τα οικονομικά αποτελέσματα που έχει καταγράψει η εταιρεία κατά τη διάρκεια των δύο προηγούμενων ετών. Επιπλέον, παρέχουν μία σύντομη περιγραφή της επιχείρησης της εταιρείας κατά το τελευταίο έτος, πληροφορίες σχετικά με τα διάφορα επιχειρηματικά τμήματα της εταιρείας, αλλαγές στη διεύθυνση της εταιρείας καθώς και η αγοραία τιμή των μετοχών και των μερισμάτων της εταιρείας.

Οι εταιρείες πάντοτε δίνουν μεγάλη προσοχή στη φήμη τους στην κοινότητα ή στις κοινότητες στις οποίες λειτουργούν, καθώς η φήμη τους ως εταιρικού πολίτη μπορεί να έχει μεγάλη επίπτωση στις οικονομικές επιδόσεις τους (Flammer, 2015). Στο πλαίσιο αυτό, οι ετήσιες αναφορές μπορούν να αποτελέσουν εργαλεία αποτελεσματικού marketing για τη λείανση της δημόσιας εικόνας μιας εταιρείας. Πολλές ετήσιες εκθέσεις συζητούν τις κοινοτικές πρωτοβουλίες που αναλαμβάνει η επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων των έργων κοινής ανακαίνισης, φιλανθρωπικές συνεισφορές, εθελοντικές προσπάθειες και προγράμματα για την προστασία του περιβάλλοντος με στόχο να παρουσιάσουν το κοινωνικό πρόσωπο της εταιρείας ως ενεργό μέλος της κοινότητας (Christensen et.al. 2015).

Η αληθινή και σωστή αναπαράσταση της τρέχουσας απόδοσης μιας επιχείρησης και των μελλοντικών της προοπτικών πρέπει να λαμβάνει υπόψη ποικίλα ζητήματα βιωσιμότητας, έτσι ώστε να γίνεται σωστή εκτίμηση των στρατηγικών και επιχειρησιακών αποφάσεων και του προφίλ κινδύνου. Σήμερα, οι περισσότερες επιχειρήσεις λειτουργούν σε ένα πλαίσιο στο οποίο θέματα όπως η αειφόρος ανάπτυξη, η περιβαλλοντική πολιτική και η εμπλοκή των ενδιαφερομένων μερών έχουν αυξανόμενη στρατηγική σημασία. Για τον λόγο αυτόν, οι ετήσιες εκθέσεις των εισηγμένων εταιρειών περιλαμβάνουν και πληροφορίες που δεν είναι αμιγώς οικονομικές, ωστόσο επηρεάζουν τις οικονομικές αποδόσεις των επιχειρήσεων (Mio and Venturelli, 2013). Επιπλέον, αναφορικά με την υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) για τις Μικρές και Μεσαίες Επιχειρήσεις (ΜΜΕ), διάφορες μελέτες διαπιστώνουν ότι δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές από τους μεγάλους οργανισμούς και τις εισηγμένες επιχειρήσεις (Chand et.al. 2015). Για παράδειγμα, μελέτη σε δείγμα εταιρειών της ελεύθερης αγοράς του Χρηματιστηρίου Euronext διαπιστώνει ότι, παρόλο που οι εισηγμένες μικρομεσαίες επιχειρήσεις στο Euronext δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν τα οικονομικά τους στοιχεία, οι εταιρείες τα δημοσιοποιούν εθελοντικά με σκοπό να επηρεάσουν τη ρευστότητα της μετοχής τους. Επομένως, υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων και της απόδοσης της μετοχής (Lardon and Deloof, 2014).

- **Σκοπός της έρευνας και ερευνητικά ερωτήματα**

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η εξέταση των παραμέτρων της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και η συσχέτιση με την απόδοση της μετοχής στο χρηματιστήριο. Η γνωστοποίησης της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης παίζει έναν εξίσου σημαντικό ρόλο, καθώς διάφορες μελέτες αναδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερη επίδοση είναι πιθανότερο να δημοσιοποιούν πληροφορίες για το κοινωνικό τους έργο. Στο πλαίσιο αυτό, τα ερευνητικά ερωτήματα διατυπώνονται ως εξής:

- Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων είναι σημαντικός;
- Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας;

- Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας;
- Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας;
- Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας;

- **Πρωτοτυπία της έρευνας και συμβολή στην επιστήμη**

Η έρευνα φιλοδοξεί να καλύψει το κενό στην υπάρχουσα βιβλιογραφία αναφορικά με τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες καθώς κατά τη βιβλιογραφική ανασκόπηση διαπιστώθηκε ότι δεν υπάρχουν πολλές μελέτες που να ασχολούνται με το θέμα. Ενδεικτικά, παρατίθεται η έρευνα των Manolopoulou and Tzelepis (2014) σε δείγμα ελληνικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2008-2010 αναφορικά με τους παράγοντες της υποβολής εκθέσεων σχετικά με την παροχή πληροφοριών καθώς και τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης στη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων (Manolopoulou and Tzelepis, 2014).

- **Ερευνητική μεθοδολογία**

Η έρευνα βασίζεται σε ποσοτική ανάλυση με συλλογή δευτερογενών δεδομένων με τη μέθοδο της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις 26 ελληνικών εισηγμένων εταιρειών στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών FTSE ATHEX Large Cap για την περίοδο 2008-2015. Οι ιστορικές τιμές κλεισίματος έχουν αντληθεί από το Yahoo Finance.

Η χρήση της ποσοτικής έρευνας θεωρείται απαραίτητη επειδή είναι μια ομοιογενής διαδικασία, η οποία αφήνει το περιθώριο για σύγκριση παρόμοιων ευρημάτων. Επιπλέον, θέτει το ερευνητικό πρόβλημα μέσα σε ένα σαφές και συνοπτικό πλαίσιο, καθορίζοντας με ακρίβεια τις ανεξάρτητες και τις εξαρτώμενες μεταβλητές με στόχο να προσδιορίσει την αιτιότητα και την επίδραση μέσα στο ερευνητικό πλαίσιο. Τέλος, συνοψίζει τη συλλογή δεδομένων από διαφορετικές πηγές και καταλήγει σε ένα συμπέρασμα το οποίο λαμβάνει υπόψη όλες τις μεταβλητές που

εμπλέκονται στην ανάλυση, ελαχιστοποιώντας ή εξαλείφοντας την υποκειμενικότητα της κρίσης. Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα ενδέχεται να είναι περιορισμένα καθώς βασίζονται σε αριθμητικές περιγραφές αντί για αφηγηματικά δεδομένα, ενθαρρύνοντας την αυξανόμενη και συνεχή έρευνα ενός ερευνητικού φαινομένου. (Creswell, 2014: 155).

Επιπλέον, πραγματοποιείται ποιοτική έρευνα με συλλογή δευτερογενών δεδομένων από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, ώστε να παρουσιαστεί το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας. Ωστόσο, ένα από τα μειονεκτήματα της ποιοτικής έρευνας είναι ότι εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις ερευνητικές δεξιότητες και την εμπειρία του ερευνητή. Επιπλέον, δεν προσδιορίζει την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ διαφορετικών ερευνητικών προβλημάτων, είναι χρονοβόρα και μπορεί να περιλαμβάνει ένα ορισμένο βαθμό δεοντολογικού διλήματος, το οποίο μπορεί να υπονομεύσει την εγκυρότητα της μελέτης (Maxwell, 2013: 105).

Η επεξεργασία των δευτερογενών δεδομένων πραγματοποιείται στο Excel.

- **Δομή της έρευνας**

Μετά το εισαγωγικό μέρος, η έρευνα είναι δομημένη ως εξής:

Στο **κεφάλαιο 2** παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας με επεξήγηση των στοιχείων που περιλαμβάνονται σε μία ετήσια έκθεση, θέματα που αφορούν στην ανάλυση και την αποτίμησης μίας μετοχής, καθώς και της συσχέτισης μεταξύ της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής.

Στο **κεφάλαιο 3** παρουσιάζεται η μεθοδολογία της έρευνας με το ερευνητικό σχέδιο και τις ερευνητικές υποθέσεις και παρουσιάζονται οι μεταβλητές της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης και της ανάλυσης συσχέτισης.

Στο **κεφάλαιο 4** συζητούνται τα αποτελέσματα της έρευνας και συσχετίζονται με την υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Στο **κεφάλαιο 5** παρουσιάζονται τα γενικά συμπεράσματα της έρευνας, και αναφέρονται προβλήματα, ιδιαιτερότητες και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

- **Θεωρητικό Υπόβαθρο**

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα στοιχεία που περιλαμβάνονται σε μία ετήσια έκθεση εταιρείας, θέματα που αφορούν στην ανάλυση και την αποτίμησης μίας μετοχής, καθώς και η συσχέτιση μεταξύ της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής.

- **Δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις**

Οι δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων χρησιμεύουν στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων και στην αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών όταν τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων αντικατοπτρίζουν αποτελεσματική διαχείριση των πόρων και των περιουσιακών στοιχείων για τη δημιουργία κερδοφορίας. Οι δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις διακρίνονται σε Ετήσιους Λογαριασμούς και Ισολογισμούς, Λογαριασμούς Αποτελεσμάτων Χρήσεως και την Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ μελέτη αναφορικά με τη σημασία της συχνότητας σύνταξής τους δείχνει ότι η συχνότητα της προετοιμασίας των οικονομικών καταστάσεων συνδέεται άμεσα με το κατά πόσον οι οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούνται στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων καθώς και με το μέγεθος της επιχείρησης και της κοινότητας στην οποία δραστηριοποιείται (Van Auken and Carraher, 2013).

- *Ετήσιοι Λογαριασμοί και Ισολογισμός*

Οι ετήσιοι λογαριασμοί μιας εταιρείας αποτελούνται από τον λογαριασμό κερδών και ζημιών και τον ισολογισμό. Σε περίπτωση μη εμπορικών συναλλαγών, καταρτίζεται λογαριασμός εσόδων και εξόδων αντί για λογαριασμό κερδών και ζημιών. Ο ισολογισμός παρουσιάζει την οικονομική θέση της εταιρείας σε συγκεκριμένη ημερομηνία, ενώ όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις παρουσιάζονται με επίσημο τρόπο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης καταρτίζει τους ετήσιους λογαριασμούς της εταιρείας πριν από την ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Ειδικότερα, ο λογαριασμός κερδών και ζημιών πρέπει να καταρτίζεται εννέα μήνες πριν από την ορισμένη ημερομηνία της γενικής συνέλευσης, εάν πρόκειται για την πρώτη ετήσια γενική συνέλευση, ενώ ο ισολογισμός και ο λογαριασμός

αποτελεσμάτων παρουσιάζονται για οικονομικό έτος που δεν πρέπει να υπερβαίνει τους 15 μήνες.

Ο ισολογισμός μιας εταιρείας πρέπει να παρέχει μια αληθινή και δίκαιη εικόνα της συνολικής κατάστασης της εταιρείας στο τέλος του λειτουργικού κύκλου. Για τον λόγο αυτόν, είναι πολύ σημαντική η ποιότητα των πληροφοριών, βάσει των οποίων πραγματοποιούνται οι σχετικοί υπολογισμοί που παρουσιάζονται στον ισολογισμό. Σε αυτό το πλαίσιο, ο ισολογισμός χρησιμεύει ως εργαλείο στρατηγικής διαχείρισης για τους οικονομικούς φορείς, τους επενδυτές και τους αναλυτές, καθώς και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, δεδομένου ότι βασίζεται στην επεξεργασία περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, τη δομή και τις πηγές της διαμόρφωσής τους, η τήρηση των οποίων εγγυάται υψηλή οικονομική ισχύ και σταθερότητα για την επιχείρηση (Bobryshev et.al., 2014).

- *Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσεως*

Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως είναι εξ ορισμού η κύρια πηγή πληροφοριών για τη μελέτη της οικονομικής απόδοσης μίας εταιρείας. Για τον λόγο αυτόν, θα πρέπει να παρέχει μια αληθινή και δίκαιη εικόνα του κέρδους ή της ζημίας της εταιρείας για το οικονομικό έτος, στο οποίο αναφέρεται και να αντικατοπτρίζει κάθε ουσιώδες στοιχείο, συμπεριλαμβανομένων των πιστώσεων ή των εσόδων και των χρεώσεων ή των εξόδων που αφορούν μη επαναλαμβανόμενες συναλλαγές ή συναλλαγές εξαιρετικού χαρακτήρα. Γενικότερα, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως, εκτός από σαφείς πληροφορίες για τα λειτουργικά κέρδη, τα μη λειτουργικά έσοδα και δαπάνες, τις υποχρεώσεις φόρων εισοδήματος και άλλους φόρου, θα πρέπει να παρέχει τις ακόλουθες πληροφορίες:

- Το συνολικό ποσό των πωλήσεων που πραγματοποίησε η εταιρεία.
- Προμήθειες που έχουν καταβληθεί σε αποκλειστικούς αντιπροσώπους πωλήσεων.
- Προμήθειες που έχουν καταβληθεί σε άλλους αντιπροσώπους πωλήσεων.
- Μεσιτεία και έκπτωση επί των πωλήσεων, εκτός από τη συνήθη εμπορική έκπτωση.

- Στην περίπτωση μίας κατασκευαστικής εταιρείας, η αξία των πρώτων υλών που καταναλώθηκαν θα πρέπει να αποτυπώνει την κατανομή των υλικών και την τελική ποσότητα.
- Σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να αναφέρεται το αρχικό και το τελικό απόθεμα των παραγόμενων αγαθών, τα οποία αντιστοιχούν σε κάθε κλάση εμπορευμάτων.

Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως αρχίζει με το ύψος των εσόδων από τις πωλήσεις των προσφερόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών της επιχείρησης, από τα οποία αφαιρείται το κόστος πωλήσεων και προκύπτει το μικτό κέρδος της χρήσης. Στα μικτά αποτελέσματα προστίθενται άλλα έσοδα εκμετάλλευσης, εάν υπάρχουν και, από το σύνολο αυτό αφαιρούνται τα μη λειτουργικά έξοδα για να προκύψει το ολικό αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης. Το υπόλοιπο μεταβάλλεται αν υπάρχουν έσοδα από συμμετοχές ή χρεόγραφα ή έξοδα από ζημιές από διαφορές αποτίμησης συμμετοχών ή από χρεωστικούς τόκους, τα οποία δεν οφείλονται στην κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης. Στο νέο σύνολο προστίθενται ή αφαιρούνται έσοδα ή έξοδα ανόργανης μορφής, αντίστοιχα και στο τέλος, αφαιρούνται οι αποσβέσεις, για να προκύψουν τα καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης.

- *Έκθεση Διοικητικού Συμβουλίου*

Η Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής:

- Την κατάσταση των υποθέσεων της επιχείρησης.
- Το προτεινόμενο ποσό προς διανομή μερίσματος.
- Το προτεινόμενο ποσό προς το αποθεματικό.
- Οποιοσδήποτε αλλαγές σε υλικά ή σε συμβόλαια που ενδέχεται να επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και έχουν προκύψει μεταξύ της ημερομηνίας κλεισίματος του ισολογισμού και της ημερομηνίας της έκθεσης.
- Οποιαδήποτε πληροφορία σχετικά με νέες τεχνολογίες, συναλλαγματικές διαφορές κλπ., οι οποίες θα πρέπει να αναφέρονται σε προκαθορισμένη μορφή.
- Επεξηγήσεις αναφορικά με τις σημειώσεις των ελεγκτών.
- Δήλωση υπευθυνότητας των διευθυντικών στελεχών.

- Σε περίπτωση που η εταιρεία προχώρησε σε εξαγορά ιδίων μετοχών με έγκριση της Γενικής Συνέλευσης και η εξαγορά δεν πραγματοποιήθηκε μέσα στο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να δώσει εξηγήσεις για την αποτυχία.

Η έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει επίσης να παρουσιάζει τις μεταβολές που έχουν επέλθει κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους στα δραστηριότητες της εταιρείας, στις θυγατρικές της εταιρείας ή στη φύση των δραστηριοτήτων που ασκούνται από αυτές και γενικά στις τάξεις των επιχειρήσεων στις οποίες η εταιρεία έχει έννομο συμφέρον.

- **Ορισμός μετοχής**

Οι μετοχές είναι τίτλοι ιδιοκτησίας στο μετοχικό κεφάλαιο μίας ανώνυμης εταιρείας. Κάθε μέτοχος είναι συνέταιρος στην ανώνυμη εταιρεία σε ποσοστό ανάλογο του αριθμού των μετοχών που κατέχει και έχει δικαίωμα στα κέρδη της εταιρείας, εφόσον υπάρχουν. Επιπλέον, η κατοχή μετοχών συνεπάγεται και δικαίωμα ψήφου στα όργανα λήψης αποφάσεων της εταιρείας. Όταν μία εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οι μετοχές της της διατίθενται στο επενδυτικό κοινό μέσω δημόσιας εγγραφής και παρέχεται το δικαίωμα σε οποιονδήποτε επενδυτή αποκτήσει μετοχές της εταιρείας να γίνει και μέτοχος.

- **Διακρίσεις μετοχών**

Μια εταιρία μπορεί να εκδώσει δύο είδη μετοχών: τις κοινές και τις προνομιούχες. Οι κοινές μετοχές παρέχουν στους δικαιούχους τους τα εξής δικαιώματα:

- Δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της εταιρείας και τη διανομή μερισμάτων ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Οι κοινές μετοχές δικαιούνται κέρδη εφόσον το Διοικητικό Συμβούλιο των μετόχων αποφασίσει να διανείμει μέρισμα κατά την ετήσια συνέλευση.
- Δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε περίπτωση διάλυσης ή πτώχευσης ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Γενικότερα, οι ανώνυμες εταιρείες θεωρούνται απεριόριστης διάρκειας, ειδικότερα εκείνες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Επομένως, οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών, εκτός εάν υπάρχει ισχυρή πιθανότητα ρευστοποίησής τους.

- Δικαίωμα συμμετοχής στη διοίκηση της εταιρείας μέσω του δικαιώματος συμμετοχής και στις Γενικές Συνελεύσεις ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Το δικαίωμα αυτό δεν περιλαμβάνει και δικαίωμα εκλογής στο Διοικητικό Συμβούλιο.
- Δικαίωμα συμμετοχή σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω του δικαιώματος προτίμησης στη νέα έκδοση ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Το δικαίωμα αυτό προστατεύει και τα τρία προηγούμενα (Νεγκάκης, 2016).

Οι κάτοχοι των *προνομιούχων μετοχών* έχουν διαφορετικά δικαιώματα από εκείνα των κατόχων κοινών μετοχών, ως εξής:

- Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών προηγούνται των κοινών μετόχων στην διανομή μερίσματος ή σε περίπτωση ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.
- Οι προνομιούχες μετοχές δικαιούνται κάθε χρόνο ένα σταθερό μέρισμα. Σε περίπτωση που η Γενική Συνέλευση της εταιρείας αποφασίσει να μην διανείμει μέρισμα στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών σε μία χρονική περίοδο, υποχρεούται να καταβάλλει σωρευτικό μέρισμα σε επόμενη χρονική περίοδο.
- Συνήθως οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στα όργανα λήψης αποφάσεων, χωρίς αυτό να αποκλείει ότι υπάρχουν και προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου.

Άλλη μία διάκριση των μετοχών είναι σε ονομαστικές και ανώνυμες. Οι *ονομαστικές μετοχές* είναι οι μετοχές στις οποίες αναγράφεται το όνομα και τα στοιχεία του δικαιούχου και καταχωρούνται στο Μητρώο των Μετόχων. Εταιρίες που είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν μόνο ονομαστικές μετοχές είναι οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι εταιρίες ημερήσιου τύπου και οι εταιρείες κοινής ωφέλειας. Ωστόσο, εφόσον προβλέπεται από το καταστατικό της, οποιαδήποτε εταιρία μπορεί να εκδώσει ονομαστικές μετοχές. Αντιθέτως, οι *ανώνυμες μετοχές* είναι οι μετοχές στις οποίες αναγράφεται μόνο το όνομα της εταιρείας και όχι του δικαιούχου. Η πλειοψηφία των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εκδίδουν ανώνυμες μετοχές (Δράκος, 2016).

- **Προσδιορισμός της αξίας μίας μετοχής**

Ο προσδιορισμός της αξίας μίας μετοχής αναφέρεται με τρεις βασικούς τρόπους:

- *Ονομαστική Αξία Μετοχής (Nominal Value)*

Ως ονομαστική αξία μίας μετοχής ορίζεται η αξία που προκύπτει από τη διαίρεση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας προς τον συνολικό αριθμό των μετοχών.

Επομένως:

Η ονομαστική αξία διαφέρει από την αγοραία αξία, η οποία αντανακλά την τιμή που είναι διατεθειμένη να πληρώσει η αγορά. Αυτές οι δύο τιμές μπορεί να διαφέρουν σημαντικά λόγω των διαφορετικών συνθηκών της αγοράς καθώς και της προσφοράς και της ζήτησης. Με την έκδοση νέων μετοχών, ξεκινά και η διαπραγμάτευση, γεγονός που προκαλεί διακύμανση στην αγοραία τιμή των μετοχών. Για τον υπολογισμό της διαφοράς μεταξύ ονομαστικής και πραγματικής τιμής, αφαιρούμε τη μικρότερη τιμή από την υψηλότερη τιμή.

Οι ονομαστικές αξίες των κοινών μετοχών αποδίδονται αυθαίρετα και καταχωρούνται στον ισολογισμό της εταιρείας ως εισροή μετρητών. Οι προνομιούχες μετοχές έχουν συγκεκριμένη ονομαστική αξία, η οποία επίσης αντικατοπτρίζει ένα ποσό που η εταιρεία οφείλει στον μέτοχο σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, οι κοινές μετοχές έχουν περισσότερες πιθανότητες να χάσουν αξία σε σχέση με τις προνομιούχες μετοχές και να έχουν μεγαλύτερη απόκλιση μεταξύ της ονομαστικής και της αγοραίας αξίας τους.

- *Λογιστική Αξία Μετοχής (Equity Value)*

Ως λογιστική αξία μίας μετοχής ορίζεται η αξία που προκύπτει από τη διαίρεση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (Καθαρή Θέση) προς τον συνολικό αριθμό των μετοχών. Η λογιστική αξία μπορεί να είναι μεγαλύτερη, μικρότερη ή ίση της ονομαστικής αξίας. Επομένως:

Οι επενδυτές ενδιαφέρονται να παρακολουθήσουν την αύξηση της λογιστικής αξίας της μετοχής διαχρονικά, διότι αυτό σημαίνει μελλοντική αύξηση των κερδών από τα μη διανεμόμενα κέρδη.

- *Αγοραία ή Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής (Market Value)*

Ως αγοραία αξία μίας μετοχής ορίζεται η τιμή που οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να καταβάλλουν για την απόκτηση ποσοστών ιδιοκτησίας σε μία εταιρία και υπολογίζεται με τη διαίρεση της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας προς τον συνολικό αριθμό των μετοχών. Επομένως:

Η αγοραία αξία της μετοχής δεν σχετίζεται με τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και μπορεί να διαφέρει σημαντικά τόσο από τη λογιστική, όσο και ονομαστική αξία της μετοχής. Για παράδειγμα: το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας είναι 20,000,000 ευρώ και αποτελείται από 1,000,000 κοινές μετοχές. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας είναι 11,000,000 ευρώ και η χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας ανέρχεται στα 45,000,000. Επομένως:

- Ονομαστική αξία = Μετοχικό κεφάλαιο / Σύνολο μετοχών = $20,000,000 / 1,000,000 = 20$ ευρώ
- Λογιστική αξία = Ίδια κεφάλαια / Σύνολο μετοχών = $11,000,000 / 1,000,000 = 11$ ευρώ
- Αγοραία αξία = Χρηματιστηριακή αξία εταιρείας / Σύνολο μετοχών = $45,000,000 / 1,000,000 = 45$ ευρώ

Όταν μία εταιρία εκδίδει νέες μετοχές, η τιμή έκδοσης μπορεί να είναι στο άρτιο όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι ίση με την ονομαστική αξία της μετοχής, υπέρ το άρτιο όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία της μετοχής ή υπό το άρτιο: όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι χαμηλότερη από την ονομαστική αξία της μετοχής.

- **Μέθοδοι αποτίμησης μετοχής**

Η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο στην επένδυση χαρτοφυλακίου και συνδέεται απόλυτα με τον προφίλ του επενδυτή. Οι συντηρητικοί επενδυτές επιλέγουν χαρτοφυλάκια χαμηλού κινδύνου, τα οποία αποτελούνται σε μεγαλύτερο βαθμό από ομόλογα, ενώ οι επιθετικοί επενδυτές επιλέγουν χαρτοφυλάκια υψηλού κινδύνου, τα οποία αποτελούνται σε μεγαλύτερο βαθμό από μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης, η αποτίμηση αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο της θεμελιώδους ανάλυσης, καθώς ότι η εγγενής αξία του περιουσιακού στοιχείου συνδέεται με τις ταμειακές ροές, τα κέρδη και τις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης (Brigham, and Ehrhardt, 2016).

Μία δομημένη και ολοκληρωμένη αποτίμηση περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

- Στρατηγική ανάλυση της επιχείρησης.
- Προβλέψεις μελλοντικής απόδοσης, οι οποίες θα πρέπει να είναι συνεπείς προς τις αναμενόμενες ταμειακές ροές.
- Υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου με βάση το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον και τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.
- Υπολογισμός της παρούσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ροών.
- Ανάλυση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων (Kumar, 2016:4).

Τα παραπάνω στάδια γίνονται εφικτά με την επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης και την συνεπή και αξιόπιστη μεταφορά των συλλεγμένων πληροφοριών στο μοντέλο αποτίμησης. Ωστόσο, παρά τα δεδομένα πλεονεκτήματα της αποτίμησης, υπάρχουν ορισμένοι μύθοι που σχετίζονται με αυτήν, ως ακολούθως:

Μύθος 1: Εφόσον οι μέθοδοι αποτίμησης είναι ποσοτικές, η αποτίμηση είναι αντικειμενική

Οι μέθοδοι αποτίμησης είναι ποσοτικές, όμως η διαδικασία της αποτίμησης υπόκειται στην υποκειμενική αναλυτική ικανότητα του ατόμου που πραγματοποιεί την αποτίμηση καθώς και σε παράγοντες που ανάγονται στο πλαίσιο της δημιουργικής λογιστικής, έτσι ώστε το τελικό αποτέλεσμα να είναι όσο το δυνατόν πλησιέστερο της εγγενούς αξίας. Εάν μία μετοχή διαπραγματεύεται σε τιμή υψηλότερη της εγγενούς αξίας (υπερτιμημένη) ή σε τιμή χαμηλότερη της εγγενούς αξίας

(υποτιμημένη) είναι ένα αποτέλεσμα που προκύπτει μετά την ολοκλήρωση της αποτίμησης. Ωστόσο, η μείωση ή η αύξηση των θέσεων σε μία μετοχή σε πρότερο χρόνο δημιουργεί υποκειμενικότητα.

Μύθος 2: Μία καλά διερευνημένη και δομημένη αποτίμηση είναι διαχρονική

Η αξία που υπολογίζεται σε κάθε αποτίμηση είναι βασισμένη στις συνθήκες της αγοράς και την γενικότερη κατάσταση της επιχείρησης κατά την περίοδο που πραγματοποιείται η αποτίμηση. Επομένως, κάθε νέα πληροφορία σχετικά με την επιχείρηση, μεταβάλλει ανάλογα και την αξία της μετοχής της.

Μύθος 3: Μία καλή αποτίμηση παρέχει μία ακριβή εκτίμηση της αξίας

Κάθε μορφής αποτίμηση εμπεριέχει έναν βαθμό αβεβαιότητας, δεδομένου ότι βασίζεται σε συγκεκριμένες παραδοχές, οι οποίες εμπεριέχουν ένα περιθώριο λάθους.

Μύθος 5: Η αγορά έχει γενικά λάθος εκτιμήσεις

Η τιμή αγοράς είναι πάντοτε το σημείο αναφοράς για την σύγκριση της τελικής αξίας της μετοχής, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν το περιουσιακό στοιχείο είναι υποτιμημένο, υπερτιμημένο ή έχει μία εύλογη αξία. Ωστόσο, εάν υπάρχει μεγάλη απόκλιση μεταξύ της αξίας της αποτίμησης και της αγοραίας αξίας, ενδέχεται η αποτίμηση να είναι εντελώς λανθασμένη ή η αγορά να έχει εντελώς λάθος εκτίμηση. Σε κάθε περίπτωση, ο αναλυτής θα πρέπει να ξεκινά με την υπόθεση ότι η αγορά έχει σωστή εκτίμηση διότι έχει λάβει υπόψιν και άλλες αποτιμήσεις στην διαμόρφωση της αγοραίας αξίας.

Μύθος 6: Σημασία έχει η αξία και όχι η διαδικασία της αποτίμησης

Η αποτίμηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν και την διαδικασία αποτίμησης, η οποία μπορεί να απαντήσει κάποια θεμελιώδη ερωτήματα όπως ποια είναι η μέγιστη τιμή που πρέπει να πληρώσουν οι επενδυτές για υψηλή ανάπτυξη ή ποια είναι η επίπτωση του περιθωρίου στην αξία της επιχείρησης (Damodaran, 1996:2-4).

- *Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF)*

Η μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF) είναι μία δυναμική μέθοδος αξιολόγησης επενδύσεων, η οποία λαμβάνει υπόψιν περισσότερες από μία

χρονικές περιόδους για να αναγνωρίσει τη χρονική αξία του χρήματος (Götze, et.al., 2015). Σύμφωνα με το DCF, η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι η καθαρή παρούσα αξία αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών μετά την αποπληρωμή όλων των εξόδων, των φορολογικών υποχρεώσεων και των αποπληρωμών του αρχικού κεφαλαίου στο κόστος ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή του ποσοστού απόδοσης που απαιτείται από τους επενδυτές. Επομένως:

όπου,

- V_0 = η αξία του περιουσιακού στοιχείου στο $t = 0$
- CF_t = η αναμενόμενη αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών κατά το χρόνο t , και
- r = το προεξοφλητικό επιτόκιο

Τα βήματα της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών είναι τα εξής:

- **Υπολογισμός Προεξοφλητικού Επιτοκίου**

Το πρώτο βήμα είναι ο υπολογισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου που θα χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση της μετοχής. Ο υπολογισμός γίνεται με τη μέθοδο του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (Weighted average cost of capital, WACC), το οποίο αποτυπώνει την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης ως:

$$M.S.K.K. (WACC) = \text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων} \times E/V + \text{Κόστος Χρέους} \times (1 - \text{φορολογικός συντελεστής}) \times D/V$$

όπου,

- E/V = ποσοστό ιδίων κεφαλαίων = $\text{ίδια κεφάλαια} / (\text{ίδια κεφάλαια} + \text{χρέος})$
- D/V = ποσοστό χρέους = $\text{χρέος} / (\text{ίδια κεφάλαια} + \text{χρέος})$ (CFA Institute, 2010:108).

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων (R_e) γίνεται με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM), το οποίο συσχετίζει την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής με τον κίνδυνο της αγοράς, όπως αυτός αποτιμάται από τον δείκτη beta. Επομένως:

$$\text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Re)} = \text{Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου (Rf)} + \text{Beta} \\ \text{Ιδίων Κεφαλαίων} \times (E(Rm) - Rf)$$

όπου,

- Rf = επιτόκιο μηδενικού κινδύνου
- beta = ο συστημικός κίνδυνος της αγοράς
- E(Rm) = αναμενόμενη απόδοση επί του δείκτη αγοράς (πάνω και επιπλέον του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου) σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο

Ο υπολογισμός του κόστους χρέους (Rd) μετά φόρων:

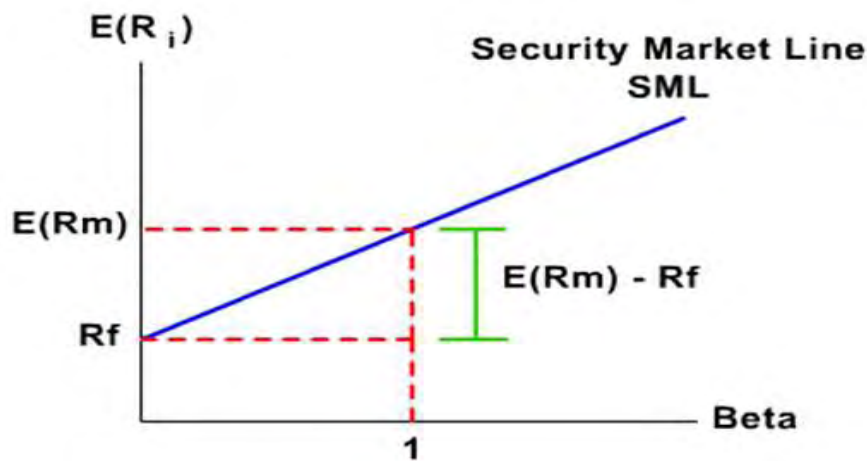
$$\text{Κόστος Χρέους (Rd)} = \text{Χρέος} \times (1 - \text{φορολογικός συντελεστής})$$

Ο βαθμός στον οποίον το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου επηρεάζει την τρέχουσα αξία της μετοχής εξαρτάται από τον τρόπο αποτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), οι επιχειρήσεις με υψηλό κόστος των ιδίων κεφαλαίων τείνουν να επενδύουν περισσότερο. Όταν χρησιμοποιείται το τεκμαρτό κόστος του κεφαλαίου, οι επιχειρήσεις με υψηλό κόστος ιδίων κεφαλαίων τείνουν να επενδύουν λιγότερο. Το τεκμαρτό κόστος του κεφαλαίου μπορεί να αντανακλά καλύτερα την χρονικά μεταβαλλόμενη απαιτούμενη απόδοση του κεφαλαίου (Franka and Shen, 2016). Παρά την ευρεία χρήση του, το υπόδειγμα CAPM έχει επικριθεί ως μη ρεαλιστικό λόγω των παρακάτω παραδοχών του:

- Όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες στους επενδυτές, οι οποίοι θεωρούν κάθε επένδυση σαν κατανομή πιθανότητας της αναμενόμενης απόδοσης, μεγιστοποιώντας την αναμενόμενη χρησιμότητα κατά τη διάρκεια μιας ενιαίας περιόδου επενδυτικού ορίζοντα.
- Οι επενδυτές δεν είναι πρόθυμοι να αναλάβουν επενδυτικό κίνδυνο.
- Οι επενδυτές κατέχουν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια που σημαίνει ότι προσδοκούν απόδοση από τον συστημικό κίνδυνο beta του χαρτοφυλακίου τους, αγνοώντας τον μη-συστηματικό κίνδυνο της αγοράς.
- Οι κεφαλαιαγορές είναι τέλεια ανταγωνιστικές. Αυτό σημαίνει ότι έχουν μεγάλο αριθμό αγοραστών και πωλητών, κανείς δεν μπορεί να επηρεάσει την

αγορά, δεν υπάρχουν φόροι και κόστος συναλλαγών, δεν υπάρχουν φραγμοί εισόδου ή εξόδου στην αγορά και τα χρεόγραφα είναι πλήρως και άμεσα ρευστοποιήσιμα και πλήρως διαιρετά.

- Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να δανείζονται και να δανείζουν με επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, το οποίο αντιστοιχεί στο σημείο τομής της γραμμής αγοράς αξιογράφων (security market line, SML) και του άξονα y (Γράφημα 2-1) (Watson and Head, 2013:223).



Διάγραμμα 21 Γραμμή αγοράς αξιογράφων (SML)

Πηγή: Watson and Head (2013:223)

Θεωρώντας ότι το beta της εξίσωσης, ισούται με 0, τότε η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής ισοδυναμεί με το επιτόκιο του ακίνδυνου αξιογράφου. Εάν το beta ισούται με 1, τότε η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής ισοδυναμεί με την απόδοση της αγοράς. Επομένως, δεδομένου ότι το beta αποτιμά την ευαισθησία της τιμής της μετοχής στις κινήσεις της αγοράς για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με βάση την γραμμικότητα και την ανοδική κλίση της γραμμής SML, συμπεραίνουμε ότι μετοχές με υψηλό beta έχουν και υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση από τις μετοχές με χαμηλό beta.

- **Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών**

Το δεύτερο βήμα της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών είναι ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών με τον τύπο:

$$\text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές} = \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής}) + \text{Απόσβεση} - \text{Κεφαλαιακές Δαπάνες} - \text{Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Οι μεταβολές κεφαλαίου κίνησης είναι η διαφορά του κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, όπως αυτές αναφέρονται στον ισολογισμό μίας εταιρείας. Εάν η επιχείρηση καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα τρέχοντα περιουσιακά της στοιχεία, η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης είναι θετική, ενώ εάν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι υψηλότερες από τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία, η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητική. Γενικότερα, οι καθαρές κεφαλαιακές δαπάνες παρέχουν μία ένδειξη του αναμενόμενου ή του πραγματικού ρυθμού ανάπτυξης μίας εταιρείας.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται είτε προς τους μετόχους ιδίων κεφαλαίων (Free Cash Flow to Equity, FCFE), είτε προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm, FCFF).

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους ιδίων κεφαλαίων (FCFE) γίνεται με προεξόφληση της υπολειμματικής αξίας μετά την κάλυψη των εξόδων τόκων, φόρων και πληρωμών δανείων με το κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη απόδοση των μετόχων ιδίων κεφαλαίων από την επένδυση στην επιχείρηση.

όπου,

- V_{FCFE} = η αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών στο $t = 0$
- FCFE = οι ελεύθερες ταμειακές ροές μετά την αφαίρεση των καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών και των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης από τα καθαρά κέρδη και την πρόσθεση του χρέους μείον τις πληρωμές.
- K_e = κόστος ιδίων κεφαλαίων

Η υπολειμματική αξία (residual value) ορίζεται ως «η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμειακών ροών». Δεδομένου ότι οι εκτιμήσεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές αναφέρονται σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα όπου υπολογίζεται ο ρυθμός ανάπτυξης g_1 , οι αναλυτές υπολογίζουν την υπολειμματική αξία της επιχείρησης στο διηνεκές, δηλαδή μετά το τέλος της προκαθορισμένης

περιόδου ανάπτυξης (Damodaran, 2017). Για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές του τελευταίου έτους του καθορισμένου χρονικού ορίζοντα και ο ρυθμός ανάπτυξης για τα έτη που ακολουθούν. Επομένως:

όπου,

- CF = Ταμειακές ροές περιόδου
- g = Ρυθμός ανάπτυξης
- r = Προεξοφλητικό επιτόκιο

Συνήθως οι προβλέψεις για τις ταμειακές ροές στο διηνεκές γίνονται με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_2 , ο οποίος δεν μπορεί να είναι υψηλότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Όσο μικρότερο είναι το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό της υπολειμματικής αξίας στη συνολική αξία της επιχείρησης. Αντιθέτως, όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα της πρόβλεψης, τόσο μικρότερο είναι το ποσοστό της υπολειμματικής αξίας στη συνολική αξία της επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, η υπολειμματική αξία αυξάνεται ανάλογα με τον ρυθμό ανάπτυξης όταν δεν χρησιμοποιείται σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για τις προβλέψεις στο διηνεκές. Τέλος, η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας μπορεί να είναι μεγαλύτερη από το 100% της παρούσας αξίας της μετοχής (Damodaran, 2017).

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση (FCFF) γίνεται με προεξόφληση της υπολειμματικής αξίας μετά την κάλυψη των κεφαλαιουχικών δαπανών και των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης πριν την εξόφληση των δανειακών υποχρεώσεων με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το κόστος των διαφορετικών τρόπων χρηματοδότησης της επιχείρησης ανάλογα με το ειδικό τους βάρος.

όπου,

- Firm Value = η αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών της επιχείρησης στο $t = 0$
- FCFF = οι ελεύθερες ταμειακές ροές μετά την αφαίρεση των κεφαλαιουχικών δαπανών και των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης από τα καθαρά κέρδη, αλλά πριν την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων

- WACC = μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

- **Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης κερδών**

Το τρίτο βήμα της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών είναι η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης των αναμενόμενων κερδών. Για να γίνει όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστη πρόβλεψη, λαμβάνονται υπόψιν:

- Το μέγεθος της εταιρείας και ο κλάδος όπου δραστηριοποιείται.
- Το μερίδιο αγοράς που κατέχει.
- Εμπόδια εισόδου στην αγορά και διαφοροποιημένα πλεονεκτήματα: ένα η επιχείρηση διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της, αναμένεται να έχει υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης.
- Ο τρέχων ρυθμός ανάπτυξης, ο οποίος αποτελεί ένδειξη του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης, κατά προσέγγιση. Για παράδειγμα, μία εταιρεία που αναπτύσσεται με ρυθμό 35%, αναμένεται να έχει υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμη βάση από μία εταιρεία με τρέχοντα ρυθμό ανάπτυξης 15%.

Παραδοχές μεθόδου DCF

Μία βασική υπόθεση σε όλα τα μοντέλα DCF είναι η περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Οι υποθέσεις που μπορούν να γίνουν είναι ότι:

- Ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι χαμηλός, επομένως η εταιρεία βρίσκεται σε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης,
- Ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι υψηλός για μία περίοδο, στο τέλος της οποίας, θα επανέλθει στον σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (2-στάδιο).
- Ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι υψηλός για μία περίοδο, στο τέλος της οποίας, θα επανέλθει σταδιακά στον σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (3-στάδιο).

Σε κάθε περίπτωση, η μέθοδος DCF έχει σαν στόχο να εκτιμήσει την εγγενή αξία (intrinsic value) μίας μετοχής συγκριτικά με την αγοραία αξία. Επομένως, οι πιθανές εκβάσεις είναι:

- Η αγοραία αξία της επιχείρησης ή του περιουσιακού στοιχείου να ισούται με την εγγενή αξία, επομένως η μετοχή έχει μία εύλογη αξία (fairly valued).
- Η αγοραία αξία της επιχείρησης ή του περιουσιακού στοιχείου να είναι μεγαλύτερη από την εγγενή αξία, επομένως η μετοχή είναι υπερτιμημένη (overvalued).
- Η αγοραία αξία της επιχείρησης ή του περιουσιακού στοιχείου να είναι μικρότερη από την εγγενή αξία, επομένως η μετοχή είναι υποτιμημένη (undervalued).

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα DCF

Το κυρίως πλεονέκτημα της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών είναι ο λεπτομερής σχεδιασμός του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως, τα οποία περιλαμβάνουν όλες τις μελλοντικές εισροές και εκροές κεφαλαίων. Με τον τρόπο αυτό, η προβλεπόμενη ισορροπία αποτυπώνεται σε μεγάλο βαθμό σε πραγματικά μελλοντικά κεφάλαια, παράγοντας ακριβή και ρεαλιστικά αποτελέσματα σε σχέση με την αξία της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτόν, γίνεται αναγωγή στις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης, ενώ παράλληλα η ανάλυση αριθμοδεικτών και η ανάλυση τάσης μπορούν να αποτυπώσουν ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα αναφορικά με την εγγενή αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψιν ταμειακές ροές που συνδέονται με το χρέος και τους τόκους της επιχείρησης.

Από την άλλη πλευρά, το γεγονός ότι η μέθοδος αγνοεί το χρέος της επιχείρησης θεωρείται και μειονέκτημα διότι δημιουργεί δυσκολία στην πρόβλεψη της δομής των πόρων της επιχείρησης καθώς δεν προσυπολογίζονται τυχόν εκκρεμείς αποπληρωμές του χρέους, ή πιθανές νέες χρηματοδοτήσεις (Vlaović-Begović et.al., 2013). Επιπλέον, η διαδικασία αποτίμησης είναι χρονοβόρα, απαιτεί ευρεία συλλογή πληροφοριών και βασίζεται τόσο στις αναλυτικές ικανότητες του ατόμου που πραγματοποιεί την αποτίμηση, όσο και σε αρκετές παραδοχές, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε λανθασμένο συμπέρασμα εάν δεν τηρηθούν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

- *Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων DDM*

Η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discounted model, DDM) είναι μία ιδιαίτερη περίπτωση αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων όπου η αξία της μετοχής ισούται με τρέχουσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων. Η μέθοδος DDM χρησιμοποιείται στις περιπτώσεις όπου η επιχείρηση έχει μια ευδιάκριτη μερισματική πολιτική, η οποία συνδέεται άμεσα με την κερδοφορία της.

Σύμφωνα με την μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, η παρούσα αξία των μερισμάτων στο διηλεκές υπολογίζεται ως:

όπου,

- V_0 = η παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο διηλεκές
- D_1, D_2, \dots = τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή.
- k = αναμενόμενη απόδοση

Η μέθοδος βασίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών και των μερισμάτων της επιχείρησης συσχετίζεται με beta της μετοχής. Συνήθως, δεδομένου ότι ο υπολογισμός των αναμενόμενων μερισμάτων γίνεται στο διηλεκές, οι αναλυτές χρησιμοποιούν έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g με βάση το μοντέλο ανάπτυξης Gordon. Σύμφωνα με αυτό, η αξία της μετοχής συσχετίζεται τα αναμενόμενα μερίσματα, την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής, και τον ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων.

όπου,

- P = η αξία της μετοχής
- D_1 = τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή την επόμενη περίοδο
- r = αναμενόμενη απόδοση
- g = ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων στο διηλεκές

Η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων είναι εξαιρετικά απλή στην εφαρμογή της. Ωστόσο, δεν επαρκεί για την αποτίμηση όλων των μετοχών, αλλά μόνο εκείνων που παρέχουν σταθερά μερίσματα υψηλής μερισματικής απόδοσης στους επενδυτές. Στην

πραγματικότητα αυτό δεν ευσταθεί διότι η μέθοδος μπορεί να εφαρμοστεί και σε μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση υπό την προϋπόθεση ότι το μέρισμα αντανakλά ένα ρυθμό ανάπτυξης που συνάδει με τα θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης όπως τα έσοδα και τα κέρδη. Ακόμα και επιχειρήσεις που έχουν υψηλή κερδοφορία χωρίς να διανέμουν μερίσματα μπορούν να αποτιμηθούν με την μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων με την παραδοχή ότι εάν πλήρωνε μερίσματα, ο ρυθμός ανάπτυξής τους θα ανταποκρίνεται στον ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης.

Άλλο ένα θέμα προς συζήτηση είναι η αντιφατική φύση της μεθόδου καθώς όταν η αγορά ανεβαίνει, όλο και λιγότερες μετοχές προκύπτουν ως υποτιμημένες από το DDM. Από την άλλη πλευρά, οι υποστηρικτές της μεθόδου θεωρούν ότι εάν η αγορά ανεβαίνει ως αποτέλεσμα βελτίωσης στα θεμελιώδη στοιχεία της οικονομίας, το DDM θα ακολουθήσει την ίδια πορεία. Αντιθέτως, εάν η άνοδος της αγοράς είναι σχεδόν τεχνητή, η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων λειτουργεί σαν επαγρύπνηση προς τους επενδυτές ότι η αγορά είναι υπερτιμημένη σε σχέση με τα μερίσματα και τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων.

Τέλος, τα αποτελέσματα της αποτίμησης είναι συχνά συντηρητικά. Αυτό συμβαίνει διότι ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μερισμάτων δεν λαμβάνει υπόψιν και περιουσιακά στοιχεία που δεν αξιοποιούνται πλήρως από την επιχείρηση (Damodaran, 1996:212).

- *Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Σχετική Αποτίμηση)*

Η μέθοδος δεικτών κεφαλαιαγοράς βασίζεται στο μοντέλο σχετικής αποτίμησης (relative valuation model), το οποίο συγκρίνει την αξία μιας επιχείρησης με εκείνη των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων προκειμένου να καθορίσει την χρηματοοικονομική της αξία. Το μοντέλο της σχετικής αποτίμησης είναι μια εναλλακτική λύση των μοντέλων απόλυτης αποτίμησης, τα οποία έχουν σαν στόχο να καθορίσουν την εγγενή αξία μιας επιχείρησης με βάση τις εκτιμώμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλημένες στην παρούσα αξία τους.

Οι βασικές υποθέσεις του μοντέλου σχετικής αποτίμησης είναι:

- Η εγγενής αξία μίας μετοχής είναι ίση με το ποσό που είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν οι επενδυτές με βάση τα μοναδικά χαρακτηριστικά της.

- Οι αγορές είναι αναποτελεσματικές και τα περιουσιακά στοιχεία δεν τιμολογούνται τέλεια, αλλά επειδή τα περιουσιακά στοιχεία είναι συγκρίσιμα, τα λάθη στην τιμολόγηση μπορούν να εντοπιστούν και να διορθωθούν πιο εύκολα.

Στην μέθοδο δεικτών κεφαλαιαγοράς, η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου συγκρίνεται με τις αγοραίες αξίες συγκρίσιμων περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, για να πραγματοποιηθεί μία σχετική αποτίμηση, χρειάζεται να αναγνωριστούν συγκρίσιμες μετοχές, να υπολογιστούν οι αγοραίες αξίες τους, να μετατραπούν οι αξίες αυτές σε τυποποιημένες αξίες ώστε να παραχθούν πολλαπλάσια και να γίνει σύγκριση μεταξύ των πολλαπλασίων των μετοχών. Με τον τρόπο αυτόν δημιουργείται ένα σημείο αναφοράς (benchmark) για την σύγκριση, το οποίο είναι ο μέσος όρος των τιμών μιας ομάδας μετοχών, συνήθως έξι έως οκτώ (Sharma and Prashar, 2013). Η μετατροπή της αγοραίας αξίας σε τυποποιημένη αξία γίνεται με την χρήση μιας κοινής μεταβλητής όπως τα κέρδη, η λογιστική αξία ή τα έσοδα (Πίνακας 2-1).

Πίνακας 21 Πολλαπλάσια Σχετικής Αποτίμησης

EV / EBITDA	Το πολλαπλάσιο Αξία επιχείρησης / Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA) είναι από τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα πολλαπλάσια καθώς το EBITDA χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο για τις ταμειακές ροές που διαθέτει η επιχείρηση. Ένα ιδανικό πολλαπλάσιο EV/EBITDA είναι συχνά από 6.0x έως 18.0x.
EV / EBIT	Όταν τα έξοδα αποσβέσεων είναι μικρά, τα πολλαπλάσια EV/EBIT και EV / EBITDA είναι παρόμοια. Σε αντίθεση με το EBITDA, το EBIT (κέρδη προ τόκων και φόρων) αναγνωρίζει ότι οι αποσβέσεις, παρόλο που δεν είναι χρεώσεις σε μετρητά, αντανακλούν τις πραγματικές δαπάνες που συνδέονται με τη χρήση και τη φθορά των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Ένα ιδανικό πολλαπλάσιο EV / EBIT είναι μεταξύ 10.0x και 25.0x.
P / E	Το P/E ισούται με το λόγο της αξίας των ιδίων κεφαλαίων στο καθαρό εισόδημα, στο οποίο ο αριθμητής (τιμή) και ο παρονομαστής (κέρδη ανά μετοχή) διαιρούνται με τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας. Ένα ιδανικό πολλαπλάσιο P/E είναι συχνά μεταξύ 15.0x σε 30.0x.
PEG	Ο δείκτης PEG είναι το P/E προς τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης του EPS και κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 0.50x και 3.00x. Ο δείκτης PEG είναι ευέλικτος δεδομένου ότι το αναμενόμενο επίπεδο ανάπτυξης ποικίλλει μεταξύ των επιχειρήσεων, επιτρέποντας τη σύγκριση μεταξύ εταιρειών που βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης. Παρόλο που δεν υπάρχει πρότυπος χρονικός ορίζοντας ανάπτυξη για το EPS, οι αναλυτές χρησιμοποιούν τον ρυθμό ανάπτυξης 5ετίας.
EV / Sales	Το πολλαπλάσιο Αξία επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV / Sales) χρησιμοποιείται για την αποτίμηση εταιρειών με υψηλό κόστος λειτουργίας, το οποίο υπερβαίνει τα έσοδα. Ωστόσο, επιχειρήσεις με ίδια έσοδα μπορεί να έχουν διαφορετικά περιθώρια κέρδους. Ένα ιδανικό πολλαπλάσιο EV / Sales είναι συχνά από 1.00x έως 3.00x.
P/BV	Το πολλαπλάσιο Τιμή προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (P/BV) συγκρίνει την αξία της αγοράς μιας μετοχής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Ένας χαμηλός

	δείκτης P/BV μπορεί να σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ή ότι κάτι είναι θεμελιωδώς λάθος με την εταιρεία. Ωστόσο, αυτό εξαρτάται από τον κλάδο που δραστηριοποιείται κάθε επιχείρηση.
P/S	Το πολλαπλάσιο Τιμή προς Πωλήσεις (P/S) συγκρίνει την τιμή της μετοχής μιας εταιρείας με τα έσοδα της επιχείρησης. Μπορεί να υπολογιστεί είτε διαιρώντας την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας προς το σύνολο των πωλήσεων της για περίοδο 12 μηνών, ή διαιρώντας την τιμή της μετοχής προς τις πωλήσεις ανά μετοχή για περίοδο 12 μηνών. Ένας χαμηλός δείκτης μπορεί να υποδεικνύει υποτίμηση, ενώ ένα ποσοστό σημαντικά πάνω από τον μέσο όρο μπορεί να υποθέτει υπερτίμηση της μετοχής.

Πηγή: Damodaran (2012) και ίδια επεξεργασία

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της σχετικής αποτίμησης είναι ότι μπορεί να πραγματοποιηθεί με πολύ λιγότερες υποθέσεις και πολύ πιο σύντομα από την μέθοδο προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών. Δεύτερον, είναι πιο κατανοητή μέθοδος και μπορεί εύκολα να παρουσιαστεί σε επενδυτές και πελάτες. Τέλος, είναι πιθανότερο να αντανακλά την τη διάθεση της αγοράς δεδομένου ότι επιχειρεί να αποτιμήσει την τρέχουσα αξία και όχι την εγγενή. Γενικότερα, η σχετική αποτίμηση τείνει να παράγει υψηλότερες τιμές από την μέθοδο προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών, γεγονός που εξυπηρετεί τους διαχειριστές κεφαλαίων που επιλέγουν μετοχές ενός κλάδου με βάση το πώς αποτιμώνται συγκριτικά με τον μέσο όρο του κλάδου (Damodaran, 2012:453).

Από την άλλη πλευρά, η ευκολία με την οποία η σχετική αποτίμηση μπορεί να εφαρμοστεί μέσω πολλαπλασίων σε μία ομάδα συγκρίσιμων μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε αντιφατική εκτίμηση της αξίας όταν αγνοούνται βασικές μεταβλητές, όπως ο κίνδυνος, η ανάπτυξη ή οι δυνητικές ταμειακές ροές. Δεύτερον, το γεγονός ότι πολλαπλάσια αντανακλούν τη διάθεση της αγοράς συνεπάγεται επίσης ότι η χρήση σχετικής αποτίμησης για την εκτίμηση της αξίας μίας μετοχής μπορεί να οδηγήσει σε τιμές που είναι πάρα πολύ υψηλές, όταν η αγορά υπερεκτιμά συγκρίσιμες εταιρείες, ή πολύ χαμηλές, όταν η αγορά υποτιμά αυτές τις εταιρείες. Τέλος, οι υποκείμενες παραδοχές στην σχετική αποτίμηση την καθιστούν ιδιαίτερα ευάλωτη σε χειραγώγηση (Damodaran, 2012:454).

- **Συσχέτιση δημοσιοποιούμενης λογιστικής και απόδοσης της μετοχής**

Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση είναι πολύ σημαντική για τους επενδυτές, τόσο των ιδιωτικών όσο και των δημοσίων εταιρειών. Έρευνα σε δείγμα εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών αναφορικά με την ποιότητα των οικονομικών αναφορών των ιδιωτικών και δημόσιων επιχειρήσεων διαπιστώνει ότι, σε γενικές γραμμές, οι δημόσιες επιχειρήσεις είναι περισσότερο συντηρητικές και έχουν υψηλότερη ποιότητα περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που υποδεικνύει μεγαλύτερη ζήτηση για χρηματοοικονομικές πληροφορίες από τις δημόσιες εταιρείες (Hope et.al., 2013). Ωστόσο, συγκρίνοντας την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης από δύο τύπους δημόσιων επιχειρήσεων - εκείνων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο και εκείνων με ιδιωτική κεφαλαιακή επένδυση, οι οποίες θεωρούνται δημόσιες λόγω του δημόσιου χρέους τους, φαίνεται ότι τα κέρδη των εταιρειών δημόσιας κεφαλαιοποίησης είναι υψηλότερης ποιότητας από τα κέρδη των εταιρειών ιδιωτικών συμμετοχών λόγω της αυξημένης ζήτησης των μετόχων και των πιστωτών για την υποβολή εκθέσεων ποιότητας. Αντιθέτως, οι δημόσιες εταιρείες μετοχών, επειδή οι διαχειριστές τους έχουν μεγαλύτερο κίνητρο για τη διαχείριση των κερδών, έχουν χαμηλότερη ποιότητα κερδών από τους αντίστοιχους ιδιωτικούς επενδυτές (Givoli et. al., 2010).

Μελέτη αναφορικά με το κατά πόσον ένα σοκ στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση έχει διαφορετικό αντίκτυπο στις αγορές χρέους και μετοχών δείχνει ότι η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης έχει σημαντικά μεγαλύτερη επίδραση στο εξωτερικό χρέος παρά στις ξένες επενδυτικές ροές. Το αποτέλεσμα είναι συμβατό με την ιδέα ότι οι επενδυτές χρέους είναι μεγαλύτεροι καταναλωτές των πληροφοριών των οικονομικών καταστάσεων. Επιπλέον, σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, οι αυξήσεις μετά την υιοθέτηση των ξένων μετοχικών επενδύσεων περιορίζονται σε χώρες με υψηλή ή βελτιούμενη ποιότητα διακυβέρνησης, ενώ, αντιθέτως οι αυξήσεις στις εξωτερικές ροές των επενδύσεων δεν εξαρτώνται από την ποιότητα της διακυβέρνησης (Beneish et. al. 2012). Έρευνα στις αναδυόμενες αγορές της Τσεχίας, της Ουγγαρίας, της Ρουμανίας και της Τουρκίας αναφορικά με την χρηματοοικονομική πληροφόρηση που παρέχουν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στους επενδυτές εντοπίζει διαφορές στην υποχρεωτική υιοθέτηση ή την εθελοντική υιοθέτηση ή σύγκλιση των εθνικών κανονισμών με τα ΔΠΧΠ για τις υποχρεωτική υιοθέτηση, εθελοντική υιοθέτηση ή σύγκλιση των εθνικών κανονισμών

με τα ΔΠΧΠ για τις ΜΜΕ. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι η διαδικασία λήψης αποφάσεων ή οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να εξισορροπήσουν τις ανάγκες των διαφόρων ενδιαφερομένων μερών, αλλά και των πολιτικών και οικονομικών στόχων κάθε χώρας (Albu et. al., 2013).

Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι εξίσου σημαντικός. Για παράδειγμα, μελέτη στο Ιταλικό χρηματιστήριο διαπιστώνει ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και τα οφέλη από την ιδιωτική εκμετάλλευση των μετοχών συσχετίζονται θετικά με λιγότερο επιμελής διαδικασίας δημοσιοποίησης των αποτελεσμάτων των εταιρειών. Αντιθέτως, η επιμελής δραστηριότητα παρακολούθησης και εσωτερικού ελέγχου συνδέεται με μεγαλύτερη διαφάνεια προς τα έξω. Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν, επίσης, ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια δεν είναι επιζήμια για εξωτερικούς μετόχους, σε ό, τι αφορά την εθελοντική δημοσιοποίηση, κυρίως σε περιπτώσεις που πλήττονται προσωπικά συμφέροντα από τη μη δημοσιοποίηση (Allegri and Greco, 2013). Επιπλέον, οι συγκρούσεις των διευθυντών στις ιδιωτικές επιχειρήσεις προκύπτουν συχνά ως αποτέλεσμα των δομών ιδιοκτησίας και των οικογενειακών σχέσεων. Έρευνα σε μεγάλο δείγμα ιδιωτικών εταιρειών με χρήση εμπιστευτικών δεδομένων σχετικά με την άμεση και τελική ιδιοκτησία για κάθε μέτοχο καθώς και εκτεταμένες οικογενειακές σχέσεις μεταξύ των μετόχων, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των Διευθυνόντων Συμβούλων διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερα επίπεδα κόστους λειτουργίας ελέγχουν τις οικονομικές τους καταστάσεις από έναν ελεγκτή υψηλότερης ποιότητας. Ωστόσο, στις περιπτώσεις όπου ο διευθύνων σύμβουλος σχετίζεται με τον κύριο μέτοχο ή ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου που σχετίζονται με τον διευθύνοντα σύμβουλο αυξάνεται, η πρόθεση δημοσιοποίησης μέσω ενός ελεγκτή υψηλότερης ποιότητας μειώνεται (Hope et. al., 2012). Μελέτη στο Χρηματιστήριο του Αμπού Ντάμπι για την περίοδο 2000 - 2006 διαπιστώνει ότι τα κέρδη που κλιμακώθηκαν κατά την αρχή της περιόδου έχουν θετική και σημαντική σχέση με τις αθροιστικές αποδόσεις, ενώ, τα κέρδη ανά μετοχή και η λογιστική αξία ανά μετοχή έχουν θετική και σημαντική σχέση με την τιμή ανά μετοχή (Alali and SheldonFoote, 2012). Η αιτιώδης συνάφεια ανάμεσα στη ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και της αποδοτικότητας των επενδύσεων αποδεικνύεται και από έρευνα αναφορικά με την επενδυτική συμπεριφορά ενός δείγματος επιχειρήσεων με αδυναμίες εσωτερικού ελέγχου βάσει του νόμου Sarbanes-Oxley. Η έρευνα διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις υπο-επενδύουν όταν είναι

οικονομικά περιορισμένες και υπερ-επενδύουν όταν δεν υπόκεινται σε περιορισμούς, ενώ η αποκάλυψη των αδυναμιών του εσωτερικού ελέγχου, βελτιώνει σημαντικά την αποδοτικότητα των επενδύσεων (Cheng et.al., 2013).

Έρευνα επί της αιτιώδους συνάφειας της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων και των καθαρών εσόδων πριν και μετά την υποχρεωτική μετάβαση στα ΔΠΧΠ στην Ελλάδα διαπιστώνει ότι οι συντελεστές της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων και του καθαρού εισοδήματος είναι θετικοί και σημαντικοί τόσο στις περιόδους προγενέστερων των ΔΠΧΠ όσο και μετά την εφαρμογή των ΔΠΧΠ. Ωστόσο, ο συντελεστής της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικά μεγαλύτερος στα ΔΠΧΠ (Tsalavoutas et.al., 2012).

- **Μεθοδολογία Έρευνας**

- **Ερευνητικό σχέδιο**

Η έρευνα βασίζεται σε ποσοτική ανάλυση με συλλογή δευτερογενών δεδομένων με τη μέθοδο της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που διαπραγματεύονται στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE ATHEX Large Cap στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2008-2015. Οι ιστορικές τιμές κλεισίματος έχουν αντληθεί από το Yahoo Finance. Επιπλέον, πραγματοποιείται ποιοτική έρευνα με συλλογή δευτερογενών δεδομένων από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, ώστε να παρουσιαστεί το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας.

- **Ερευνητικές υποθέσεις**

Προκειμένου να απαντηθούν τα ερευνητικά ερωτήματα, θα πρέπει να διερευνηθούν διάφορες ερευνητικές υποθέσεις. Σύμφωνα με το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας, θεωρείται ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής. Επομένως:

Η μηδενική υπόθεση είναι: $H_0 = \text{υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής} (H_0 : \beta_1 \neq 0)$

Η εναλλακτική υπόθεση είναι $H_1 = \text{δεν υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής} (H_1: \beta_1 = 0)$.

Η μηδενική υπόθεση H_0 υποδηλώνει ότι οι μέσες τιμές είναι ίσες και μπορούν να γραφτεί ως $H_0 = 1 = 2 - \dots = 0$.

Η εναλλακτική υπόθεση H_1 προτείνει ότι τουλάχιστον σε ένα σύνολο μεταβλητών οι μέσες τιμές είναι διαφορετικές και μπορεί να γραφτεί ως $H_1: a_i \neq a_j, i, j = 1, 2 \dots x$

Η έρευνα χρησιμοποιεί και επιμέρους υποθέσεις, οι οποίες σχετίζονται με τον ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης, την κεφαλαιακή διάρθρωση, την εταιρική κοινωνική ευθύνη, την ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων και τη μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων σε σχέση με την απόδοση της μετοχής μίας εταιρείας.

- *Εταιρικές και Στρατηγικές Πληροφορίες και Οικονομική Απόδοση*

Οι γενικές και στρατηγικές πληροφορίες αναφέρονται στο μέγεθος μιας εταιρείας, στην οικονομική της προοπτική, στα ιστορικά δεδομένα, τις επιχειρηματικές στρατηγικές, και το μερίδιο αγοράς, ενώ περιλαμβάνουν και περιγραφή των σημαντικών αγαθών και υπηρεσιών καθώς και ανάλυση για τις ανταγωνιστικές εταιρείες. Διάφορες μελέτες επικεντρώνονται στη σημασία των στρατηγικών πληροφοριών αναφορικά με την αξία της μετοχής. Για παράδειγμα, μελέτη στο χρηματιστήριο της Sri Lanka συμπεραίνει ότι η συνάφεια των λογιστικών πληροφοριών έχει σημαντική επίπτωση στην τιμή των μετοχών, ενώ υπάρχει ισχυρή συσχέτιση ανάμεσα στην αξία της λογιστικής πληροφόρησης και την τιμή της μετοχής (Vijitha and Nimalathasan, 2014). Εμπειρική απόδειξη από τον Αμερικανικό τραπεζικό τομέα δείχνει ότι το μέγεθος και ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου συνδέονται με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και την δημοσιοποίηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (Jizi et.al. 2014). Δεδομένου ότι η πολυπλοκότητα του επιχειρηματικού κόσμου έχει οδηγήσει σε αυξανόμενες απαιτήσεις από τις εταιρείες όσον αφορά τις πληροφορίες που παρέχονται σχετικά με την οικονομική τους απόδοση, την εταιρική διακυβέρνηση και τη συμβολή στην ανάπτυξη της βιωσιμότητας, η παρούσα έρευνα διατυπώνει την εξής υπόθεση:

- H_0 : Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων είναι σημαντικός ($H_0 : \beta_2 \neq 0$).

- *H2*: Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων δεν είναι σημαντικός (*H2*: $\beta_2 = 0$).

- *Οικονομικές Πληροφορίες και Οικονομική Απόδοση*

Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για πληροφορίες σχετικά με τους δείκτες ρευστότητας και απόδοσης των μετοχών. Στο πλαίσιο αυτό, οι αποφάσεις χρηματοδότησης μίας εταιρείας επηρεάζονται ιδιαίτερα από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Για παράδειγμα, εμπειρική απόδειξη από τις αναδυόμενες αγορές διαπιστώνει ότι η ποιότητα της δημοσιοποιούμενης λογιστικής επηρεάζει την επενδυτική αποτελεσματικότητα των εταιρειών καθώς υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των κινήτρων ελαχιστοποίησης των φόρων και του ενημερωτικού ρόλου των κερδών (Chen et.al., 2011). Μελέτη σε Αμερικανικές μεταποιητικές εταιρείες δείχνει ότι υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση ανάμεσα στο χρέος (βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο) και το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και της κερδοφορίας της εταιρείας (Gill et.al., 2011). Οι Salim and Yadav (2012) βρήκαν ότι η σταθερή απόδοση της εταιρείας, η οποία μετράται από την απόδοση του ενεργητικού (ROA), την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) έχουν αρνητική σχέση με το χρέος, ενώ υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της ανάπτυξης και της οικονομικής απόδοσης. Δεδομένου ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι σημαντική για την οικονομική απόδοση μίας επιχείρησης, η παρούσα έρευνα διατυπώνει την εξής υπόθεση:

- *H0*: Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας (*H0* : $\beta_3 \neq 0$).
- *H3*: Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων δεν επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας (*H3*: $\beta_3 = 0$).

- *Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και Οικονομική Απόδοση*

Η σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (EKE) και της οικονομικής απόδοσης μίας εταιρείας έχει εξεταστεί από πολλούς μελετητές. Έρευνα σε 205 Ιρανικές κατασκευαστικές εταιρείες και εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων αποκαλύπτει ότι αποκαλύπτουν ότι η συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της απόδοσης της επιχείρησης διευκολύνεται από τα θετικά

αποτελέσματα της ΕΚΕ στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και τη φήμη της εταιρείας καθώς και στην ικανοποίηση των πελατών (Saeidi et.al., 2015). Μελέτη των Kang et.al. (2016) διαπιστώνει ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη (ΕΚΕ) συσχετίζεται με την απόδοση της επιχείρησης διότι η ΕΚΕ βελτιώνει τυχόν ατέλειες και την προηγούμενη κοινωνική ανευθυνότητα, ενώ παρέχει μηχανισμούς που εξασφαλίζουν την μελλοντική εταιρική ευθύνη μίας εταιρείας. Με τον τρόπο αυτόν, αυξάνεται η εμπιστοσύνη των καταναλωτών / επενδυτών και βελτιώνονται τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης. Ωστόσο, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν και οι τρέχουσες οικονομικές συνθήκες. Για παράδειγμα, σε περιόδους ύφεσης, η σχέση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) και της χρηματοοικονομικής επίδοσης μίας εταιρείας υπόκειται σε διακυμάνσεις καθώς το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών τους οδηγεί σε περιορισμένες δαπάνες (Lee et.al., 2013). Δεδομένου ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη συμβάλλει στην επίτευξη διαφορετικών κοινωνικών και περιβαλλοντικών στόχων, αλλά και στην ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, η παρούσα έρευνα διατυπώνει την εξής υπόθεση:

- *H0*: Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας (*H0* : $\beta_4 \neq 0$).
- *H4*: Η εταιρική κοινωνική ευθύνη δεν συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας (*H4*: $\beta_4 = 0$).

- *Ποιότητα Δημοσιοποίησης και Χρηματιστηριακή Απόδοση*

Οι αυξημένες απαιτήσεις των σύγχρονων οικονομιών οδηγούν τις εταιρείες στην ανάγκη βελτίωσης της ποιότητας των δημοσιοποιούμενων οικονομικών αποτελεσμάτων τους και ανάληψης αυξημένων ευθυνών περιβαλλοντικής διαχείρισης. Σε συνδυασμό με τις προηγούμενες υποθέσεις, διάφορες έρευνες εστιάζουν στην ποιότητα των δημοσιοποιούμενων πληροφοριών. Για παράδειγμα, μελέτη στις εισηγμένες μεταποιητικές εταιρείες στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης διαπιστώνει ότι η γνωστοποίηση περιβαλλοντικών πληροφοριών έχει θετικό αντίκτυπο στις οικονομικές επιδόσεις, καθώς και ότι οι επιχειρήσεις που αποκαλύπτουν επαρκώς τις περιβαλλοντικές πληροφορίες τους έχουν καλύτερες οικονομικές επιδόσεις (Zhongfu et.al., 2011).

Οι An et.al. (2011) βρήκαν ότι ο κλάδος δραστηριοποίησης, το μέγεθος της εταιρείας και το ανθρώπινο κεφάλαιο είναι παράγοντες που επηρεάζουν τις πρακτικές

υποβολής εκθέσεων του διοικητικού συμβουλίου. Ειδικότερα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις αναφέρουν περισσότερες πληροφορίες, δημιουργώντας μία ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της δημοσιοποίησης των στοιχείων τους. Με τον τρόπο αυτόν, η ποιότητα των δημοσιοποιούμενων πληροφοριών συσχετίζεται με την αξία της επιχείρησης, τόσο μέσω των ταμειακών ροών όσο και του κόστους ιδίων κεφαλαίων (Plumlee et.al., 2015).

Με βάση την βιβλιογραφία, η παρούσα έρευνα διατυπώνει την εξής υπόθεση:

- *H0*: Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H0 : \beta_5 \neq 0$).
- *H5*: Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων δεν σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας. ($H5: \beta_5 = 0$).
- *Έλλειψη Δημοσιοποίησης και Χρηματιστηριακή Απόδοση*

Τις τελευταίες δεκαετίες, το πρόβλημα της εθελοντικής αποκάλυψης οικονομικών ή μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές. Μέτοχοι, επενδυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη λαμβάνουν τις επενδυτικές και οικονομικές αποφάσεις τους με βάση τις πληροφορίες που λαμβάνουν από τις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών. Επομένως, η μη δημοσιοποίηση των οικονομικών και στρατηγικών στοιχείων της εταιρείας μπορεί να έχει σοβαρή επίπτωση στα οικονομικά της αποτελέσματα. Μελέτη στις Ευρωπαϊκές τράπεζες διαπιστώνει ότι η δημοσιοποίηση των εθνικών τραπεζικών κινδύνων συμβάλλει στην αύξηση της εθελοντικής δημοσιοποίησης εκ μέρους των τραπεζών και αυξάνει τη ρευστότητα των μετοχών των τραπεζών, ειδικότερα ότι πρόκειται για κρατικά ομόλογα υψηλού κινδύνου. Με άλλα λόγια, η μείωση της ρευστότητας στην αγορά αποδίδεται εξ ολοκλήρου στη μη δημοσιοποίηση των κινδύνων για τα κρατικά ομόλογα (Bischof and Daske, 2013). Επιπλέον, οι Luo et.al. (2015) βρήκαν ότι οι οικονομικοί αναλυτές μπορούν να λειτουργήσουν σαν διαμεσολαβητές των πληροφοριών δημοσιοποίησης των οικονομικών στοιχείων μεταξύ της εταιρείας και των επενδυτών. Σε αυτό το πλαίσιο, οι συστάσεις των αναλυτών για συγκεκριμένες μετοχές (recommendations) παίζουν σημαντικό ρόλο στην βελτίωση της απόδοσης των εταιρειών, ενώ η μη δημοσιοποίηση των στοιχείων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα ρευστότητας στην εταιρεία και να μειώσει την χρηματοοικονομική της απόδοση.

Με βάση την βιβλιογραφία, η παρούσα έρευνα διατυπώνει την εξής υπόθεση:

- H_0 : Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_6 \neq 0$).
- H_6 : Η μη δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων δεν επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_6: \beta_6 = 0$).

• Ερευνητικό δείγμα

Από έναν πληθυσμό 202 εισηγμένων εταιρειών, η μελέτη χρησιμοποιεί δείγμα 24 ελληνικών εισηγμένων εταιρειών στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών FTSE ATHEX Large Cap. Οι επιλεγμένες εταιρείες διαπραγματεύονται σε διάφορους κλάδους, όπως τράπεζες, κατασκευές, μεταφορές, πετρέλαιο και φυσικό αέριο, και βιομηχανικά μέταλλα & ορυκτά, μεταξύ άλλων. Στις πέντε κορυφαίες εταιρείες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση βάσει ποσοστού συμμετοχής στον δείκτη είναι η Coca-Cola (23.83%), ο ΟΤΕ (10,54%), η Alpha Bank (9,53%), ο ΟΠΑΠ (8,30%) και η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (6,39%). Η σύνθεση του δείκτη FTSE ATHEX Large Cap αναφέρεται στις 3 Νοεμβρίου 2017, ενώ δεν έχουν συμπεριληφθεί στην ανάλυση ο Ανεξάρτητος Διαχειριστής Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας (ΑΔΜΗΕ) και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο λόγω έλλειψης ιστορικών στοιχείων για την διενέργεια της ανάλυσης καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 31 Δείγμα εισηγμένων εταιρειών FTSE ATHEX Large Cap Index

Εταιρεία	Κλάδος	Κεφαλαιοποίηση	Συμμετοχή
Aegean Airlines	Μεταφορές	230,734,366.7	0.94%
Alpha Bank	Τράπεζες	2,349,356,087.9	9.53%
Coca-Cola HBC AG	Τρόφιμα και ποτά	5,874,460,233.9	23.83%
Eurobank Εργασίας	Τράπεζες	1,250,085,253.8	5.07%
Folli Follie	Καταστήματα κοσμημάτων	589,659,749.2	2.39%
Grivalia Properties	Επενδύσεις σε Ακίνητη Περιουσία	353,842,944.0	1.44%
Jumbo S.A	Είδη αναψυχής, άλλα	1,365,278,045.7	5.54%
Βιοχάλκο	Βιομηχανικά Μέταλλα & Ορυκτά	197,632,192.8	0.80%
ΓΕΚ Τέρνα	Κατασκευές	315,751,307.4	1.28%
Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού	Ηλεκτρική Ενέργεια	217,128,800.0	0.88%
Εθνική Τράπεζα	Τράπεζες	1,575,139,492.9	6.39%
Ελλάκτωρ	Κατασκευές	213,729,085.4	0.87%
Ελληνικά Πετρέλαια	Πετρέλαια και αέρια	451,728,803.4	1.83%
Λάμδα Κατασκευαστική	Ανάπτυξη ακινήτων	257,820,220.4	1.04%
Μότορ Όιλ	Επεξεργασία & εμπορία πετρελαίου & φυσικού αερίου	1,192,135,647.8	4.84%

Μυτιληναίος Συμμετοχές	Βιομηχανικά Μέταλλα & Ορυκτά	959,056,894.4	3.89%
Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	Ναυτιλία	101,705,000.0	0.41%
ΟΠΑΠ	Δραστηριότητες παιγνίων	2,046,488,800.0	8.30%
ΟΤΕ	Τηλεπικοινωνίες	2,597,797,061.7	10.54%
Σαράντης	Είδη προσωπικής περιποίησης	174,973,219.9	0.71%
ΤΙΤΑΝ	Γενικά δομικά υλικά	877,353,309.0	3.56%
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζες	701,056,287.8	2.84%
Φουρλής Συμμετοχές	Είδη Οικιακού Εξοπλισμού	229,138,950.2	0.93%
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	Διαχείριση κεφαλαίων	275,755,749.5	1.12%
	Σύνολο	24,397,807,503.9	98,97%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Σύνθεση δείκτη FTSE ATHEX Large Cap Index

• Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης

Η μελέτη χρησιμοποιεί ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης προκειμένου να προσδιορίσει την στοχαστική σχέση μεταξύ εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι επαναλαμβάνοντας την ανάλυση για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή Y , η τιμή για τη εξαρτημένη μεταβλητή Y είναι διαφορετική. Με αυτόν τον τρόπο, μπορεί να προσδιοριστεί ποιες ανεξάρτητες μεταβλητές X και σε ποιο βαθμό επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή Y . Η ανάλυση πραγματοποιείται για κάθε μία μεταβλητή ξεχωριστά.

Το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης μπορεί να γραφεί ως:

$$Y = \alpha + \beta\chi + \beta\chi_1 + \beta\chi_2 + \dots + \beta\chi_{10}$$

όπου:

- α = το σημείο τομής της γραμμής παλινδρόμησης
- β = ο συντελεστής συσχέτισης
- χ = κάθε μία από τις επιλεγμένες ανεξάρτητες μεταβλητές χ_1 έως χ_{10}

Η στατιστική σημαντικότητα καθορίζει από δύο παραμέτρους: την τιμή p και την τιμή F . Η τιμή p θεωρείται στατιστικά σημαντική όταν $p \leq 0,05$. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μικρότερη από 5% πιθανότητα οι τιμές των μεταβλητών να είναι όμοιες. Η τιμή F είναι στατιστικά σημαντική όταν $F < 0,1$ και πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με την τιμή p , ώστε να διασφαλιστεί εάν και ποιες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές. Επομένως, θα πρέπει να ισχύει, καταρχήν, $p \leq 0,05$ και, εν συνεχεία, $F < 0,1$, ώστε μία επιμέρους μεταβλητή να είναι στατιστικά σημαντική. Στην περίπτωση, που η τιμή του p είναι μεγαλύτερη του 0,05, τότε απορρίπτεται και η τιμή F (Figueiredo Filho et.al., 2013).

Η ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης παρουσιάζει ορισμένα μειονεκτήματα ως εξής:

- *Μεταβλητότητα παραμέτρων:* οι σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών με την πάροδο του χρόνου τείνουν να μεταβάλλονται λόγω μεταβολών στην οικονομία ή στις αγορές. Έτσι, το μοντέλο πρέπει να προσαρμοστεί εκ νέου.
- *Ευαισθησία στις υπερβολικές τιμές:* το μοντέλο είναι ευαίσθητο σε ακραίες τιμές, που σημαίνει ότι τα περισσότερα δεδομένα εμφανίζονται κοντά στον άξονα x . Ωστόσο, αν υπάρχουν δύο σημεία μακριά από τον άξονα x , τα αποτελέσματα του μοντέλου θα επηρεαστούν.
- *Μη ρεαλιστικές υποθέσεις:* για παράδειγμα, η υπόθεση ότι η μεταβλητή y δεν είναι τυχαία είναι συχνά μη ρεαλιστική.
- *Γραμμική συσχέτιση:* Το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης περιγράφει τη γραμμική συσχέτιση των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι αν μια σχέση είναι μη γραμμική, το μοντέλο δεν την λαμβάνει υπόψη.
- *Δημόσια διάδοση των πληροφοριών συσχέτισης:* σε μια αποτελεσματική αγορά, η δημόσια διάδοση πληροφοριών που περιγράφουν τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών μπορεί να περιορίσει την αποτελεσματικότητα της μελλοντικής συσχέτισης τους. Για παράδειγμα, η διάδοση της πληροφορίας ότι ο δείκτης τιμή προς λογιστική αξία (P/BV) των μετοχών χαμηλής κεφαλαιοποίησης θα υπερβεί τον δείκτη τιμή λογιστική αξία των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης μπορεί να οδηγήσει τους συμμετέχοντες στην αγορά να επενδύσουν σε μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης, βασιζόμενοι αποκλειστικά στα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης (Brooks, 2008).

Παραδοχές

Για τον σκοπό της έρευνας έχουν γίνει οι παρακάτω παραδοχές:

- Ως εξαρτημένη μεταβλητή Y ορίζεται η τιμή της μετοχής. Λαμβάνονται υπόψη οι ιστορικές τιμές κλεισίματος στο τέλος κάθε έτους για την περίοδο 2008-2015 με σκοπό να εξεταστεί η σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως αυτές ορίζονται στην Ενότητα 3.5.
- Η μελέτη χρησιμοποιεί τα δεδομένα από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων εταιρειών, όπου είναι εφικτό.

- Οι περιπτώσεις αρνητικών ιδίων κεφαλαίων εξαιρούνται από τον υπολογισμό του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και του δείκτη χρέους.

- **Εξεταζόμενες μεταβλητές γραμμικής παλινδρόμησης**

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης είναι οι εξής:

- $\chi 1$: Τιμή / Καθαρά κέρδη (Price/Earnings, P/E)
- $\chi 2$: Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share, EPS)
- $\chi 3$: Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή (Net Asset Value per share, NAVPS)
- $\chi 4$: Απόδοση Ενεργητικού (Return on Assets, ROA)
- $\chi 5$: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE)
- $\chi 6$: Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια (Debt/Equity, D/E)
- $\chi 7$: Αξία Επιχείρησης / Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA)
- $\chi 8$: Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/Sales)
- $\chi 9$: Εταιρική κοινωνική ευθύνη (EKE)
- $\chi 10$: Εταιρική διακυβέρνηση (ΕΔ)

- *Τιμή προς Καθαρά Κέρδη (Price/Earnings, P/E)*

Ο δείκτης Τιμή προς Καθαρά Κέρδη (Price/Earnings, P/E/) είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτης χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ο οποίος αποτυπώνει την αγοραία αξία μίας μετοχής σε σχέση με τα κέρδη της επιχείρησης και υπολογίζεται ως:

$$P/E = \text{Τιμή μετοχής} / \text{Κέρδη ανά μετοχή (EPS)}$$

Επομένως, το P/E αποτυπώνει την τιμή που είναι πρόθυμη να πληρώσει η αγορά για μία μετοχή με βάση τα τρέχοντα κέρδη της εταιρείας.

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν συχνά το P/E, προκειμένου να αξιολογήσουν την εύλογη αξία (fair value) μίας μετοχής, προβλέποντας τα μελλοντικά κέρδη ανά μετοχή. Οι εταιρείες με υψηλότερα μελλοντικά κέρδη συνήθως διανεμούν υψηλότερα μερίσματα ή η τιμή της μετοχής τους αυξάνεται σταδιακά, δεδομένου ότι περισσότεροι επενδυτές εμπιστεύονται τα χρήματά τους στις συγκεκριμένες εταιρείες. Επιπλέον, ο δείκτης συγκρίνεται με τους αντίστοιχους δείκτες εταιρειών που δραστηριοποιείται στον ίδιο κλάδο ή βιομηχανία, προκειμένου να προβλεφθούν οι μελλοντικές επιδόσεις μίας εταιρείας. Γενικότερα, ένας υψηλός δείκτης P/E σημαίνει ότι οι επενδυτές προβλέπουν υψηλότερες επιδόσεις και ανάπτυξη στο μέλλον, ενώ, αντίστοιχα, ένας χαμηλός δείκτης P/E σημαίνει ότι μία εταιρεία ίσως να σημειώσει μελλοντικές ζημιές. Επομένως, είναι σημαντική η σύγκριση του P/E μίας μετοχής με τον μέσο όρο του κλάδου διότι οι εταιρείες έχουν διαφορετικό αριθμό μετοχών και μπορεί να βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια του κύκλου ζωής τους.

- *Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share, EPS)*

Ο δείκτης Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share, EPS) αποτυπώνει τις προοπτικές μίας εταιρείας μετρώντας το ποσό των καθαρών κερδών που αναλογεί ανά μετοχή και υπολογίζεται ως:

$$EPS = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Σταθμισμένος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}$$

Με άλλα λόγια, δείχνει το χρηματικό ποσό κάθε μετοχής που θα εισέπρατταν οι μέτοχοι εάν η εταιρεία προχωρούσε σε διανομή όλων των κερδών στις μετοχές σε κυκλοφορία στο τέλος του έτους. Επομένως, το EPS δείχνει πόσο επικερδής είναι μια εταιρεία με βάση τον αριθμό των μετοχών της και επιτρέπει τη σύγκριση των κερδών ανά μετοχή μίας μεγαλύτερης εταιρείας με τα κέρδη ανά μετοχή μίας μικρότερης εταιρείας. Προφανώς, αυτός ο υπολογισμός επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

Γενικότερα το EPS θεωρείται ως η πιο σημαντική μεταβλητή στον καθορισμό της τιμής μιας μετοχής και είναι βασικό στοιχείο στον υπολογισμό του P/E. Με τον διαχωρισμό της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας από τα κέρδη ανά μετοχή, ο επενδυτής μπορεί να κατανοήσει την εύλογη αγοραία αξία ενός μίας μετοχής με βάση την τιμή που είναι πρόθυμη να πληρώσει η αγορά σύμφωνα με τα τρέχοντα κέρδη μιας εταιρείας. Για τον λόγο αυτόν, το EPS είναι σημαντικό θεμέλιο στην αποτίμηση των εταιρειών καθώς λαμβάνει υπόψη τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

Επομένως, εάν ο αριθμός των μετοχών αυξηθεί με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, το EPS θα μειωθεί και αντίστροφα.

- *Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή (Net Asset Value per share, NAVPS)*

Ο δείκτης Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή (Net Asset Value per share, NAVPS) αποτυπώνει την καθαρή αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης σε σχέση με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Ο δείκτης υπολογίζεται διαιρώντας το υπόλοιπο της διαφοράς μεταξύ του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων μείον το σύνολο των υποχρεώσεων προς τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία. Επομένως:

$$NAVPS = (\text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}) / \text{Μετοχές σε κυκλοφορία}$$

Ο δείκτης NAVPS παρέχει στους επενδυτές έναν τρόπο σύγκρισης των επιδόσεων των μετοχών. Ωστόσο, πολλοί αναλυτές θεωρούν ότι η σύγκριση των μακροπρόθεσμων αλλαγών στην καθαρή αξία ενεργητικού μίας μετοχής δεν είναι τόσο σημαντική όσο η σύγκριση των βραχυπρόθεσμων αλλαγών στο δείκτη, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις διανέμουν περιοδικά κεφαλαιακά κέρδη στους μετόχους τους. Επομένως, η αξιολόγηση των βραχυπρόθεσμων αλλαγών στον δείκτη καθαρής αξίας ενεργητικού ανά μετοχή είναι πιο παραγωγική.

- *Απόδοση Ενεργητικού (Return on Assets, ROA)*

Ο δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (Return on Assets, ROA) παρέχει ένδειξη για τα καθαρά κέρδη που παράγει μία επιχείρηση χρησιμοποιώντας τα περιουσιακά της στοιχεία. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αποτιμά την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη μέσω της αποτελεσματικής διαχείρισης των περιουσιακών της στοιχείων κατά την διάρκεια της χρήσης. Ο δείκτης ROA υπολογίζεται ως:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού} = \text{Καθαρά κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Ο δείκτης ROA είναι πολύ χρήσιμος τόσο για τη διοίκηση της εταιρείας όσο και για τους επενδυτές, καθώς απεικονίζει ουσιαστικά την ευκολία με την οποία μία επιχείρηση μπορεί να μετατρέψει τα περιουσιακά της στοιχεία σε κέρδη. Η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού θα πρέπει να χρησιμοποιείται για τη σύγκριση των

επιχειρήσεων που λειτουργούν στον ίδιο κλάδο, επειδή δεν είναι όλες οι βιομηχανίες εντάσεως περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας έχουν χαμηλά περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με το λειτουργικό τους κόστος. Επομένως, η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού θα πρέπει να χρησιμοποιείται για τη σύγκριση βιομηχανιών με την ίδια ένταση του ενεργητικού. Επίσης, μια αυξανόμενη απόδοση ROA δείχνει ότι η εταιρεία βελτιώνει την κερδοφορία της.

- *Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE)*

Ο δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE) παρέχει ένδειξη για τα καθαρά κέρδη που παράγει μία επιχείρηση χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αποτιμά την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Ο δείκτης ROE υπολογίζεται ως:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Γενικότερα, ένας υψηλός δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων υποδηλώνει παράγονται περισσότερα κέρδη σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια που επενδύονται στην επιχείρηση. Έτσι, όσο υψηλότερο είναι ο δείκτης ROA, τόσο περισσότερο πιθανή είναι η πληρωμή μερισμάτων στους επενδυτές.

- *Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια (Debt/Equity, D/E)*

Ο δείκτης Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια (Debt / Equity, D/E) παρέχει ένδειξη για την φερεγγυότητα μίας επιχείρησης, συγκρίνοντας το συνολικό χρέος της με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, ο δείκτης δείχνει το ποσοστό χρηματοδότησης της εταιρείας που προέρχεται από τους πιστωτές και τους επενδυτές. Ο δείκτης Χρέος / Ίδια Κεφάλαια υπολογίζεται ως:

$$\text{Χρέος/ Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Γενικότερα, ένας υψηλός δείκτης D/E δείχνει ότι η επιχείρηση χρηματοδοτείται κυρίως από πιστωτές και όχι από ίδια κεφάλαια, γεγονός το οποίο, μακροπρόθεσμα, ενδέχεται να δημιουργήσει προβλήματα ρευστότητας στην επιχείρηση.

- *Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA)*

Ο δείκτης EV / EBITDA συγκρίνει την αξία της επιχείρησης (enterprise value, EV) με τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως:

$$EV = \text{Κεφαλαιακή αξία της επιχείρησης} + \text{αξία συνολικού χρέους} + \text{δικαιώματα μειοψηφίας} + \text{προνομιούχες μετοχές} - \text{ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα}$$

Οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τον δείκτη EV / EBITDA για να αποτιμήσουν την αξία μιας εταιρείας σε σχέση με τα κέρδη της με πιο ακριβή τρόπο από τον δείκτη κέρδη ανά μετοχή P/E. Αυτό συμβαίνει διότι, εάν, για παράδειγμα, μια εταιρεία δημιουργήσει πρόσθετο κεφάλαιο μέσω χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, ο δείκτης P/E της εταιρείας θα αυξηθεί επειδή η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί. Ωστόσο, ο δείκτης EV / EBITDA δεν λαμβάνει υπόψη τέτοιες αλλαγές. Αντιθέτως, υπολογίζει την αξία της επιχείρησης σε σύγκριση με την κερδοφορία της, καθώς και με άλλες παρόμοιες εταιρείες του κλάδου, οι οποίες ενδέχεται να έχουν διαφορετικές κεφαλαιακές δομές.

- *Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/Sales)*

Ο δείκτης EV/Sales είναι ένα μέτρο αποτίμησης που συγκρίνει την αξία μίας επιχείρησης με τις πωλήσεις της. Ο δείκτης παρέχει στους επενδυτές μίας ποσοτικοποιημένη ένδειξη για την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει πωλήσεις με βάση τη συνολική της αξία και αποτελεί προέκταση του δείκτη Τιμή / Πωλήσεις (Price / Sales, P/S), ο οποίος λαμβάνει υπόψη την κεφαλαιακή αξία της εταιρείας (market cap) και όχι την αξία της επιχείρησης με συνυπολογισμό του συνολικού χρέους και των διαθεσίμων. Επομένως, ο δείκτης EV/Sales θεωρείται πιο ακριβής από το δείκτη P/S. Τέλος, ενδέχεται ο δείκτης να είναι αρνητικός εάν τα ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης είναι υψηλότερα από την κεφαλαιακή αξία της επιχείρησης και το συνολικό χρέος, γεγονός που υποδεικνύει ότι η επιχείρηση μπορεί να αγοραστεί με δικά της μετρητά.

- *Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (ΕΚΕ)*

Η εταιρική κοινωνική ευθύνη αποτελεί πρωτοβουλία των επιχειρήσεων για την εκτίμηση και ανάληψη των ευθυνών τους στην περιβαλλοντική και κοινωνική ευημερία. Ο όρος ισχύει γενικά για τις προσπάθειες που υπερβαίνουν τα όσα ενδέχεται να απαιτηθούν από τις ρυθμιστικές αρχές ή τις ομάδες προστασίας του περιβάλλοντος. Οι εξαιρετικά επιζήμιες επιπτώσεις των επιχειρήσεων στο περιβάλλον, όπως οι πετρελαιοκηλίδες, η χημική βιομηχανία, η εξόρυξη, και η υπερβολική γεωργία και αλιεία μπορούν να προκαλέσουν μόνιμη βλάβη στα τοπικά οικοσυστήματα, ενώ η κλιματική αλλαγή μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στις επιβλαβείς δραστηριότητες των επιχειρήσεων.

Για τους λόγους αυτούς, συχνά οι επιχειρήσεις επενδύουν σε τοπικές κοινότητες, ώστε να αντισταθμίσουν ενδεχόμενες αρνητικές επιπτώσεις. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση φυσικών πόρων που αρχίζει να λειτουργεί σε μια φτωχή κοινότητα μπορεί να οικοδομήσει ένα σχολείο, να προσφέρει ιατρικές υπηρεσίες ή να βελτιώσει τον εξοπλισμό άρδευσης και αποχέτευσης. Ομοίως, μια εταιρεία μπορεί να επενδύσει σε έρευνα και ανάπτυξη βιώσιμων τεχνολογιών για την προστασία του περιβάλλοντος (Malik, 2015).

- *Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ)*

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών που διέπουν την οργάνωση, λειτουργία και διοίκηση μιας εταιρείας, με στόχο την εξασφάλιση και ικανοποίηση των νόμιμων συμφερόντων όλων όσων σχετίζονται με την εταιρεία και την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Denis, 2016). Γενικότερα, η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση δεν καθορίζεται από ένα σταθερό πρόγραμμα αλλά από μια συνεχή προσπάθεια ενσωμάτωσης των παραμέτρων που προτείνονται κάθε φορά σε συνδυασμό με τις συνεχώς αυξανόμενες προσδοκίες της κοινωνίας, προκειμένου η εταιρική διακυβέρνηση να προάγει την αναγνώριση και τη φήμη της εταιρείας (Tricker and Tricker, 2015:3). Στο πλαίσιο αυτό, πολλοί οργανισμοί διαχωρίζουν τα καθήκοντα του Προέδρου από τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου και εφαρμόζουν ένα ολοκληρωμένο σύστημα εσωτερικού ελέγχου για την επιχείρηση σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα και το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο της χώρας. Επιπλέον, υιοθετούν έναν Κώδικα Δεοντολογίας για την άσκηση

καθηκόντων με σκοπό την προώθηση των προτύπων που απαιτεί η σύγχρονη εταιρική διακυβέρνηση και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των Εσωτερικών Ελεγκτών (Armstrong et.al., 2015).

- *Κατηγορικές μεταβλητές*

Μια κατηγορική μεταβλητή περιλαμβάνει μία ή περισσότερες κατηγορίες, αλλά δεν υπάρχει αυτόματη κατάταξη στις κατηγορίες από το υψηλότερο στο χαμηλότερο. Για παράδειγμα, το φύλο είναι μια μεταβλητή που έχει δύο κατηγορίες (αρσενικό και θηλυκό), και μπορούν να χρησιμοποιηθούν εξίσου με διαφορετική σειρά. Επιπλέον, οι κατηγορικές μεταβλητές επιτρέπουν την ποσοτικοποίηση, η οποία μπορεί να είναι κατά σειρά κατάταξης ή όχι (UCLA, 2017).

Στην παρούσα έρευνα, οι κατηγορικές μεταβλητές αφορούν στην ανεξάρτητη μεταβλητή χ_9 , εταιρική κοινωνική ευθύνη, ΕΚΕ, και στην ανεξάρτητη μεταβλητή χ_{10} , εταιρική διακυβέρνηση, ΕΔ. Ο καθορισμός των τιμών ποσοτικοποίησης γίνεται σύμφωνα με τις πληροφορίες που παρέχονται στους ετήσιους απολογισμούς χρήσεως κάθε εταιρείας για τα έτη 2008-2015 καθώς και στις ηλεκτρονικές τους διευθύνσεις, ως εξής:

- Εάν υπάρχει αναφορά σε όλα τα έτη, τότε θεωρείται ότι η επιχείρηση έχει ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη ή/και εταιρική διακυβέρνηση.
- Εάν δεν υπάρχει αναφορά μέχρι κάποιο έτος και μετά εμφανίζεται, τότε θεωρείται ότι η επιχείρηση έχει μέτρια εταιρική κοινωνική ευθύνη ή/και εταιρική διακυβέρνηση.
- Εάν υπάρχει αναφορά μέχρι κάποιο έτος και μετά καταργείται, τότε θεωρείται ότι η επιχείρηση έχει αδύναμη εταιρική κοινωνική ευθύνη ή/και εταιρική διακυβέρνηση.
- Εάν δεν υπάρχει αναφορά σε κανένα έτος, τότε θεωρείται ότι η επιχείρηση η εταιρεία δεν έχει προσανατολισμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ή/και εταιρικής διακυβέρνησης.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 3-2, η ισχυρή ΕΚΕ ποσοτικοποιείται με 1, η μέτρια ΕΚΕ με 2, η αδύναμη ΕΚΕ με 3, και η απουσία ΕΚΕ με 4. Αντίστοιχα, η ισχυρή ΕΔ ποσοτικοποιείται με 1, η μέτρια ΕΔ με 2, η αδύναμη ΕΔ με 3, και η απουσία ΕΔ με 4.

Πίνακας 32 Ποσοτικοποίηση Κατηγορικών μεταβλητών

Μεταβλητή	Κατηγορία	Τιμή	Μεταβλητή	Κατηγορία	Τιμή
ΕΚΕ	Ισχυρή	1	ΕΔ	Ισχυρή	1
	Μέτρια	2		Μέτρια	2
	Αδύναμη	3		Αδύναμη	3
	Καθόλου	4		Καθόλου	4

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Η περίληψη των μεταβλητών ανάλυσης παλινδρόμησης παρουσιάζεται στον Πίνακα 3-3.

Πίνακας 33 Περίληψη μεταβλητών ανάλυσης παλινδρόμησης

Μεταβλητή	Περιγραφή	
Εξαρτημένη μεταβλητή	Τιμή μετοχής	
	Η κίνηση της μετοχής σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα	
Ανεξάρτητες μεταβλητές	P / E	Τα κέρδη ανά μετοχή σε σχέση με την τιμή της μετοχής
	EPS	Το μερίδιο του κέρδους ανά μετοχή
	NAVPS	Παρουσιάζει την καθαρή αξία ανά μετοχή ως ποσοστό της συνολικής καθαρής αξίας του ενεργητικού
	ROA	Αποτιμά την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη με την αποτελεσματική εκμετάλλευση των περιουσιακών της στοιχείων
	ROE	Αποτιμά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης
	D/E	Δείχνει το ποσοστό χρηματοδότησης της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια.
	EV / EBITDA	Μετρά την απόδοση της επένδυσης.
	EV / Sales	Αποτιμά εταιρείες με υψηλό λειτουργικό κόστος, το οποίο υπερβαίνει τα έσοδα
	EKE	Αποτυπώνει τις πρωτοβουλίες μίας επιχείρησης να εκτιμήσει και να αναλάβει την ευθύνη για τις επιπτώσεις της εταιρείας στην περιβαλλοντική και κοινωνική ευημερία.
	ΕΔ	Το σύστημα κανόνων, πρακτικών και διαδικασιών με τις οποίες μια εταιρεία κατευθύνεται και ελέγχεται.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία

- **Επεξεργασία δεδομένων**

Η επεξεργασία των δεδομένων γίνεται στο Excel, προκειμένου να εξαχθούν αξιόπιστα συμπεράσματα και να διαπιστωθεί εάν και πόσο ισχυρή είναι η συσχέτιση

ανάμεσα στην δημοσιοποιούμενη λογιστική και την απόδοση της μετοχής στο χρηματιστήριο.

• Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται και συζητούνται τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης και της ανάλυσης συσχέτισης, ενώ εξετάζονται και οι υποθέσεις της έρευνας.

• Αποτελέσματα ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης

Για την εκτέλεση της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης, χρησιμοποιήθηκαν τα δευτερογενή δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων εταιρειών για την περίοδο 2008-2015 και υπολογίστηκαν οι τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών χ_1 έως χ_8 . Η ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης πραγματοποιήθηκε για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή χ ξεχωριστά, προκειμένου να προσδιοριστεί με ακρίβεια η σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης συνοψίζονται στον Πίνακα 4-1.

Πίνακας 41 Σύνοψη αποτελεσμάτων γραμμικής παλινδρόμησης

Variable	Multiple R	R Square	Significance F	P-value
P/E (χ_1)	0,177992	0,031681	0,014014	0,036442
EPS (χ_2)	0,029527	0,000872	0,685916	0,042415
NAVPS (χ_3)	0,040339	0,001627	0,580545	0,058969
ROA (χ_4)	0,045236	0,002046	0,535432	0,032965
ROE (χ_5)	0,009429	0,000089	0,897270	0,040522
D/E (χ_6)	0,042253	0,001785	0,562703	0,041535
EV/EBITDA (χ_7)	0,138853	0,019280	0,056058	0,122025
EV / Sales (χ_8)	0,154868	0,023984	0,032883	0,111273
EKE (χ_9)	0,171344	0,029359	0,018092	0,307382
ΕΔ (χ_{10})	0,150141	0,022542	0,038674	0,456591

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_1 P/E έχει συντελεστή παλινδρόμησης 17,8% και την ισχυρότερη γραμμική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής, καθώς επεξηγεί το 3,2% της εξαρτημένης μεταβλητής. Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_9 EKE έχει συντελεστή παλινδρόμησης 17,1% και την δεύτερη πιο ισχυρή γραμμική σχέση

με την εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής, καθώς επεξηγεί το 2,9% της εξαρτημένης μεταβλητής. Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_8 EV/Sales έχει συντελεστή παλινδρόμησης 15,5% και επεξηγεί το 2,4% της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, ενώ η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_{10} , ΕΔ, έχει συντελεστή παλινδρόμησης 15,0% και επεξηγεί το 2,3% της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής. Τέλος, η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_7 , EV/EBITDA έχει συντελεστή παλινδρόμησης 13,9% και επεξηγεί το 1,9% της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής. Αντιθέτως, η πιο αδύναμη γραμμική σχέση παρατηρείται μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, και της ανεξάρτητης μεταβλητής χ_5 ROE, καθώς ο συντελεστής παλινδρόμησης είναι 0,9%, ενώ η μεταβλητή χ_5 επεξηγεί μόλις το 0,01% της εξαρτημένης μεταβλητής. Οι μεταβλητές, χ_2 EPS χ_3 NAVPS, χ_4 ROA και χ_6 D/E έχουν συντελεστή παλινδρόμησης μεταξύ 3,0% και 4,5% και επεξηγούν το 0,2% της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής.

Αναφορικά με την απαίτηση $p < 0.05$ παρατηρείται ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές χ_1 P/E (0,036), χ_2 EPS (0,040), χ_4 ROA (0,033), χ_5 ROE (0,041) και χ_6 D/E (0,042). Από τις μεταβλητές αυτές, η χαμηλότερη τιμή του $p = 0,033$ παρατηρείται στην ανεξάρτητη μεταβλητή χ_4 ROA. Επομένως, για τις μεταβλητές αυτές, η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί διότι υπάρχει λιγότερη από 5% πιθανότητα απόρριψης. Επομένως, οι μηδενικές υποθέσεις που σχετίζονται με τις μεταβλητές χ_1 P/E, χ_2 EPS, χ_4 ROA, χ_5 ROE, και χ_6 D/E, επιβεβαιώνονται.

Αναφορικά με την απαίτηση Significance $F < 0.1$, παρατηρείται ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές, χ_1 P/E (0,014), χ_7 EV/EBITDA (0,056), χ_8 EV/Sales (0,033), χ_9 EKE (0,018) και χ_{10} ΕΔ (0,039). Από τις αυτές, η χαμηλότερη τιμή του $F = 0,014$ παρατηρείται στην ανεξάρτητη μεταβλητή χ_1 P/E. Επομένως, για τις μεταβλητές αυτές, η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί διότι υπάρχει λιγότερη από 10% πιθανότητα απόρριψης. Επομένως, οι μηδενικές υποθέσεις που σχετίζονται με τις μεταβλητές χ_1 P/E, χ_7 EV/EBITDA, χ_8 EV/Sales, χ_9 EKE, και χ_{10} ΕΔ, επιβεβαιώνονται.

Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι, με εξαίρεση την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_3 NAVPS, όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές. Επομένως, οι μηδενικές υποθέσεις που σχετίζονται χ_1 P/E, χ_2 EPS, χ_4 ROA, χ_5 ROE, χ_6 D/E, χ_7 EV/EBITDA, χ_8 EV/Sales, χ_9 EKE, και χ_{10} ΕΔ, επιβεβαιώνονται.

- **Αποτελέσματα ανάλυσης συσχέτισης**

Για την εκτέλεση της ανάλυσης συσχέτισης, χρησιμοποιήθηκαν τα δευτερογενή δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των επιλεγμένων εταιρειών για την περίοδο 2008-2015 και υπολογίστηκαν οι τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών $\chi 1$ έως $\chi 10$. Τα αποτελέσματα της μήτρας συσχέτισης συνοψίζονται στον Πίνακα 4-2.

Πίνακας 42 Σύνοψη αποτελεσμάτων ανάλυσης συσχέτισης

	(Y)	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
(Y)	1,000										
X1	0,178	1,000									
X2	0,030	0,026	1,000								
X3	-0,040	0,001	-0,063	1,000							
X4	-0,045	0,008	0,441	-0,084	1,000						
X5	-0,009	0,001	-0,406	-0,070	-0,061	1,000					
X6	0,042	-0,003	0,336	0,057	0,073	-0,932	1,000				
X7	0,139	-0,004	0,125	-0,018	0,006	-0,015	0,030	1,000			
X8	0,155	0,027	0,102	-0,063	-0,013	0,004	0,020	0,872	1,000		
X9	0,171	-0,017	0,010	-0,015	0,001	-0,067	0,021	-0,007	-0,026	1,000	
X10	0,150	-0,018	0,011	0,088	-0,018	-0,070	0,020	-0,010	-0,033	0,876	1,000

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα καθορίζεται για την τιμή $p < 5\%$ και την τιμή $F < 10\%$. Οι μεταβλητές είναι: (y) Τιμή μετοχής, $\chi 1$: P/E, $\chi 2$: EPS, $\chi 3$: NAVPS, $\chi 4$: ROA, $\chi 5$: ROE $\chi 6$: D/E $\chi 7$: EV/EBITDA $\chi 8$: EV/Sales, $\chi 9$: EKE, $\chi 10$: ΕΔ.

Παρατηρείται μία θετική συσχέτιση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y, τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών $\chi 1$ P/E (0,178) και $\chi 9$ EKE (0,171). Λιγότερο ισχυρή συσχέτιση εντοπίζεται μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής y, τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών $\chi 8$ EV/Sales (0,155) και $\chi 10$ ΕΔ (0,150). Αντιθέτως, εντοπίζεται αρνητική συσχέτιση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y, τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών $\chi 3$ NAVPS (-0,040) και $\chi 4$ ROA (-0,045). Ωστόσο, τόσο στις θετικές όσο και στις αρνητικές συσχετίσεις, η σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y, τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι αδύναμη.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή $\chi 1$ P/E συσχετίζεται θετικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές $\chi 2$ EPS (0,026) και $\chi 8$ EV/Sales (0,027), ενώ αρνητική συσχέτιση εντοπίζεται με την ανεξάρτητη μεταβλητή $\chi 10$ ΕΔ (-0,018).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_2 EPS συσχετίζεται θετικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_4 ROA (0,441) και χ_6 D/E (0,336), ενώ αρνητική συσχέτιση εντοπίζεται με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_5 ROE (-0,406).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_3 NAVPS συσχετίζεται θετικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_{10} ΕΔ (0,088) και αρνητικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_4 ROA (-0,084) και χ_5 ROE (-0,070).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_4 ROA συσχετίζεται θετικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_6 D/E (0,073) και αρνητικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_5 ROE (-0,061).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_5 ROE συσχετίζεται θετικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_8 EV/Sales (0,004) και αρνητικά και ισχυρά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_6 D/E (-0,932).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_6 D/E συσχετίζεται θετικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_7 EV/EBITDA (0,030) ενώ δεν συσχετίζεται αρνητικά με καμία ανεξάρτητη μεταβλητή.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_7 EV/EBITDA συσχετίζεται θετικά και ισχυρά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_8 EV/Sales (0,872) και αρνητικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_{10} ΕΔ (-0,010).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_8 EV/Sales συσχετίζεται αρνητικά με τις με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_9 EKE (-0,026) και χ_{10} ΕΔ (0,033), ενώ δεν συσχετίζεται θετικά με καμία ανεξάρτητη μεταβλητή.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή χ_9 EKE συσχετίζεται θετικά και ισχυρά με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ_{10} ΕΔ (0,876).

Τα ευρήματα της ανάλυσης συσχέτισης δείχνουν αδύναμες θετικές ή αρνητικές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, αλλά και των ανεξάρτητων μεταβλητών με την εξαρτημένη μεταβλητή. Εξάιρεση αποτελούν οι θετικές συσχετίσεις των μεταβλητών χ_7 EV/EBITDA και χ_8 EV/Sales (0,872) και των μεταβλητών χ_9 EKE και χ_{10} ΕΔ (0,876) και η ισχυρή αρνητική συσχέτιση των μεταβλητών χ_8 EV/Sales και χ_6 D/E (-0,932).

- **Ανάλυση υποθέσεων**

Η μηδενική υπόθεση της έρευνας είναι: $H_0 = \text{υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής}$ ($H_0 : \beta_1 \neq 0$). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης διαπιστώνεται ότι η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής έχει ισχυρή γραμμική σχέση τόσο με την ανεξάρτητη μεταβλητή x_9 ΕΚΕ (συντελεστής παλινδρόμησης 17,1%) όσο και με την ανεξάρτητη μεταβλητή x_{10} ΕΔ (συντελεστής παλινδρόμησης 15,0%). Σε ό,τι αφορά τα αποτελέσματα της ανάλυσης συσχέτισης διαπιστώνεται ότι η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής συσχετίζεται θετικά τόσο με την ανεξάρτητη μεταβλητή x_9 ΕΚΕ (0,171) όσο και με την ανεξάρτητη μεταβλητή x_{10} ΕΔ (0,150). Τα ευρήματα είναι συνεπή προς τη βιβλιογραφία. Μελέτη αναφορικά με την επίδραση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών στις ΗΠΑ και την Ευρώπη δείχνει ότι οι περιβαλλοντικές και κοινωνικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου αποτιμώνται από τις αντίστοιχες χρηματοπιστωτικές αγορές και στις δύο περιοχές. Ωστόσο, οι αντίστοιχες θετικές επιδράσεις στη μέση μηνιαία απόδοση των μετοχών μεταξύ 2003 και 2006 είναι πιο ισχυρές στις ΗΠΑ (Von Arx and Ziegler, 2014). Έρευνα κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης 2008-2009 δείχνει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης έχουν υψηλότερες αποδόσεις μετοχών κατά 4% έως 7% από τις εταιρείες με χαμηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Επιπλέον, διαπιστώνεται και υψηλότερη κερδοφορία, ανάπτυξη και πωλήσεις ανά υπάλληλο σε σχέση με εταιρείες χαμηλής εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (Lins et.al., 2017).

Σύμφωνα με τις εταιρείες του ερευνητικού δείγματος διαπιστώνεται ότι 11 στις 24 εταιρείες (45,8%) έχουν υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτές είναι οι: Alpha Bank, Coca-Cola HBC AG, Folli Follie, Εθνική Τράπεζα, Ελληνικά Πετρέλαια, Μότορ Όιλ, Μυτιληναίος Συμμετοχές, ΟΠΑΠ, ΟΤΕ, TITAN και Τράπεζα Πειραιώς. Από τις 11 αυτές εταιρείες, 3 είναι τράπεζες (Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς), 4 δραστηριοποιούνται στην επεξεργασία πετρελαίου και αερίων και στα δομικά υλικά (Ελληνικά Πετρέλαια, Μότορ Όιλ, Μυτιληναίος Συμμετοχές και TITAN), ενώ οι υπόλοιπες ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους. Ωστόσο, τόσο η Coca-Cola HBC AG που δραστηριοποιείται στον κλάδο τροφίμων και ποτών, όσο και ο ΟΠΑΠ που

δραστηριοποιείται στον κλάδο παιγνίων έχουν υψηλό βαθμό εταιρικής ευθύνης διότι, σε αντίθετη περίπτωση, τα αποτελέσματα από ένα μικρόβιο στο αναψυκτικό ή η ενθάρρυνση για υπερβολική χρήση των τυχερών παιχνιδιών μπορούν να έχουν καταστροφικά αποτελέσματα για την κοινωνία.

Από την άλλη πλευρά, αναλύοντας τις τιμές των μετοχών των συγκεκριμένων εταιρειών διαπιστώνεται ότι παρά την ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση, η παρατεταμένη κρίση στην ελληνική οικονομία και η έλλειψη εμπιστοσύνης στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά οδήγησε σε μείωση των αποδόσεων των μετοχών. Ειδικότερα, στο Διάγραμμα 4-1 φαίνεται ότι μόνο οι 4 από τις 11 εταιρείες (36,4%) κατάφεραν να βελτιώσουν την απόδοση των μετοχών τους: η Folli Follie κατά 239%, ο TITAN κατά 48%, η Μότορ Όιλ κατά 30%, και η Coca-Cola HBC κατά 2%. Αντιθέτως, όλες οι υπόλοιπες μετοχές του δείγματος ισχυρής εταιρικής κοινωνικής ευθύνης υπέστησαν μείωση κατά το διάστημα 2008-2015 με τις υψηλότερες μεταβολές να σημειώνονται στην Εθνική Τράπεζα -100%, στην Τράπεζα Πειραιώς -95% και στον ΟΠΑΠ -61%.

Διάγραμμα 41 Μεταβολές αποδόσεων μετοχών ισχυρής ΕΚΕ &ΕΛ (2008-2015)

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Στην ομάδα των 13 εταιρειών με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης διαπιστώνεται ότι 7 από τις 13 εταιρείες (53,8%) βελτίωσαν τις αποδόσεις των μετοχών τους σημαντικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ειδικότερα, στο Διάγραμμα 4-1 φαίνεται ότι μόνο η Eurobank Ergasias (-100,0%), η Βιοχάλκο (-68,1%), η ΔΕΗ (-66,4%), η Ελλάκτωρ (-45,2%), ο Φουρλής Συμμετοχές (-40,0% και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (-25,2%) σημείωσαν μείωση στις αποδόσεις των μετοχών. Αντιθέτως, όλες οι υπόλοιπες μετοχές του δείγματος αδύναμης ή ανύπαρκτης εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης σημείωσαν αύξηση κατά το διάστημα 2008-2015 με τις υψηλότερες μεταβολές να σημειώνονται στην Aegean Airlines (134,7%), την Jumbo (133,7%) και τον Σαράντη (82,1%).

Διάγραμμα 42 Μεταβολές αποδόσεων μετοχών αδύναμης ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Επομένως, η μηδενική υπόθεση της έρευνας ότι $H_0 = \text{υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής} (H_0 : \beta_1 \neq 0)$ επιβεβαιώνεται μερικώς από τις αναλύσεις γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης. Ωστόσο, σε ό,τι αφορά την επιμέρους ανάλυση των μετοχών του δείγματος, η διαπίστωση είναι ότι οι εταιρείες με ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση υπέστησαν μείωση στις αποδόσεις των μετοχών τους, ενώ αντιθέτως οι εταιρείες με μέτρια, αδύναμη ή και ανύπαρκτη εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση σημείωσαν αύξηση στις αποδόσεις των μετοχών τους. Παρόλα αυτά, και με δεδομένο ότι οι αποδόσεις και στις 4 μετοχές των τραπεζών του δείγματος μειώθηκαν σημαντικά, το εύρημα αποδίδεται στην παρατεταμένη οικονομική κρίση και την επιβολή των περιορισμών κίνησης κεφαλαίου (capital controls) από τον Ιούνιο του 2015, οι οποίοι δυσχέραιναν εξαιρετικά την ικανότητα χρηματοδότησης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και, συνεπώς, και της επένδυσης σε μετοχές. Τέλος, η πτώση των μετοχών οφείλεται και στη μαζική πώληση λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης στην ελληνική οικονομία.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης διαπιστώνεται ότι η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής έχει ισχυρή γραμμική σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_1 P/E (συντελεστής παλινδρόμησης 17,8%), χ_8 EV/Sales (συντελεστής παλινδρόμησης 15,5%) και χ_7 , EV/EBITDA (συντελεστής παλινδρόμησης 13,9%). Επιπλέον, η ανάλυση συσχέτισης αναδεικνύει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής και των ανεξάρτητων μεταβλητών χ_1 P/E (0,178) και χ_8 EV/Sales (0,155). Τα ευρήματα είναι συνεπή προς τη βιβλιογραφία. Μελέτη αναφορικά με την ποιότητα των κερδών σε δείγμα 181 ατόμων ανώτατης διοίκησης σε δημόσιες εταιρείες δείχνει ότι τα κέρδη υψηλής ποιότητας είναι βιώσιμα και επαναλαμβανόμενα ως αποτέλεσμα της διαρκούς υποβολής εκθέσεων για την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και των ενδιαφερόμενων μερών. Ταυτόχρονα, περίπου το 50% της ποιότητας των κερδών οφείλεται σε παράγοντες όπως η βιομηχανία που δραστηριοποιείται μία επιχείρηση και οι ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες (Dichev et.al.,2013). Άλλη μελέτη υπογραμμίζει ότι η ποιότητα των κερδών είναι συνάρτηση και παραγόντων, όπως η επιμονή στη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων, οι δεδουλευμένοι τόκοι, η

ομαλότητα του ευρύτερου περιβάλλοντος, η επικαιροποίηση των αποτελεσμάτων και η ανταπόκριση των επενδυτών. Σε αυτό το πλαίσιο, η ποιότητα των κερδών είναι συνάρτηση της θεμελιώδους απόδοσης της επιχείρησης, η οποία περιλαμβάνει και δραστηριότητες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης (Dechow et.al., 2010).

Η επιμέρους ανάλυση των μετοχών δείχνει ότι 8 στις 11 (72,7%) εταιρείες με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E). Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4-3, η σημαντικότερη μείωση σημειώνεται στην Folli Follie (-7580,9%), αλλά και στην Alpha Bank (-117,9%), της Τράπεζα Πειραιώς (-104,9%) και την Εθνική Τράπεζα (-100,1%). Αντιθέτως, ο ΟΠΑΠ, ο ΟΤΕ και ο ΤΙΤΑΝ βελτίωσαν το P/E με την ΤΙΤΑΝ να φτάνει το 808,7% και τον ΟΤΕ το 207,3%. Στον Πίνακα 4-4 παρουσιάζεται η μεταβολή του δείκτη EV/EBITDA για τις εταιρείες με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης. Παρατηρείται ότι 8 στις 11 εταιρείες (72,7%) υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη EV/EBITDA με την υψηλότερη μείωση να σημειώνεται στην Alpha Bank (-169,7%), στον ΟΤΕ (-128,1%), την Τράπεζα Πειραιώς (-115,7%) και την Εθνική Τράπεζα (-100,2%). Αντιθέτως, η Folli Follie, ο ΟΠΑΠ και ο ΤΙΤΑΝ βελτίωσαν τον δείκτη EV/EBITDA με την υψηλότερη θετική μεταβολή να σημειώνεται στην Folli Follie (215,0%) και την ΤΙΤΑΝ (159,9%).

Πίνακας 43 Μεταβολή P/E μετοχών ισχυρής ΕΚΕ &ΕΛ (2008-2015)

P/E	Alpha Bank	Coca-Cola	Folli Follie	Εθνική	ΕΛΠΕ	Μότορ Όιλ	Μυτιληναίος	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ	ΤΙΤΑΝ	Πειραιώς
2015	-0,51	22,91	-53,41	-0,94	25,73	5,38	9,02	12,26	29,73	42,68	-0,30
2014	-0,24	20,60	-238,98	0,00	-3,13	-8,67	8,36	14,56	16,61	50,58	-0,12
2013	1,52	34,10	3,47	6,32	-8,17	-203,00	28,41	22,15	16,33	47,51	-0,06
2012	-0,63	37,38	-69,42	-6,37	29,50	11,75	25,20	3,46	5,62	36,71	0,12
2011	-0,12	26,63	-48,97	-1,25	15,59	4,59	7,84	4,05	11,79	85,79	-0,11
2010	47,40	16,76	-19,83	140,70	11,81	5,03	7,39	7,17	75,87	12,97	-118,52
2009	6,09	17,67	0,00	113,91	7,77	10,97	37,23	8,24	12,25	13,40	14,45
2008	2,88	31,35	0,71	637,30	70,50	10,76	22,35	9,06	9,67	4,70	6,05
	-117,9%	-26,9%	-7580,9%	-100,1%	-63,5%	-50,0%	-59,6%	35,3%	207,3%	808,7%	-104,9%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Πίνακας 44 Μεταβολή EV/EBITDA μετοχών ισχυρής ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)

EV/EBITDA	Alpha Bank	Coca-Cola	Foßi Foßie	Εθνική	ΕΑΠΕ	Μότορ Οιλ	Μυτιληναίος	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ	ΤΙΤΑΝ	Πειραιώς
2015	-1,58	20,41	4,72	-0,89	2,68	2,24	1,78	8,63	18,34	6,89	-0,84
2014	-5,74	16,39	8,78	-3,07	-13,24	14,02	2,08	9,29	11,24	8,94	-0,65
2013	3,39	26,02	8,04	-54,61	-6,51	4,87	2,86	16,65	14,94	8,42	0,07
2012	-5,46	27,57	3,74	-6,70	21,73	3,41	2,96	2,74	4,36	6,03	-0,38
2011	-1,95	19,56	2,26	-1,18	5,34	1,94	1,76	3,11	-5,97	4,02	-0,33
2010	119,91	12,53	1,50	91,03	4,30	3,50	2,56	4,64	-10,57	4,41	-0,21
2009	5,83	12,60	0,00	76,02	7,08	5,56	4,71	5,17	-54,78	5,17	9,93
2008	2,27	20,52	1,50	476,56	7,03	4,44	4,04	6,64	-65,27	2,65	5,33
	-169,7%	-0,5%	215,0%	-100,2%	-61,9%	-49,4%	-55,8%	30,0%	-128,1%	159,9%	-115,7%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Τέλος, στον Πίνακα 4-5 παρουσιάζεται η μεταβολή του δείκτη EV/SALES για τις εταιρείες με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης. Παρατηρείται ότι 4 στις 11 (36,4%) εταιρείες υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη EV/SALES με την υψηλότερη μείωση να σημειώνεται στην Εθνική Τράπεζα (-99,3%) και στον Μυτιληναίο (-36,5%). Αντιθέτως, από τις υπόλοιπες 7 εταιρείες που βελτίωσαν τον δείκτη EV/SALES, η υψηλότερη θετική μεταβολή σημειώνεται στον ΟΤΕ (432,0%) και στην Alpha Bank (108,8%).

Πίνακας 45 Μεταβολή EV/SALES μετοχών ισχυρής ΕΚΕ &ΕΔ (2008-2015)

EV/Sales	Alpha Bank	Coca-Cola	Foßi Foßie	Εθνική	ΕΑΠΕ	Μότορ Οιλ	Μυτιληναίος	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ	ΤΙΤΑΝ	Πειραιώς
2015	1,27	1,15	6,97	1,68	0,16	0,16	0,30	1,85	11,58	1,07	1,34
2014	1,76	0,89	10,77	2,79	0,12	0,08	0,43	2,06	11,34	1,40	0,98
2013	3,13	1,11	8,49	3,10	0,23	0,10	0,64	0,84	1,16	1,40	0,07
2012	5,19	1,01	2,01	3,95	0,24	0,10	0,36	0,44	0,57	1,05	0,44
2011	4,04	1,04	1,10	4,13	0,19	0,08	0,23	0,50	0,28	0,90	2,12
2010	11,53	1,05	0,76	13,99	0,25	0,13	0,45	0,80	0,55	1,03	1,93
2009	1,23	1,09	0,01	24,16	0,40	0,30	0,85	0,90	2,02	1,26	1,71
2008	0,61	1,02	7,50	257,85	0,17	0,15	0,48	1,20	2,18	0,64	1,25
	108,8%	12,8%	-7,1%	-99,3%	-4,8%	1,5%	-36,5%	54,5%	432,0%	67,1%	7,7%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης και της ανάλυσης συσχέτισης επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις:

- H_0 : Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων είναι σημαντικός ($H_0: \beta_2 \neq 0$)
- H_0 : Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας ($H_0: \beta_4 \neq 0$)
- H_0 : Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0: \beta_5 \neq 0$).

Το γεγονός ότι στην επιμέρους ανάλυση των μετοχών παρατηρούνται μικτά αποτελέσματα στις εταιρείες με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης οφείλεται κυρίως στην δυσμενή οικονομική συγκυρία και την επιβολή των περιορισμών κινήσεων κεφαλαίων (capital controls).

Σε ό,τι αφορά την υπόθεση H_0 : *Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας ($H_0 : \beta_3 \neq 0$)*, τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης δείχνουν ότι υπάρχει μία αδύναμη γραμμική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής και της ανεξάρτητης μεταβλητής x_6 D/E (συντελεστής παλινδρόμησης 4,2%). Επιπλέον, από την ανάλυση συσχέτισης φαίνεται ότι η ανεξάρτητη μεταβλητής x_6 D/E συσχετίζεται μέτρια με την εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής (0,042). Τα ευρήματα επιβεβαιώνονται από την βιβλιογραφία. Μελέτη αναφορικά με το πιθανό όφελος που συνδέεται με την έναρξη της εκούσιας γνωστοποίησης των δραστηριοτήτων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης διαπιστώνει ότι οι πρωτοβουλίες επιχειρήσεων με ισχυρή κοινωνική ευθύνη προσελκύουν αφιερωμένους θεσμικούς επενδυτές και κάλυψη αναλυτών, οι οποίοι επιτυγχάνουν χαμηλότερα απόλυτα σφάλματα πρόβλεψης. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με ισχυρή κοινωνική ευθύνη εκμεταλλεύονται το πλεονέκτημα χαμηλότερου κόστους μετοχικού κεφαλαίου που συνδέεται με την έναρξη της γνωστοποίησης της EKE (Dhaliwal et.al., 2011).

Σύμφωνα με τις εταιρείες του ερευνητικού δείγματος διαπιστώνεται ότι 4 από τις 11 εταιρείες (27,3%) με ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση αύξησαν τους δείκτες χρέους κατά το διάστημα 2005-2015. Αυτές είναι στην Εθνική Τράπεζα (249,7%), τα Ελληνικά Πετρέλαια (221,0%), ο Μυτιληναίος Συμμετοχές (148,3%) και η Coca Cola (13,6%). Οι υπόλοιπες 7 εταιρείες ισχυρής εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης μείωσαν σημαντικά τους δείκτες χρέους με τις υψηλότερες μειώσεις να σημειώνονται στην Folli Follie (-71,3%), τον ΟΠΑΠ (-70,9%) και τον ΟΤΕ (-69,9%) (Διάγραμμα 4-3).

Διάγραμμα 43 Μεταβολές δεικτών χρέους μετοχών ισχυρής EKE & EA (2008-2015)

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Παρόμοια αποτελέσματα διαπιστώνονται και στην ομάδα των 13 εταιρειών με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικότερα, 7 από τις 13 εταιρείες (53,8%) μείωσαν σημαντικά τους

δείκτες χρέους με τις μεγαλύτερες μειώσεις να σημειώνονται στις εταιρείες Φουρλής (-86,2%) Jumbo (-72,1%) και Λάμδα Κατασκευαστική (-47,8%). Αντιθέτως, οι υπόλοιπες 6 μετοχές του δείγματος αδύναμης ή ανύπαρκτης εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης σημείωσαν αύξηση των δεικτών χρέους με τις υψηλότερες μεταβολές να σημειώνονται στον ΟΛΠ (92,1%) και στην Aegean Airlines (86,8%) (Διάγραμμα 4-4).

Διάγραμμα 44 Μεταβολές δεικτών χρέους μετοχών αδύναμης ΕΚΕ & ΕΛ (2008-2015)

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Επομένως, η υπόθεση της έρευνας ότι H_0 : Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας ($H_0 : \beta_3 \neq 0$) επιβεβαιώνεται από τις αναλύσεις γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης. Ωστόσο, η γραμμική σχέση είναι αδύναμη, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από την επιμέρους ανάλυση των μετοχών του δείγματος. Εκεί διαπιστώνεται ότι οι 10 από τις 24 εταιρείες του δείγματος (41,7%) μείωσαν τους δείκτες χρέους είτε ασχέτως της ισχυρής ή όχι εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης.

Αναφορικά με την η υπόθεση H_0 : Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_6 \neq 0$), τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης δείχνουν ότι υπάρχει μία αδύναμη γραμμική σχέση παρατηρείται μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής, και των ανεξάρτητων μεταβλητών χ^2 EPS (συντελεστής παλινδρόμησης 3,0%), χ^3 NAVPS (συντελεστής παλινδρόμησης 4,0%), χ^4 ROA (συντελεστής παλινδρόμησης 4,5%) και χ^5 ROE (συντελεστής παλινδρόμησης 0,9%). Επιπλέον, η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής συσχετίζεται αρνητικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ^3 NAVPS (-0,040), χ^4 ROA (-0,045) και χ^5 ROE (-0,009), ενώ η θετική συσχέτιση με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^2 EPS (0,030) είναι αδύναμη.

Σύμφωνα με τις εταιρείες του ερευνητικού δείγματος, 9 στις 13 (69,2%) εταιρείες με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη κέρδη ανά μετοχή EPS. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4-6, οι σημαντικότερες μειώσεις σημειώνονται στην Eurobank (-435,0%), τον Ελλάκτωρ (-213,9%) και την Βιοχάλκο (-157,39%), ενώ μόλις 4 στις 13 εταιρείες βελτίωσαν το EPS με την σημαντικότερη βελτίωση να

σημειώνεται στην Aegean Airlines (134.1%). Επιπλέον, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4-7, 10 στις 13 (76,9%) εταιρείες με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης υπέστησαν σημαντική μείωση του δείκτη ROA με τις σημαντικότερες μειώσεις να σημειώνονται στην Eurobank (-290,67%), τον Ελλάκτωρ (-162,8%) και τη Λάμδα Κατασκευαστική (-154,5%), ενώ η Aegean Airlines και η Grivalia βελτίωσαν τους δείκτες ROA Κατά 52,2% και 48,2%, αντίστοιχα.

Πίνακας 46 Μεταβολή EPS μετοχών αδύναμης ΕΚΕ &ΕΛ (2008-2015)

EPS	Aegean Airlines	Eurobank Ergasias	Grivalia	Jumbo	Βιοχάλκο	ΓΕΚ Τέρνα	ΔΕΗ	Ελλάκτωρ	Λάμδα Καπή	ΟΑΠ	Σαράντης	Φουρλής	ΧΑΑ
2015	0,96	-4,02	0,62	0,77	-0,27	0,04	-0,44	-0,62	-0,28	0,34	0,32	0,01	0,14
2014	1,13	-10,58	0,52	0,74	-0,27	-0,02	0,39	-0,30	-0,40	0,27	0,47	-0,23	0,33
2013	0,81	-0,41	0,05	0,57	-0,86	-1,05	-0,97	-0,28	0,02	0,32	0,44	-0,16	0,50
2012	-0,14	-2,30	-0,47	0,75	-0,25	-0,63	0,18	0,07	-0,28	0,29	0,35	-0,22	0,31
2011	-0,38	-10,13	0,08	0,73	-0,21	-0,06	-0,64	0,42	-0,70	0,26	0,25	0,05	0,31
2010	-0,33	-0,15	0,21	0,62	-0,10	-0,10	2,40	0,03	-0,71	0,29	0,31	0,29	0,32
2009	-0,32	0,51	0,66	0,79		0,86	2,99	0,38	0,19	-1,34	0,43	0,62	0,45
2008	0,41	1,20	0,50	0,68		0,26	-1,32	0,54	1,38	0,22	0,66	1,08	0,94
	134,1%	-436,0%	24,0%	13,2%	-157,3%	-96,1%	-66,7%	-213,9%	-120,3%	62,3%	-62,1%	-99,6%	-86,1%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Πίνακας 47 Μεταβολή ROA μετοχών αδύναμης ΕΚΕ &ΕΛ (2008-2015)

ROA	Aegean Airlines	Eurobank Ergasias	Grivalia	Jumbo	Βιοχάλκο	ΓΕΚ Τέρνα	ΔΕΗ	Ελλάκτωρ	Λάμδα Καπή	ΟΑΠ	Σαράντης	Φουρλής	ΧΑΑ
2015	10,23%	-1,57%	6,04%	9,62%	-1,81%	0,45%	-0,59%	-2,25%	-3,02%	2,23%	4,15%	0,06%	1,40%
2014	12,77%	-1,58%	4,28%	9,79%	-2,49%	0,00%	0,53%	-0,80%	-2,93%	1,45%	7,12%	-2,56%	3,48%
2013	10,30%	-1,49%	-1,44%	8,27%	-6,65%	-3,25%	-1,42%	-1,18%	0,10%	2,08%	3,51%	-2,05%	14,83%
2012	-2,64%	-2,13%	-2,96%	11,36%	-2,23%	-1,75%	0,26%	0,74%	-1,71%	1,85%	4,93%	-2,48%	7,18%
2011	-6,49%	-7,15%	0,70%	11,90%	-1,57%	0,09%	-0,89%	1,67%	-2,95%	1,66%	4,05%	0,35%	12,99%
2010	-5,21%	0,10%	1,73%	13,58%	-0,89%	-0,13%	3,44%	0,46%	-2,55%	1,81%	5,07%	3,01%	12,40%
2009	4,99%	0,37%	5,37%	14,42%		4,26%	5,91%	2,41%	1,05%	-9,39%	7,34%	5,43%	16,20%
2008	6,72%	0,82%	4,07%	15,72%		1,88%	-2,84%	3,58%	5,55%	1,87%	11,08%	8,02%	35,17%
	52,2%	-290,7%	48,2%	-30,8%	-103,6%	-76,0%	-79,1%	-162,8%	-154,5%	19,6%	-62,6%	-99,2%	-96,0%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Τέλος, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4-8, 10 στις 13 (76,9%) εταιρείες με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης υπέστησαν σημαντική μείωση του δείκτη ROE με τις σημαντικότερες μειώσεις να σημειώνονται στην Eurobank (-210.6%) την Βιοχάλκο (-178,7%), τον Ελλάκτωρ (-174,7%) και την Λάμδα Κατασκευαστική (-143,7%), ενώ μόνο η Aegean Airlines βελτίωσε τον δείκτη ROE κατά 122,5%.

Πίνακας 48 Μεταβολή ROE μετοχών αδύναμης ΕΚΕ & ΕΔ (2008-2015)

ROE	Aegean Airlines	Eurobank Ergasias	Γρίβαλλια	Jumbo	Βιοχάλκο	ΓΕΚ Τέρνα	ΔΕΗ	Ελλάκτωρ	Λάμδα Κοπή	ΟΑΠ	Σαράντης	Φουρλής	ΧΑΑ
2015	30,81%	-16,19%	6,33%	13,15%	-5,40%	1,90%	-1,73%	-8,76%	-6,13%	4,71%	6,59%	0,16%	5,08%
2014	36,73%	-18,97%	4,50%	13,60%	-7,04%	-0,01%	1,49%	-2,98%	-6,06%	3,30%	10,29%	-7,24%	11,11%
2013	24,64%	-25,51%	-1,66%	11,57%	-16,70%	-13,85%	-4,17%	-4,26%	0,27%	4,85%	5,38%	-5,28%	17,86%
2012	-6,85%	219,85%	-3,19%	16,41%	-5,08%	-8,17%	0,74%	2,58%	-4,59%	4,49%	8,52%	-6,47%	7,73%
2011	-16,05%	-628,11%	0,75%	18,09%	-3,64%	0,33%	-2,31%	5,54%	-8,34%	4,17%	7,70%	0,91%	14,10%
2010	-11,59%	1,38%	1,81%	22,05%	-1,94%	-0,43%	8,24%	1,60%	-6,91%	4,78%	9,87%	7,74%	14,31%
2009	10,26%	5,00%	5,62%	26,92%		10,79%	14,44%	7,85%	2,60%	-23,64%	14,19%	14,99%	19,60%
2008	13,85%	14,64%	4,27%	28,99%		5,07%	-7,95%	11,74%	14,02%	3,16%	24,23%	27,58%	40,54%
	122,5%	-210,6%	48,2%	-54,6%	-178,7%	-62,6%	-78,2%	-174,7%	-143,7%	49,2%	-72,8%	-99,4%	-87,5%

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Χρήσεως και ίδια επεξεργασία

Με βάση όλα τα παραπάνω, η υπόθεση H_0 : Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_6 \neq 0$) επιβεβαιώνεται μερικώς καθώς οι αναλύσεις γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης, έδειξαν η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής συσχετίζεται αδύναμα με το EPS, το ROA και το ROE, ενώ η επιμέρους ανάλυση μετοχών δείχνει ότι οι εταιρείες που δεν δημοσιοποιούν τα αποτελέσματά τους έχουν και μείωση στους σχετικούς δείκτες EPS, ROA και ROE. Τέλος, η ανάλυση συσχέτισης έδειξε αρνητική συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής με το EPS, το ROA και το ROE.

- Συμπεράσματα και Προτάσεις

- Γενικά Συμπεράσματα

Η μελέτη χρησιμοποίησε δείγμα 24 ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες διαπραγματεύονται στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE ATHEX Large Cap Index του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2008-2015. Οι στατιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν είχαν σαν στόχο να διερευνήσουν εάν υπάρχει και σε τι βαθμό συσχέτιση ανάμεσα στην δημοσιοποιούμενη λογιστική και την απόδοση της μετοχής στο χρηματιστήριο. Οι βασικές υποθέσεις της μελέτης θεωρούν ότι $H_0 =$ υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής ($H_0 : \beta_1 \neq 0$), H_0 : Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων είναι σημαντικός ($H_0: \beta_2 \neq 0$), H_0 : Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας ($H_0 : \beta_3 \neq 0$), H_0 : Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_4 \neq 0$), H_0 : Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_5 \neq 0$) και H_0 : Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta_6 \neq 0$)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης, η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής έχει ισχυρή γραμμική σχέση με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^9 ΕΚΕ (συντελεστής παλινδρόμησης 17,1%) και με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^{10} ΕΔ (συντελεστής παλινδρόμησης 15,0%), ενώ η ανάλυση συσχέτισης έδειξε θετική συσχέτιση με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^9 ΕΚΕ (0,171) και με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^{10} ΕΔ (0,150). Από την άλλη πλευρά, η επιμέρους ανάλυση των μετοχών έδειξε ότι οι εταιρείες με ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση υπέστησαν μείωση στις αποδόσεις των μετοχών τους, ενώ αντιθέτως οι εταιρείες με μέτρια, αδύναμη ή και ανύπαρκτη εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση σημείωσαν αύξηση στις αποδόσεις των μετοχών τους. Επομένως, η μηδενική υπόθεση $H_0 =$ υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της απόδοσης της μετοχής ($H_0 : \beta_1 \neq 0$) επιβεβαιώνεται μερικώς.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης, η εξαρτημένη μεταβλητή y , τιμή μετοχής έχει ισχυρή γραμμική σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_1 P/E (συντελεστής παλινδρόμησης 17,8%), χ_8 EV/Sales (συντελεστής παλινδρόμησης 15,5%) και χ_7 , EV/EBITDA (συντελεστής παλινδρόμησης 13,9%), ενώ η ανάλυση συσχέτισης έδειξε μία θετική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ_1 P/E (0,178) και χ_8 EV/Sales (0,155). Από την άλλη πλευρά, η επιμέρους ανάλυση των μετοχών δείχνει ότι 8 στις 11 εταιρείες με υψηλό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) και στον δείκτη EV/EBITDA, ενώ 4 στις 11 εταιρείες υπέστησαν σημαντική μείωση στον δείκτη EV/SALES. Επομένως, σε ό,τι αφορά τις υποθέσεις H_0 : *Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων είναι σημαντικός* ($H_0: \beta_2 \neq 0$), H_0 : *Η εταιρική κοινωνική ευθύνη συσχετίζεται με την οικονομική απόδοση της εταιρείας* ($H_0 : \beta_4 \neq 0$) και H_0 : *Η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας* ($H_0 : \beta_5 \neq 0$), επιβεβαιώνονται μερικώς.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης έδειξαν μία αδύναμη γραμμική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής και της ανεξάρτητης μεταβλητής χ_6 D/E (συντελεστής παλινδρόμησης 4,2%), ενώ η ανάλυση συσχέτισης έδειξε μέτρια συσχέτιση με την ανεξάρτητη μεταβλητής χ_6 D/E (0,042). Επιπλέον, η ανάλυση των μετοχών έδειξε ότι 4 στις 11 εταιρείες με ισχυρή εταιρική κοινωνική ευθύνη και εταιρική διακυβέρνηση αύξησαν τους δείκτες χρέους και 7 στις 11 εταιρείες ισχυρής εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης μείωσαν σημαντικά τους δείκτες χρέους κατά το διάστημα 2005-2015. Ακόμα, 7 στις 13 εταιρείες με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης, μείωσαν σημαντικά τους δείκτες χρέους και 6 τους αύξησαν. Επομένως, στο σύνολο του δείγματος διαπιστώθηκε ότι 10 στις 24 εταιρείες (41,7%) μείωσαν τους δείκτες χρέους είτε ασχέτως της ισχυρής ή όχι εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης. Επομένως, η υπόθεση της έρευνας ότι H_0 : *Η δημοσιοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων επηρεάζει τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας* ($H_0 : \beta_3 \neq 0$) επιβεβαιώνεται πλήρως από τις αναλύσεις γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης και από την ανάλυση των μετοχών του δείγματος.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης έδειξαν μία αδύναμη γραμμική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής y , τιμή μετοχής με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ^2 EPS (συντελεστής παλινδρόμησης 3,0%), χ^3 NAVPS (συντελεστής παλινδρόμησης 4,0%), χ^4 ROA (συντελεστής παλινδρόμησης 4,5%) και χ^5 ROE (συντελεστής παλινδρόμησης 0,9%), ενώ η ανάλυση συσχέτισης έδειξε αρνητική σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές χ^3 NAVPS (-0,040), χ^4 ROA (-0,045) και χ^5 ROE (-0,009), και αδύναμη θετική σχέση με την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^2 EPS (0,030) είναι αδύναμη. Από την άλλη πλευρά, η επιμέρους ανάλυση μετοχών έδειξε ότι οι εταιρείες που δεν δημοσιοποιούν τα αποτελέσματά τους έχουν και μείωση στους σχετικούς δείκτες EPS, ROA και ROE. Με βάση όλα τα παραπάνω, η υπόθεση H_0 : Η μη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της εταιρείας ($H_0 : \beta \neq 0$) επιβεβαιώνεται μερικώς.

Σε ό, τι αφορά τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών, η απαίτηση $p < 0.05$ ικανοποιείται στις ανεξάρτητες μεταβλητές χ^1 P/E (0,036), χ^2 EPS (0,040), χ^4 ROA (0,033), χ^5 ROE (0,041) και χ^6 D/E (0,042). Η απαίτηση Significance $F < 0.1$ ικανοποιείται στις ανεξάρτητες μεταβλητές χ^1 P/E (0,014), χ^7 EV/EBITDA (0,056), χ^8 EV/Sales (0,033), χ^9 EKE (0,018) και χ^{10} ΕΔ (0,039). Επομένως, για τις μεταβλητές χ^1 P/E, χ^2 EPS, χ^4 ROA, χ^5 ROE, χ^6 D/E, χ^7 EV/EBITDA, χ^8 EV/Sales, χ^9 EKE, και χ^{10} ΕΔ, η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί διότι υπάρχει λιγότερη από 5% πιθανότητα απόρριψης και λιγότερη από 10% πιθανότητα απόρριψης. Επομένως, οι μηδενικές υποθέσεις που σχετίζονται με τις μεταβλητές χ^1 P/E, χ^2 EPS, χ^4 ROA, χ^5 ROE, χ^6 D/E, χ^7 EV/EBITDA, χ^8 EV/Sales, χ^9 EKE, και χ^{10} ΕΔ, επιβεβαιώνονται. Αντιθέτως, απορρίπτεται η υπόθεση για την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^3 NAVPS καθώς δεν είναι στατιστικά σημαντική ούτε για το $p < 0.05$ ούτε για το Significance $F < 0.1$.

Ως γενικό συμπέρασμα διαπιστώνεται ότι όλες οι μεταβλητές με εξαίρεση την ανεξάρτητη μεταβλητή χ^3 NAVPS είναι στατιστικά σημαντικές, γεγονός που επιβεβαιώνει όλες τις μηδενικές υποθέσεις της έρευνας. Το γεγονός ότι, με εξαίρεση τον δείκτη χρέους, η επιμέρους ανάλυση των μετοχών με ισχυρό βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης ή με μέτριο, αδύναμο ή ανύπαρκτο βαθμό εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και εταιρικής διακυβέρνησης παρήγαγε μικτά αποτελέσματα αποδίδεται στην κρίση χρέους της χώρας, την παρατεταμένη οικονομική ανασφάλεια των επενδυτών, την έλλειψη εμπιστοσύνης στην ελληνική

αγορά και στην επιβολή των περιορισμών κινήσεων κεφαλαίων (capital controls). Τέλος, η ισχυρή σχέση μεταξύ μιας επιχείρησης και των μετόχων της ή των μελλοντικών επενδυτών της βασίζεται στην εμφανή πρόθεση της επιχείρησης να προστατέψει το κοινωνικό κεφάλαιο και να εδραιώσει το συνολικό επίπεδο εμπιστοσύνης στις επιχειρήσεις και στις αγορές. Για τον λόγο αυτόν, μία οργανωσιακή κουλτούρα βασισμένη σε κανόνες καθιστά τη λειτουργία ελέγχου εξαιρετικά σημαντική.

- **Προβλήματα και Ιδιαιτερότητες Έρευνας**

Οι στατιστικές αναλύσεις της παρούσας μελέτης πραγματοποιήθηκαν με χρήση του Excel. Παρά την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, θεωρείται ότι η ανάλυση δεδομένων είναι απαραίτητη και με άλλα στατιστικά προγράμματα, όπως το SPSS ή το Stata για την σύγκριση τους σε περισσότερο βάθος. Επιπλέον, τα δεδομένα από τα οποία βασίζεται η συγκεκριμένη έρευνα καταγράφονται στο Excel από τις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών του δείγματος. Επομένως, δεν μπορούν να επεκταθούν σε παρόμοιους τομείς, παρά το γεγονός ότι τα συμπεράσματα αφορούν όλους τους επιμέρους κλάδους.

Τέλος, δεν κατέστη δυνατόν να βρεθούν ιστορικές τιμές για την Coca Cola μεταξύ 2008 και 2011, για τη Βιοχάλκο μεταξύ 2008 και 2010, ενώ η έλλειψη ιστορικών στοιχείων για τις εταιρείες Ανεξάρτητος Διαχειριστής Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας (ΑΔΜΗΕ) και Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο οδήγησε στην εξαίρεσή τους από την διενέργεια της ανάλυσης. Ωστόσο, εκτιμάται ότι ενδεχομένως οι τιμές αυτές να παρήγαγαν ελαφρώς διαφοροποιημένα αποτελέσματα στις αναλύσεις γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης.

- **Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα**

Με βάση τα ευρήματα της μελέτης θεωρείται απαραίτητο να διερευνηθούν περαιτέρω οι παράγοντες που επηρεάζουν τους δείκτες και την χρηματιστηριακή απόδοση των εταιρειών στο πλαίσιο της δημοσιοποιούμενης λογιστικής και της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η σημασία της αύξησης των κερδών και των δεικτών απόδοσης ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να επεκταθεί σε επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους έτσι ώστε να αξιολογηθεί περαιτέρω ο ρόλος εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- Δράκος, Α.Α. (2016). *Διαχείριση Επενδύσεων*. Αθήνα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- Νεγκάκης, Χ. (2016). *Λογιστική Εταιριών*. Θεσσαλονίκη, Πανεπιστήμιο Μακεδονία.

Ξενόγλωσση

- Alali, F.A. and SheldonFoote, P. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market, *The International Journal of Accounting*, Volume 47, Issue 1, pp. 85-108.
- Albu, C.N., Albu, N., Pali- Pista, S.F., Gîrbină, M.M., Selimoglu, S.K., Kovács, D.M., Lukács, J., Mohl, G., Müllerová, L., Paseková, M. and Arsoy, A.P. (2013). Implementation of IFRS for SMEs in emerging economies: Stakeholder perceptions in the Czech Republic, Hungary, Romania and Turkey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 24, No 2, pp.140-175.
- Allegriani, M. and Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management & Governance*, Vol. 17, No 1, pp.187-216.
- An, Y., Davey, H. and Eggleton, I.R. (2011). The effects of industry type, company size and performance on Chinese companies' IC disclosure: A research note. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Vol. 5, No 3, p.107-116.
- Armstrong, C.S., Blouin, J.L., Jagolinzer, A.D. and Larcker, D.F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60, No 1, pp.1-17.
- Beneish, M.D., Miller, B.P. and Yohn, T. L. (2012). *The Impact of Financial Reporting on Equity versus Debt Markets: Macroeconomic Evidence from Mandatory IFRS Adoption*.
- Bischof, J. and Daske, H. (2013). Mandatory disclosure, voluntary disclosure, and stock market liquidity: Evidence from the EU bank stress tests. *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 5, pp.997-1029.
- Bobryshev, A.N., Uryadova, T.N., Lyubenkova, E.P., Yakovenko, V.S. and Alekseeva, O.A. (2014). Analytical and management approaches to modeling of the accounting balance sheet. *Life Science Journal*, Vol. 11, No. 8, pp.502-506.
- Brigham, E.F and Ehrhardt, M.C. (2016). *Financial Management: Theory & Practice*, 15th Edition, Cengage Learning, USA.

- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. 2nd Ed. New York: Cambridge University Press.
- CFA Institute (2010). *Equity Asset Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Chand, P., Patel, A. and White, M. (2015). Adopting International Financial Reporting Standards for Small and Medium-sized Enterprises, *Australian Accounting Review*, Volume 25, Issue 2, pp. 139–154.
- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q. and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, Vol. 86, No 4, pp.1255-1288.
- Cheng, M., Dhaliwal, D. and Yuan, Z. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, Volume 56, Issue 1, pp. 1-18.
- Christensen, J., Kent, P., Routledge, J. and Stewart, J. (2015). Do corporate governance recommendations improve the performance and accountability of small listed companies? *Account Finance*, Vol. 55, pp. 133–164.
- Creswell, J.W. (2014). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Damodaran, A. (2017). *Growth Rates and Terminal Value*. [online] Stern NYU. Διαθέσιμο: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/growthandtermvalue.pdf> [Πρόσβαση 01 Αυγ. 2017].
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd Edition, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 1st edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Dechow, P., Ge, W. and Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, Vol. 50, No 2, pp.344-401.
- Denis, D. (2016). Corporate Governance and the Goal of the Firm: In Defense of Shareholder Wealth Maximization. *Financial Review*, Vol 51, No 4, pp.467-480.
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, Vol. 86, No 1, pp.59-100.
- Dichev, I.D., Graham, J.R., Harvey, C.R. and Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, No 2, pp.1-33.

- Figueiredo Filho, D.B., Paranhos, R., Rocha, E.C.D., Batista, M., Silva Jr, J.A.D., Santos, M.L.W.D. and Marino, J.G. (2013). When is statistical significance not significant? *Brazilian Political Science Review*, Vol. 7, No 1, pp.31-55.
- Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, *Management Science*, Vol. 61, No. 11, pp. 2549 – 2568.
- Franka, M.Z. and Shen, T. (2016). Investment and the weighted average cost of capital. *Journal of Financial Economics*, Volume 119, Issue 2, pp. 300–315.
- Gill, A., Biger, N. and Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, Vol. 28, No 4, p.3-15.
- Givoly, D., Hayn, C.K. and Katz, S.P. (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review*, Vol 85, No 1, pp.195-225.
- Götze, U., Northcott, D. and Schuster, P. (2015). Discounted Cash Flow Methods στο *Investment Appraisal, Part of the series Springer Texts in Business and Economics*, pp 47-83.
- Hope, O.K., Thomas, W.B. and Vyas, D. (2013). Financial reporting quality of US private and public firms. *The Accounting Review*, Vol 88, No 5, pp.1715-1742.
- Hope, O.K., Langli, J.C. and Thomas, W.B. (2012). Agency conflicts and auditing in private firms. *Accounting, Organizations and Society*, Vol 37, No 7, pp.500-517.
- Ikpefan, O.A. and Akande, A.O. (2012). International Financial Reporting Standards (IFRS): Benefits, Obstacles and Intrigues for implementation in Nigeria, *Business Intelligence Journal*, Vol. 5, No. 2., pp. 299-307.
- Jizi, M.I., Salama, A., Dixon, R. and Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, Vol. 125, No 4, pp.601-615.
- Kang, C., Germann, F. and Grewal, R. (2016). Washing away your sins? Corporate social responsibility, corporate social irresponsibility, and firm performance. *Journal of Marketing*, Vol. 80, No 2, pp.59-79.
- Kumar, R. (2016). *Valuation: Theories and Concepts*, Elsevier.
- Lardon, A. and Deloof, M. (2014). Financial disclosure by SMEs listed on a semi-regulated market: evidence from the Euronext Free Market, *Small Business Economics*, Vol. 42, No 2, pp. 361-385.
- Lee, S., Singal, M. and Kang, K.H. (2013). The corporate social responsibility–financial performance link in the US restaurant industry: Do economic conditions matter? *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 32, pp.2-10.

- Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, Vol. 72, No 4, pp.1785–1824.
- Luo, X., Wang, H., Raithel, S. and Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, Vol. 36, No. 1, pp.123-136.
- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, Vol. 127, No 2, pp.419-438.
- Manolopoulou, E. and Tzelepis, D. (2014). Intellectual capital disclosure: the Greek case, *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, Volume 11, Issue 1.
- Maxwell, J.A. (2013). *Qualitative Research Design: An Interactive Approach*. 3rd Edition. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Mio, C. and Venturelli, A. (2013), Non-financial Information About Sustainable Development and Environmental Policy in the Annual Reports of Listed Companies: Evidence from Italy and the UK, *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, Vol 20, Issue 6, pp. 340–358.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R.M. and Marshall, R.S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 34, No 4, pp.336-361.
- Saeidi, S.P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S.P. and Saaeidi, S.A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, Vol. 68, No 2, pp.341-350.
- Salim, M. and Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 65, pp.156-166.
- Sharma, M. and Prashar, E. (2013). A Conceptual Framework for Relative Valuation. *The Journal of Private Equity*, Vol. 16, No. 3, pp. 29-32.
- Tricker, R.B. and Tricker, R.I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.
- Tsalavoutas, I., André, P. and Evans, L. (2012). The transition to IFRS and the value relevance of financial statements in Greece, *The British Accounting Review*, Volume 44, Issue 4, pp. 262-277.
- Van Auken, H. and Carraher, S. (2013). Influences on frequency of preparation of financial statements among SMEs. *Journal of Innovation Management*, Vol. 1, No 1, pp.143-157.

- Vijitha, P. and Nimalathasan, B. (2014). Value relevance of accounting information and share price: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Business and Management*, Vol. 2, No 1, pp.1-6.
- Vlaović-Begović, S., Momčilović, M. and Jovin, S. (2013). Advantages and Limitations of the Discounted Cash Flow to Firm Valuation. *Škola Biznisa*, 1/2013.
- Von Arx, U. and Ziegler, A. (2014). The effect of corporate social responsibility on stock performance: New evidence for the USA and Europe. *Quantitative Finance*, Vol 14, No 6, pp.977-991.
- Watson D. and Head A. (2013). *Corporate Finance: Principles and Practice*, 6th Edition, Pearson.
- Zhongfu, Y., Jianhui, J. and Pinglin, H. (2011). The study on the correlation between environmental information disclosure and economic performance-With empirical data from the manufacturing industries at shanghai stock exchange in China. *Energy Procedia*, Vol. 5, pp.1218-1224.

Διαδικτυακές Πηγές

- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (2017) *Σύνθεση Δείκτη FTSE ATHEX Large Cap Index*. Διαθέσιμο: <https://www.helex.gr/web/guest/index-composition/-/select-index/62> [πρόσβαση 31 Οκτ. 2017].
- UCLA Institute for Digital Research and Education (2017), What is the difference between categorical, ordinal and interval variables? Διαθέσιμο: <https://stats.idre.ucla.edu/other/mult-pkg/whatstat/what-is-the-difference-between-categorical-ordinal-and-interval-variables/> [πρόσβαση 20 Νοε. 2017].