

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS**



MSc in

Accounting & Finance

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«Η αποτίμηση της αγοράς για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που αναγνωρίζονται σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.»

Μικελοπούλου Σοφία ,Α.Μ.:1611016



Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα,

Οκτώβριος 2017

Εγκρίνουμε την εργασία της

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ] [ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

▪ <i>Περίληψη</i>	<i>σελ.3</i>
▪ <i>Εισαγωγή</i>	<i>σελ.4-5</i>
▪ <i>Επισκόπηση της Ερευνητικής Βιβλιογραφίας</i>	<i>σελ.5-15</i>
▪ <i>Διατύπωση των υποθέσεων και ανάπτυξη του Υποδείγματος που θα ελεγχθεί εμπειρικά</i>	<i>σελ.16-20</i>
▪ <i>Περιγραφή στοιχείων που θα χρησιμοποιηθούν στον εμπειρικό έλεγχο</i>	<i>σελ.22-30</i>
▪ <i>Εμπειρική διερεύνηση του υποδείγματος</i>	<i>σελ.32-35</i>
▪ <i>Συμπεράσματα</i>	<i>σελ.36-37</i>
▪ <i>Βιβλιογραφία</i>	<i>σελ.38-39</i>

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το κείμενο εξετάζει την αξιολόγηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων μιας οντότητας από την πλευρά της αγοράς κεφαλαίου. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εταιρειών τριών Ευρωπαϊκών χωρών (Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία) , συλλέγοντας τα δεδομένα σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές και ένα υπόδειγμα που απεικονίζει τη γραμμική συσχέτιση της Χρηματιστηριακής τιμής των κοινών μετοχών της εταιρείας με τις λογιστικές αξίες των άυλων, των λοιπών περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και των κερδών χρήσης που εμφανίζονται στις καταστάσεις καταλήξαμε σε συμφωνία ,στην πλειονότητα των περιπτώσεων, με τα συμπεράσματα προηγούμενων ερευνητών στο ότι η αποτίμηση της αγοράς συνδέεται θετικά με τη λογιστική αξία των άυλων παγίων και η επιρροή που της ασκούν θεωρείται ουσιώδης. Παρόλα αυτά, τα κέρδη της χρήσης φαίνεται να αποτελούν τους καθοριστικούς παράγοντες που καθορίζουν την τιμή των μετοχών στην αγορά .

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ζήτημα μείζονος σημασίας παραμένει ακόμα και τη σύγχρονη εποχή η αναγνώριση των άυλων στοιχείων της στις καταστάσεις των επιχειρήσεων. Παρόλο την πλούσια βιβλιογραφία που έχει συγκεντρωθεί από τους ερευνητές για τα στοιχεία αυτά ,που επικεντρώνεται κυρίως σε θέματα επιμέτρησης και αποτίμησης της αγοράς του μέρους της λογιστικής αξίας τους που δεν αναγνωρίζεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, δεν έχουμε καταφέρει να καταλήξουμε σε ευρέως αποδεκτά συμπεράσματα σχετικά με τον ορθό λογιστικό χειρισμό τους. Στην έρευνα που αναπτύξαμε ασχοληθήκαμε με το κατά πόσο τα αναγνωρισμένα στις καταστάσεις, σύμφωνα με τους κανόνες που ορίζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα ,άυλα πάγια εμφανίζουν σχετική αξία για την αγορά κεφαλαίου και πως αποτιμάται η αξία αυτή από τους επενδυτές. Προηγούμενες έρευνες έχουν εντοπίσει θετική σχέση της λογιστικής αξίας των άυλων παγίων που εμφανίζεται στον Ισολογισμό και της αποτιμώμενης αξίας της επιχείρησης. Σε αυτό το εύρημα βασιστήκαμε και θα επιβεβαιώσαμε την ισχύ του. Κίνητρο για την επιλογή του συγκεκριμένου θέματος ανάλυσης αποτέλεσε το μεγάλο ποσοστό επί της συνολικής αξίας του ενεργητικού της επιχείρησης που κατέχουν τα άυλα πάγια στις μέρες μας καθώς η αβέβαιη φύση τους που καθιστά δύσκολη την αποτίμηση των αναμενόμενων μελλοντικών οφελών τους. Η έρευνά μας είχε σαν στόχο να διερευνήσει την επίδραση των κεφαλαιοποιημένων άυλων στοιχείων στην αγορά κεφαλαίου και για να επιτευχθεί ορίσαμε η αγοραία αξία της εταιρείας να είναι το αποτέλεσμα δύο μεγεθών: της χρηματοοικονομική της θέσης και της κερδοφορίας της. Με τον όρο αγοραία αξία εννοούμε την συνολική αξία των κοινών μετοχών της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Η αγοραία αξία των μη ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων της οντότητας συχνά είναι δύσκολο να καθοριστεί και η οντότητα χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών εμπειρογνομόνων. Η χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας εκφράζεται στις καταστάσεις μέσω της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Στο μοντέλο μας την διαχωρίσαμε σε αυτήν τη λογιστική αξία που αφορά τα άυλα πάγια και σε εκείνη που αφορά τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία της οντότητας για να μπορούμε να μελετήσουμε τις δύο κατηγορίες ξεχωριστά και να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα. Το δείγμα που χρησιμοποιήσαμε περιλαμβάνει διαστρωματικά δεδομένα εταιρειών τριών Ευρωπαϊκών χωρών που συγκεντρώθηκαν σε δύο χρονικές στιγμές που απέχουν μεταξύ τους μια πενταετία. Τελικά, καταφέραμε να επιβεβαιώσουμε τόσο τη σημαντικότητα όσο και το θετικό σήμα που στέλνει η κεφαλαιοποίηση των στοιχείων αυτών στον Ισολογισμό στο επενδυτικό κοινό της αγοράς.

Το κείμενο μας δομείται ως εξής: Αρχικά παραθέεται συνοπτικά η σχετική βιβλιογραφία που συγκεντρώσαμε με αναφορές στα συμπεράσματα προηγούμενων ερευνών που έχουν διεξαχθεί στον τομέα των άυλων παγίων. Ακολουθεί η ανάπτυξη του υποδείγματος και των υποθέσεων που θα ελέγξουμε εμπειρικά ως προς την ισχύ τους καθώς και η περιγραφή της δομής του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε. Τέλος, παρουσιάζεται το αποτέλεσμα της εμπειρικής μελέτης του υποδείγματος που έγινε με

τη χρήση οικονομετρικών μεθόδων και παραθέτονται και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε.

2.ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, τη σύγχρονη εποχή, εξέχουσα θέση κατέχουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Ο Goldfinger (1997) συγκεκριμένα είχε αναφέρει ότι πηγή της οικονομικής αξίας και του πλούτου των επιχειρήσεων δεν αποτελούσαν πλέον τα προϊόντα της παραγωγικής διαδικασίας αλλά η δημιουργία και ο μετέπειτα χειρισμός των άυλων παγίων. Σε αυτά πρέπει να στηρίζουν την επιτυχία τους οι επιχειρήσεις καθώς μπορούν να αποτελέσουν ισχυρά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Ο Schumpeter (1942) αναφέρει, επίσης, ότι πηγή του πλούτου στην τότε εποχή αποτελούσε η καινοτομία. Παρατηρούμε, λοιπόν, μία μετάβαση από την εποχή της βιομηχανίας στην εποχή της γνώσης, όπου οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν δεξιότητες και μοναδικά χαρακτηριστικά για να επιβιώσουν στην νέα ταχέως αναπτυσσόμενη και μεγάλης τεχνολογικής εντάσεως οικονομία. Πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί εντατικά με έρευνες που αφορούν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, καθώς συντελούν στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας των εταιρειών στη σύγχρονη εποχή, και έτσι έχουμε στη διάθεσή μας πολλή βιβλιογραφία για τη μελέτη τους.

Παρόλο που δεν έχει καθιερωθεί διεθνώς αποδεκτός ορισμός για τα στοιχεία αυτά, λόγω των ιδιαίτερων- μοναδικών χαρακτηριστικών που διαθέτουν, συνήθως αναφέρονται ως στοιχεία που δεν έχουν υλική υπόσταση, ελέγχονται από την επιχείρηση λόγω γεγονότων του παρελθόντος και από τα οποία αναμένεται να εισρεύσουν στην επιχείρηση οικονομικά οφέλη. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που κάνουν δύσκολο τον ορισμό, την αναγνώριση, την αποτίμηση και την κατηγοριοποίηση των στοιχείων αυτών όπως έχουν διατυπωθεί από μία έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τίτλο “The Intangible Economy” (2000) είναι συνοπτικά τα ακόλουθα:

- Δεν μπορούμε στα στοιχεία αυτά να ορίσουμε με ακρίβεια την έννοια του ελέγχου, καθώς είναι δύσκολο να αποκλείσουμε τους άλλους χρήστες από την εκμετάλλευση των οφελών που αυτά παρέχουν, και έτσι δυσχεραίνεται η αναγνώρισή τους στις καταστάσεις διότι στις περιπτώσεις όπου η εταιρεία δεν απολαμβάνει εξ’ ολοκλήρου τα οφέλη τους μπορούν υπό προϋποθέσεις να θεωρηθούν κοινόχρηστα αγαθά.
- Αποτελούν στοιχεία υψηλού ρίσκου, λόγω της ιδιαίτερης φύσης τους, που αυξάνουν την αβεβαιότητα στο επιχειρησιακό περιβάλλον σχετικά με τα μελλοντικά έξοδα που θα απαιτηθούν και δυσχεραίνουν επίσης και την πρόβλεψη των μελλοντικών εισροών.
- Η διαδικασία της μεταβίβασής τους (π.χ. πώληση) είναι πολύπλοκη καθώς τα στοιχεία αυτά δεν έχουν φυσική υπόσταση και δεν μπορούν να αποτελέσουν εύκολα αντικείμενο συμφωνίας.
- Έχουν αναπτυχθεί για τα άυλα πάγια διάφοροι ορισμοί και κατηγοριοποιήσεις, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο, χωρίς να έχει

θεσπιστεί κάτι ευρέως αποδεκτό, πράγμα που καθιστά δύσκολη την αναγνώρισή και την αποτίμησή τους στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Όπως προαναφέραμε, εμφανίζεται σχετικά μεγάλη ετερογένεια σε ότι αφορά την ταξινόμηση των άυλων στοιχείων μιας οντότητας. Έχουν προταχθεί διάφοροι τρόποι κατηγοριοποίησης τους όπως παραδείγματος χάρη ο διαχωρισμός τους με βάση τον βαθμό δυσκολίας στον προσδιορισμό της κυριότητάς τους ή το αν υπάρχει ενεργός αγορά για αυτά, αλλά οι πιο σημαντικές ταξινομήσεις γίνονται ανάλογα με τον τρόπο απόκτησής τους και την αναγνώρισή τους ή μη στις καταστάσεις της επιχείρησης. Έχουμε λοιπόν κατηγορίες όπως τα εσωτερικώς αναπτυσσόμενα άυλα πάγια και τα εξωτερικά αποκτώμενα, για τα οποία οι προϋποθέσεις αναγνώρισης αναφέρονται μετέπειτα και αυτά τα άυλα στοιχεία των οποίων τα έξοδα μπορούν να συνδεθούν με συγκεκριμένα οφέλη μες την επιχείρηση και αναγνωρίζονται στις καταστάσεις και αυτά που χαρακτηρίζονται ως μη αναγνωρίσιμα όπου τα μελλοντικά οφέλη τους είναι αβέβαια ή δύσκολα αποτιμήσιμα, σύμφωνα με όσα αναφέρει ο Belkaoui (1992) . Τα αναγνωρίσιμα άυλα πάγια, στα οποία η επιχείρηση ασκεί έλεγχο και για τα οποία υπάρχει ενεργός αγορά, πράγμα που συμβάλλει στην ορθή αποτίμησή τους εμφανίζονται στον Ισολογισμό στο κόστος τους ταξινομημένα σε ομάδες ενώ τα μη αναγνωρίσιμα άυλα πάγια συμπεριλαμβάνονται στην υπεραξία που θα εμφανίσει η επιχείρηση σε μία πιθανή εξαγορά.

Παρόλο που έχουν αναπτυχθεί πολλά χρηματοοικονομικά και μη μοντέλα για την επιμέτρηση των στοιχείων αυτών (π.χ. δείκτες χρηματοοικονομικής επίδοσης, ισορροπημένη κάρτα αποτελεσμάτων κ.α.), τα παραπάνω ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αποτελούν τις αιτίες για την πολύ συχνή λάθος επιμέτρηση και παρουσίαση των στοιχείων αυτών στις καταστάσεις των επιχειρήσεων. Επίσης, ο υποκειμενικός τρόπος με τον οποίο οι εκάστοτε Διοίκηση επέλεγε το μοντέλο αποτίμησής τους, πριν την καθιέρωση των προτύπων δεν επέτρεπε την αντικειμενική εκτίμησή τους και την συγκρισιμότητα των στοιχείων αυτών ανάμεσα στις επιχειρήσεις.

Αργότερα, που έγινε υποχρεωτική η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών προτύπων η υποκειμενικότητα αυτή περιορίστηκε σε μεγάλο βαθμό, καθώς και η ικανότητα της Διοίκησης να χειραγωγήσει τα αποτελέσματά της εφόσον πλέον υπάρχουν συγκεκριμένοι κανόνες αναγνώρισής τους. Σύμφωνα με όσα αναφέρουν τα Δ.Λ.Π. η διαδικασία δημιουργίας ενός άυλου παγίου χωρίζεται σε δύο στάδια, το στάδιο της έρευνας και το στάδιο της ανάπτυξης. Το IAS 38 (πρότυπο ειδικά διαμορφωμένο για την κατηγορία των άυλων παγίων) αναφέρει για τα εσωτερικά αναπτυσσόμενα άυλα πάγια ότι επιτρέπεται η κεφαλαιοποίηση μόνο των εξόδων που αφορούν το στάδιο της ανάπτυξης εφόσον ισχύουν τα ακόλουθα:

- Πληρούνται οι προϋποθέσεις κατ' αρχάς για να θεωρείται το στοιχείο άυλο πάγιο (ίδιες με αυτές των εξωτερικά αποκτώμενων που αναφέρονται παρακάτω)
- Είναι βέβαιη η ολοκλήρωσή του, το οποίο προϋποθέτει : Να έχει επιβεβαιωθεί η τεχνική ικανότητα της επιχείρησης να ολοκληρώσει το άυλο πάγιο και να

έχει βεβαιωθεί και η πρόθεση της να το πράξει, πράγμα που αποδεικνύεται συνήθως μέσω της χρησιμότητας του στοιχείου αυτού για την λειτουργία της επιχείρησης.

Για την αναγνώριση των εξωτερικά αποκτώμενων- αγορασθέντων άυλων παγίων θα πρέπει να ισχύουν τα ακόλουθα:

- Το στοιχείο θα πρέπει να ελέγχεται από την οντότητα λόγω οικονομικών γεγονότων του παρελθόντος. Να έχει δηλαδή η επιχείρηση την κυριότητά του πράγμα που σημαίνει ότι αποκλείει άλλους από τα οφέλη που προκύπτουν από τη χρήση του.
- Να αναμένει η εταιρεία πιθανά μελλοντικά οφέλη από την χρήση του.
- Να μπορεί το κόστος του να επιμετρηθεί αξιόπιστα.

Τα ΔΛΠ έχουν διακριθεί από τα υπόλοιπα πρότυπα που έχουν αναπτυχθεί όπως έδειξε και η έρευνα των Chalmers, Clinch, Godfrey διότι υποστηρίζεται ότι αυξάνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των καταστάσεων κυρίως σε ότι αφορά την υπεραξία των επιχειρήσεων (παρόλο που με τα Δ.Λ.Π. αποτιμάται πιο συντηρητικά) και γι αυτό υιοθετήθηκαν ευρέως. Στόχος τους ήταν οι καταστάσεις που καταρτίζουν οι επιχειρήσεις να παρέχουν περισσότερο αξιόπιστη και επαρκή πληροφόρηση κυρίως σε επενδυτές και πιστωτές ώστε να είναι σε θέση να πάρουν ορθολογικές αποφάσεις. Η ικανοποίηση αυτών των χρηστών μέσω της λογιστικής πληροφορίας σημαίνει και την ικανοποίηση των υπολοίπων εξωτερικών χρηστών που έχουν λιγότερες πληροφοριακές ανάγκες.

Σύμφωνα με το τι ορίζουν τα Δ.Λ.Π. καθώς και τα περισσότερα λογιστικά πρότυπα σε ολόκληρο τον κόσμο τα περισσότερα άυλα πάγια (κυρίως αυτά που αναπτύσσονται εσωτερικά στην επιχείρηση) παρόλο που συμβάλλουν στην μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης δεν κεφαλαιοποιούνται στον Ισολογισμό αλλά εμφανίζονται σαν έξοδα στα αποτελέσματα χρήσης, λόγω των αυστηρών κριτηρίων αναγνώρισής που ορίζουν τα πρότυπα.

Πολλοί λοιπόν ερευνητές, μεταξύ των οποίων και οι Francis, Schipper (1999) και Collins, Maydew, Weiss (1997) ισχυρίζονται ότι αυτή η ελλιπής αναγνώριση των άυλων παγίων μιας οντότητας, που είναι αποτέλεσμα της εφαρμογής της αρχής της συντηρητικότητας, οδήγησε στην απώλεια βαθμού σχετικότητας και ακρίβειας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, χαρακτηριστικά απαραίτητα για τη λήψη αποφάσεων, έχοντας αρνητικές επιπτώσεις για την αγορά κεφαλαίου που συνοψίζονται ως εξής:

- Με την μείωση της σχετικότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, κυρίως σε εταιρείες με μεγάλα ποσά επενδύσεων σε άυλα πάγια, δεν είναι άμεση η σύνδεση του κόστους με τα αντίστοιχα οφέλη που των στοιχείων αυτών.
- Δεν υπάρχει ορθή κατανομή πόρων στην αγορά κεφαλαίου διότι εμφανίζεται σε μεγάλο βαθμό πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ της εταιρείας και των

συναλλασσόμενων της αγοράς κεφαλαίου που δυσχεραίνει τη λήψη αποφάσεων.

- Επηρεάζονται αρνητικά οι επενδύσεις της εταιρείας σε άυλα πάγια.
- Δεν υπάρχει ορθή αποτίμηση της εταιρείας από την πλευρά της αγοράς (τρέχουσας αξίας και ικανότητας για δημιουργία πλούτου στο μέλλον). Συνήθως οι εταιρείες που δεν εμφανίζουν στον Ισολογισμό τους το σύνολο των άυλων παγίων που διαθέτουν υποεκτιμώνται από τους επενδυτές.

Οι υποστηρικτές αυτής της άποψης υποστηρίζουν ότι πρέπει να υπάρξουν σημαντικές τροποποιήσεις στο λογιστικό μοντέλο στο οποίο στηρίζεται η αναγνώριση των άυλων παγίων της επιχείρησης.

Οι Zeghal, Maaloul (2011) εκπόνησαν μία έρευνα σε αυτό το θέμα και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όντως η αξία της επιχείρησης όπως αποτιμάται από την αγορά επηρεάζεται από τον βαθμό αναγνώρισης των άυλων παγίων, αλλά πρότειναν σαν μέτρο αντιμετώπισης των άνω αρνητικών επιπτώσεων την ενθάρρυνση της εξωλογιστικής γνωστοποίησης (στις υποσημειώσεις των καταστάσεων) των άυλων παγίων που δεν εμφανίζονται στις καταστάσεις για να υπάρχει πιο ολοκληρωμένη πληροφόρηση στους επενδυτές και να τους βοηθήσει να κάνουν πιο ακριβείς προβλέψεις σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία του οργανισμού.

Ο Skinner (2007) αντιτάχθηκε ,επίσης ,στην άποψη περί τροποποίησης του λογιστικού μοντέλου αποτίμησης των άυλων στοιχείων αναφέροντας ότι το θεωρεί επαρκές και ότι οι αγορές κεφαλαίου λειτουργούν αποτελεσματικά για όλους τους τύπους της οικονομικής δραστηριότητας, οπότε δεν υπάρχουν ουσιαστικοί λόγοι για την τροποποίησή του. Επίσης υποστηρίζει ότι με το να θεσπιστούν πιο ελαστικοί κανόνες για την αναγνώριση των άυλων στοιχείων μιας επιχείρησης, παρέχεται η ευκολία στη διοίκηση για να χειραγωγήσει τα αποτελέσματά της.

Σε ότι αφορά την έλλειψη σχετικότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ο Skinner αναφέρει σαν αντεπιχείρημα ότι η οικονομία κάνει κύκλους και πληροφορίες που δεν είναι σχετικές και ενδεικτικές της παρούσας κατάστασης μπορεί να μετατραπούν στο μέλλον, οπότε δεν είναι λογική η συνεχής τροποποίηση του μοντέλου αναγνώρισής τους. Επίσης σε ότι αφορά την διαφορά στον τρέχον βαθμό σχετικότητας των καταστάσεων σε σύγκριση με αυτόν που υπήρχε στο παρελθόν, η αρνητική μεταβολή που εμφανίζεται είναι αποτέλεσμα της χρήσης διαφορετικών οικονομετρικών μεθόδων τις δύο χρονικές στιγμές. Σε ότι αφορά το επιχείρημα της μη ορθής κατανομής των πόρων στην αγορά κεφαλαίου αναφέρει ότι καθώς οι επενδύσεις σε άυλα πάγια αυξάνουν την αβεβαιότητα και το ρίσκο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου για την εταιρεία με την αναγνώριση των άυλων παγίων. Παρόλα αυτά η χρηματοδότηση επηρεάζεται από την φύση των ευκαιριών επένδυσης ,πράγμα που η αγορά είναι σε θέση να το αποτιμήσει. Σαν αντεπιχείρημα ,επίσης, προβάλλει και ότι οι εταιρείες μπορούν να καταφύγουν και σε άλλες μορφές χρηματοδότησης, αν δεν μπορούν να καλυφθούν από την αγορά κεφαλαίου. Σε ότι αφορά τώρα τις επενδύσεις σε πάγια οι έρευνες

έχουν δείξει ότι η πολιτική επενδύσεων της εταιρείας δεν μεταβάλλεται με τον βαθμό αναγνώρισης των άυλων παγίων στις καταστάσεις και τέλος πιστεύει ότι η αγορά έχει τον δικό της μηχανισμό για να αναγνωρίζει και να αποτιμά ακόμα και τα άυλα που δεν εμφανίζονται στις καταστάσεις. Ένδειξη αυτού αποτελεί η διαφορά της χρηματιστηριακής αξίας και της λογιστικής αξίας των ΙΚ που εμφανίζει η εταιρεία. Η διαφορά αυτή ισοδυναμεί με την αποτίμηση της αγοράς για τα άυλα πάγια που δεν έχουν κεφαλαιοποιηθεί.

Ο Skinner λοιπόν θεωρεί ότι η τροποποίηση του λογιστικού μοντέλου θα είναι ανεπιτυχής και προβληματική και συμφωνεί με την εξωλογιστική γνωστοποίηση των άυλων παγίων που δεν κεφαλαιοποιούνται όπως πρότειναν και οι Zeghal, Maaloul , με την διαφορά ότι αυτή η γνωστοποίηση θα πρέπει να είναι εκούσια για τις επιχειρήσεις και όχι να επιβάλλεται από τον νόμο. Ταυτόχρονα τονίζει ότι θα ήταν χρήσιμο οι αρχές να διαμορφώσουν ένα πλαίσιο για την εκούσια αυτή γνωστοποίηση έτσι ώστε να καθοδηγούνται οι επιχειρήσεις που το έχουν επιλέξει και να ελαχιστοποιηθεί το κόστος από την εφαρμογή του. Έρευνα του Len έχει δείξει ότι παρόλο που οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να τηρούν αναλυτικές γνωστοποιήσεις για τα άυλα πάγια, οι μεγάλες εταιρείες έχουν αναπτύξει ήδη το δικό τους πλαίσιο γνωστοποίησης των στοιχείων αυτών και παρέχει επαρκή μη χρηματοοικονομική πληροφόρηση στους επενδυτές για τα στοιχεία αυτά. Μ αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η αποτελεσματικότητα της αγοράς κεφαλαίου και γίνεται ορθότερη κατανομή πόρων.

Μία ακόμα έρευνα των Francis και Schipper εξετάζει την εμφάνιση του φαινομένου μείωσης της σχετικότητας των χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Μέσω αυτής εξακριβώθηκε η μείωση της επεξηγηματικής ικανότητας των κερδών που εμφανίζει η επιχείρηση αλλά από την άλλη και η αύξηση της επεξηγηματικής ικανότητας-πληροφοριακού περιεχομένου της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στον ισολογισμό σχετικά με τις τιμές της αγοράς. Επιπλέον, βρέθηκε ότι επιχειρήσεις μεγάλης τεχνολογικής εντάσεως που διαθέτουν μεγαλύτερο ποσοστό άυλων παγίων αναλογικά με αυτές χαμηλής τεχνολογικής εντάσεως δεν υπέστησαν μεγαλύτερη μείωση σχετικότητας, στοιχείο που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι στα κέρδη περιλαμβάνονται ίδια ποσοστά σχετικότητας των λογιστικών πληροφοριών και για τα δύο είδη εταιρειών.

Έρευνα των Daske, Hail, Leuz και Verdi(2008) επιβεβαίωσε τα λίγα αλλά σημαντικά οικονομικά οφέλη για την αγορά κεφαλαίου που εμφανίστηκαν με την υποχρεωτική υιοθέτηση των ΔΛΠ, μία αρκετά δαπανηρή διαδικασία. Συνοπτικά αναφέρεται ότι μειώθηκε το κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις και βελτιώθηκε η εκτίμηση της αγοράς για αυτές, θέματα που θα αναλυθούν εκτενέστερα στη συνέχεια.

Η μείωση του κόστους κεφαλαίου για τις Ευρωπαϊκές χώρες με την υποχρεωτική υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων επιβεβαιώθηκε και από την έρευνα του Li (2010) με την μείωση να είναι αισθητή σε χώρες όπου είναι ισχυρή η εφαρμογή του νομοθετικού πλαισίου.

Μια άλλη έρευνα σχετική με την αποτίμηση των άυλων παγίων από την αγορά των Kanodia, Sagra, Venugopalan (2004) έδειξε ότι οι εταιρείες επενδύουν σε άυλα πάγια προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αξία της εταιρείας στη Χρηματιστηριακή αγορά, η οποία αξία καθορίζεται ενδογενώς και είναι το αποτέλεσμα της αξιολόγησης διαφόρων παραγόντων όπως οι αναφορές όσων συμμετέχουν στην αγορά, οι λογιστικές αξίες, προηγούμενη γνώση- εμπειρία σχετικά με την τεχνολογία που χρησιμοποιεί η εταιρεία καθώς και τις προσδοκίες των επενδυτών για την μελλοντική κερδοφορία της. Κατέληξαν λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η αγορά είναι πλήρως ενημερωμένη και αποτιμά τα άυλα πάγια της επιχείρησης ακόμα και όταν αυτή δεν τα αναγνωρίζει στις καταστάσεις της. Η εμπειρική μελέτη έδειξε συγκεκριμένα θετική σχέση ανάμεσα σε επενδύσεις σε άυλα και στην τιμή της μετοχής της εταιρείας ακόμα και στις περιπτώσεις το λογιστικό υπόδειγμα αναγνωρίζει την αξία αυτών των παγίων υπό προϋποθέσει. Γενικά, εταιρείες που υιοθετούν συντηρητικές πολιτικές στην αναγνώριση των άυλων παγίων υποεκτιμούνται από την αγορά, καθώς δεν παρέχεται πληροφόρηση στους επενδυτές σχετικά με ένα μέρος των μελλοντικών οικονομικών οφελών. Επίσης, τονίζεται ότι η παραπάνω θετική σχέση χαρακτηρίζεται ανεπαρκής για την αποτίμηση της εταιρείας καθώς και οι υπόλοιποι παράγοντες πρέπει να ληφθούν υπόψη.

Έρευνα των Chalmers, Clinch, Godfrey, Wei (2008) έδειξε ότι με την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών προτύπων έγινε πιο ισχυρή η αρνητική σχέση μεταξύ της εκτεταμένης αναγνώρισης των άυλων στοιχείων της επιχείρησης και του σφάλματος –διασποράς των προβλέψεων των αναλυτών σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας τόσο για την Αυστραλία όπου διεξάχθηκε η μελέτη όσο και για τις υπόλοιπες χώρες. Η σχέση αυτή είναι περισσότερο εμφανής σε εταιρείες όπου τα άυλα πάγια αποτελούν μεγάλο μέρος του ενεργητικού τους. Τέλος αναφέρεται ότι παρόλο που με τα Δ.Λ.Π. υπάρχει πιθανότητα να χαθεί μέρος του πληροφοριακού περιεχομένου, υποστηρίζεται ότι παρέχουν περισσότερη χρήσιμη πληροφόρηση σε σχέση με τα υπόλοιπα πρότυπα.

Η ελλιπής αναγνώριση των άυλων στοιχείων στις καταστάσεις, ως αποτέλεσμα της ύπαρξης αυστηρών κριτηρίων αναγνώρισης, μπορεί να οδηγήσει σε υψηλά κόστη κεφαλαίου και γενικότερα σε μείωση της ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές και οι πιστωτές υποεκτιμούν την αξία της επιχείρησης και την ικανότητά της να δημιουργήσει κέρδη στο μέλλον. Οι υπάρχουσες μέθοδοι αποτίμησης δεν μπορούν να προσδιορίσουν με ακρίβεια τα άυλα πάγια διότι αποτελούν εξειδικευμένα- μοναδικά στοιχεία της εταιρείας που οδήγησαν σε νέες μεθόδους δημιουργίας αξίας και νέες μορφές οικονομικών οργανισμών που γίνονται δύσκολα κατανοητοί από την αγορά.

Η επιχείρηση ωστόσο πρέπει να τα εμφανίζει στις καταστάσεις της και να τα αποτιμά τόσο βραχυπρόθεσμα, σαν δείκτες του μικροοικονομικού και του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όσο και μακροπρόθεσμα για να τεθούν τα θεμέλια ανάπτυξης ενός πλαισίου αναγνώρισής τους, καθώς και να τα αποσβένει στην εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή τους.

Οι Penman και Thang (2002) μελέτησαν την επίπτωση της αρχής της συντηρητικότητας στην αποτίμηση της αγοράς και στην ποιότητα των κερδών της επιχείρησης. Ως συντηρητικότητα ορίζουμε την επιλογή λογιστικών μεθόδων και πολιτικών που διατηρούν την λογιστική αξία των Ίδιων Κεφαλαίων της εταιρείας σε χαμηλά επίπεδα. Στην περίπτωση των άυλων παγίων η αρχή της συντηρητικότητας εντοπίζεται στην απόσβεσή τους μέσα στην χρήση σαν έξοδα και στην μη αναγνώρισή τους ως περιουσιακά στοιχεία της οντότητας. Βρέθηκε, λοιπόν, ότι η συντηρητικότητα που χαρακτηρίζει την απεικόνιση των μεταβολών στις επενδύσεις της επιχείρησης (π.χ. άυλα πάγια) επηρεάζει τα αποτελέσματα που εμφανίζει (αρνητική σχέση), αλλά αν αυτή η επιρροή είναι προσωρινή το αντιλαμβάνεται η αγορά και δεν τις τιμολογεί σαν να έχει μόνιμη επίπτωση. Συνεπώς, η αγορά αποτιμά ορθά τις επενδύσεις της επιχείρησης και διαμορφώνει την αγοραία αξία της. Σε ότι αφορά τώρα την ποιότητα των κερδών, που μετριέται από τον αντίστοιχο δείκτη, παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ αυτής και της εφαρμογής της αρχής της συντηρητικότητας αλλά τονίζεται ότι ο δείκτης δεν επηρεάζεται μόνο από αυτήν αλλά και από την λογιστική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση για την αποτίμηση των συναλλαγών της. Για παράδειγμα, μία αύξηση των κερδών που οφείλεται σε μείωση της επενδυτικής δραστηριότητας της επιχείρησης δεν θεωρείται ποιοτική, μόνο αν οφείλεται σε αλλαγές που αφορούν την λειτουργική δραστηριότητά της.

Οι Ely, Waymire (1999) έκαναν μία έρευνα για το πώς επηρέαζαν τα άυλα πάγια τις τιμές των μετοχών σε μία περίοδο που χαρακτηριζόταν από μεγάλες τεχνολογικές αλλαγές και έλλειψη προτύπων- νόμων για την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Εκείνη την περίοδο επιτρεπόταν στις Διοικήσεις των εταιρειών να κεφαλαιοποιούν τα περισσότερα άυλα πάγια και να τα αποσβένουν στην ωφέλιμη ζωή τους. Τα άυλα πάγια διαδραματίζουν δύο ρόλους στην αποτίμηση της επιχείρησης, τον άμεσο όπου επηρεάζουν την τιμή της μετοχής άμεσα με την αναγνώρισή τους και τον έμμεσο- διαδραστικό όπου μέσω της κεφαλαιοποίησής τους ή μη επηρεάζουν τα αποτελέσματα που εμφανίζει η επιχείρηση και αυτό με τη σειρά του επηρεάζει την αποτίμηση της αγοράς. Η συγκεκριμένη έρευνα δεν επαλήθευσε την θετική σχέση των αναγνωρισμένων άυλων παγίων και την τιμή της μετοχής αλλά μόνο την αρνητική σχέση ανάμεσα στα κεφαλαιοποιημένα άυλα πάγια και της επίδρασης των κερδών στην τιμή της μετοχής. Τέλος, τονίζει ότι η εκτεταμένη κεφαλαιοποίηση και απόσβεση των στοιχείων αυτών δεν αυξάνει απαραίτητα το πληροφοριακό περιεχόμενο των καταστάσεων για τους επενδυτές. Ισχύει μόνο με την προϋπόθεση ότι οι επενδυτές τα αντιλαμβάνονται ως νόμιμα υιοθετημένα στοιχεία.

Αναφέρεται, λοιπόν, ότι η αξία των ενσώματων παγίων έχει θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής ενώ για τα άυλα πάγια ισχύει μόνο υπό προϋποθέσεις. Στις σύγχρονες αγορές κεφαλαίου οι αναλυτές και οι υπόλοιποι συμμετέχοντες (δανειστές, επενδυτές κλπ.) αντλούν πληροφορίες από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας με σκοπό να αξιολογήσουν την ποιότητα των κερδών της. Σημαντικό ρόλο

στην αξιολόγηση αυτή παίζουν τα άυλα πάγια που διαθέτει και ο τρόπος που τα παρουσιάζει στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις.

Οι Itner, Barth και Larcker (1998) εξακρίβωσαν με τη σειρά τους μέσω έρευνας τη θετική σχέση ανάμεσα στην αναγνώριση των άυλων παγίων και της τιμής της μετοχής της εταιρείας.

Ας δούμε τώρα εκτενέστερα την επιρροή που έχουν κάποιες συγκεκριμένες κατηγορίες άυλων παγίων στον τρόπο με τον οποίο αποτιμά η αγορά την εταιρεία.

Μία από αυτές τις κατηγορίες είναι τα έξοδα πρώτης εγκατάστασης, που διαμορφώνονται από τα έξοδα για την δημιουργία της εταιρείας, την απόκτηση παγίων στοιχείων, επεκτάσεις της επιχειρηματικής δραστηριότητας κ.α.. Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα τα έξοδα αυτά πάνε στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων και δεν διαχωρίζονται από α υπόλοιπα λειτουργικά έξοδα της επιχείρησης. Συνεπώς δεν επηρεάζουν την αξιολόγηση της αγοράς καθώς δεν εμφανίζονται σαν άυλο περιουσιακό στοιχείο. Έρευνα έδειξε ότι με τα Ε.Λ.Π. όπου επιτρέπεται η κεφαλαιοποίηση των εξόδων αυτών η αντίδραση της αγοράς ήταν αρνητική, αλλά εμείς θα περιοριστούμε στην έρευνά μας στην ανάλυση των Δ.Λ.Π.

Σε ότι αφορά τα εσωτερικώς αναπτυσσόμενα πάγια γενικά, όπου αναφέρθηκαν οι προϋποθέσεις αναγνώρισής τους παραπάνω αναφέρεται ότι αν οι επενδυτές στην αγορά δεν λάβουν υπόψη στην αξιολόγησή τους τα μακροπρόθεσμα οφέλη από τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης θα υποτιμήσουν την αξία της επιχείρησης, εξίσου . Συνήθως βέβαια, συμβαίνει το αντίθετο και υπερεκτιμούνται τα οφέλη αυτά. Όμως, σύμφωνα με έρευνα των Chan, Lakonishok και Sougiannis (2001) δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική διαφορά στην τιμή της μετοχής (αποτίμηση αγοράς) ανάμεσα στο αν η επιχείρηση κεφαλαιοποιεί η εξοδοποιεί τα έξοδα αυτά. Ακόμα και αν οι τιμές της αγοράς περιλαμβάνουν την αποτίμηση των στοιχείων αυτών δεν παρατηρείται μεταβολή της διότι υπάρχει έλλειψη διαθέσιμης πληροφόρησης και αυξημένη αβεβαιότητα για τα οφέλη αυτά οπότε δεν προσμετρούνται στην αξία της επιχείρησης.

Έρευνα του Alex Edmans που είχε σαν σκοπό να συνδέσει την ικανοποίηση του προσωπικού της εταιρείας με τις τιμές της αγοράς, έδειξε ότι η ικανοποίηση των υπαλλήλων οδηγεί σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης , όπως αναφέρει και η θεωρία των ανθρωπίνων σχέσεων ,αλλά τα οφέλη της αύξησης αυτής έχουν μακροχρόνιο ορίζοντα και δεν είναι άμεσα ορατά στην εταιρεία, πράγμα που δικαιολογεί την καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς στα οφέλη αυτά . Δεν υπάρχει λοιπόν άμεση αντίδραση της αγοράς – αναγνώριση του οφέλους με αποτέλεσμα πολλές φορές να υποτιμάται ην αξία της επιχείρησης.

Τέλος θα εξετάσουμε το πληροφοριακό περιεχόμενο των εξόδων για την ανάπτυξη λογισμικού στα πλαίσια της εταιρείας. Βρέθηκε μέσω έρευνας των Aboody, Lev (1998)ότι η κεφαλαιοποίηση των εξόδων αυτών στον βαθμό που αφορούν τη φάση της ανάπτυξης και συντρέχουν οι προϋποθέσεις που έχουν προαναφερθεί σχετίζεται

σημαντικά με τις αποτιμήσεις της αγοράς και την μελλοντική κερδοφορία. Η αγορά τα αποτιμά θετικά όταν αναγνωρίζονται σαν άυλα πάγια, η ακρίβεια των προβλέψεων των επενδυτών για την μελλοντική κερδοφορία όμως μειώνεται εξαιτίας της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει τις επενδύσεις αυτές.

Άλλη έρευνα των Barth και Clinch (1998) αφορούσε την επίπτωση των επανεκτιμήσεων των παγίων της επιχείρησης στην αποτίμησή της καθώς και στις προβλέψεις των επενδυτών. Η έρευνα έδειξε ότι οι επανεκτιμήσεις των άυλων παγίων (απομείωση ή προσαρμογή στην εύλογη αξία) είτε είναι θετικές είτε είναι αρνητικές επηρεάζουν θετικά και σε μεγάλο βαθμό τις τιμές των μετοχών των εταιρειών, αποτελούν δηλαδή θετική ένδειξη για τους επενδυτές διότι θεωρούν ότι αποκτούν πιο ρεαλιστική εικόνα της τρέχουσας αξίας των στοιχείων αυτών, σημάδι θετικό για αυτούς. Σε ότι αφορά τα ενσώματα πάγια μόνο οι υπερτιμήσεις έχουν θετική επίπτωση στην αξιολόγηση της αγοράς. Για οποιαδήποτε βέβαια επανεκτίμηση που αναγνωρίζεται στα στοιχεία των καταστάσεων απαραίτητη είναι η γνωστοποίησή της.

Συμπέραναν επίσης ότι για να αποτελεί η επανεκτίμηση στοιχείο με πληροφοριακό περιεχόμενο για την αγορά θα πρέπει να έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, απαλείφοντας έτσι την περίπτωση να τη χρησιμοποιήσει η Διοίκηση ως ένα μέσο επηρεασμού των αποτελεσμάτων και να έχει παραπλανητικό χαρακτήρα.

Σχετική είναι η έρευνα του Wyatt (2005) που εξέταζε κατά πόσο οι λογιστικές πολιτικές που εφαρμόζονται για την αναγνώριση των άυλων παγίων στηρίζονται στις υποκειμενικές επιλογές της Διοίκησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα πρότυπα μειώνουν την ποιότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που παίρνουν οι επενδυτές καθώς συνήθως χρησιμοποιούν αυστηρούς κανόνες αναγνώρισης κυρίως για τα άυλα πάγια. Τονίζεται επίσης ότι αν η επιχείρηση δεν υιοθετεί ολοσχερώς συγκεκριμένα πρότυπα θα πρέπει να γίνεται γνωστό στους επενδυτές κατά πόσο η πληροφόρηση που παρέχει στηρίζεται στις προσωπικές επιλογές της διοίκησης, για να εκτιμάται ο βαθμός υποκειμενικότητάς της.

Σε ότι αφορά τώρα τον ρόλο ενός εξωτερικού αναλυτή και την αγορά κεφαλαίου επαληθεύεται σύμφωνα με έρευνα των Barth, Kasznik και McNichols (2001) η υπόθεση ότι η παρουσία ενός αναλυτή είναι συνήθης σε εταιρίες που διαθέτουν σημαντικό ποσοστό επενδύσεων σε άυλα πάγια. Υπάρχει δηλαδή θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στα άυλα πάγια της εταιρείας και την κάλυψή της από αναλυτή. Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τη χρήση του αναλυτή είναι το μέγεθος της εταιρείας, ο ρυθμός ανάπτυξής της, το εύρος των συναλλαγών που πραγματοποιεί, τα Ίδια κεφάλαιά της κ.α. Ρόλος του αναλυτή είναι να καλύψει την πληροφοριακή ασυμμετρία που εμφανίζεται μεταξύ της Διοίκησης και των επενδυτών και αυξάνεται με την ύπαρξη άυλων παγίων που δεν αναγνωρίζονται στις καταστάσεις.

Συμπληρωματικά η έρευνα των Barron, Byard, Kile και Rield (2001) έδειξε ότι σε εταιρείες με μεγάλα ποσά άυλων παγίων το σφάλμα πρόβλεψης των μελλοντικών

κερδών αυξάνει, κυρίως σε εκείνες που διαθέτουν μεγάλο ποσοστό εσωτερικώς αναπτυσσόμενων άρα και χαρακτηρίζονται από αυξημένη αβεβαιότητα. Σε εταιρείες όπου υπάρχει και εξωτερικός αναλυτής όμως το σφάλμα αυτό μειώνεται σε μεγάλο βαθμό καθώς η πρόβλεψή του στηρίζεται κυρίως στις υποκειμενικές του εκτιμήσεις για τα άυλα πάγια, πληροφορίες συμπληρωματικές των καταστάσεων.

Έρευνα του Botosan (1997) συμπληρώνει ότι οι εταιρείες που δεν χρησιμοποιούν εξωτερικό αναλυτή πρέπει να δημοσιεύονται εκτενείς χρηματοοικονομικές καταστάσεις για να μειώνουν το beta το οποίο μέσα από το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (C.A.P.M.) καθορίζει το κόστος κεφαλαίου για την συγκεκριμένη επιχείρηση. Το beta αποτελεί μία εκτίμηση κινδύνου για τον δανεισμό της εκάστοτε οντότητας. Επιβεβαιώθηκε, λοιπόν, μέσω της έρευνας αυτής η θετική σχέση κόστους κεφαλαίου (δανεισμού) και του beta της αγοράς και η αρνητική σχέση μεταξύ κόστους κεφαλαίου και μεγέθους της εταιρείας, παρόλο που τα οφέλη της περαιτέρω αναγνώρισης δεν έχουν καθιερωθεί επισήμως και είναι δύσκολη η επιμέτρησή τους.

3.ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΟΥ ΘΑ ΕΛΕΓΧΘΕΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ

Τα άυλα πάγια, τη σύγχρονη εποχή, σύμφωνα και με την προαναφερθείσα βιβλιογραφία αποτελούν σημαντικούς παράγοντες στη διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης στην Χρηματιστηριακή αγορά. Στόχος της έρευνάς μας είναι να εξετάσουμε την αντίδραση των επενδυτών στη λογιστική αξία των αναγνωρισμένων στις καταστάσεις άυλων παγίων των επιχειρήσεων ελέγχοντας την αντίδραση της χρηματιστηριακής τιμή των κοινών μετοχών της εταιρείας. Μελετάμε, δηλαδή, την άμεση επιρροή που ασκεί η εμφανιζόμενη στον Ισολογισμό λογιστική αξία τους στις αποφάσεις των επενδυτών συγκριτικά με τα υπόλοιπα στοιχεία των καταστάσεων. Για να πραγματοποιηθεί αυτό θα πρέπει να συμπεριλάβουμε στο μοντέλο που θα αναπτύξουμε και την έμμεση θετική επιρροή που ασκούν τα κεφαλαιοποιημένα άυλα πάγια στην χρηματιστηριακή αγορά που γίνεται αντιληπτή μέσα από την αύξησης των παρουσιαζόμενων αποτελεσμάτων χρήσης.

Αρκετές έρευνες, στις οποίες έγινε αναφορά και παραπάνω, έχουν ασχοληθεί στο παρελθόν με τη σημασία της κεφαλαιοποίησης των άυλων παγίων για την αγορά και οι περισσότερες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετικής σχέσης ανάμεσα στην λογιστική αξία τους και στην αποτιμώμενη από την αγορά αξία της επιχείρησης. Παρόμοια έρευνα υπήρξε και εκείνη των Kristen Ely και Gregory Waymire, που μελέτησαν τη σχέση ανάμεσα στις τιμές των μετοχών της εταιρείας και των άυλων παγίων της σε μία περίοδο όπου υπήρχε μεγάλη τεχνολογική και οικονομική ανάπτυξη και ευελιξία στην κεφαλαιοποίηση των στοιχείων αυτών αλλά κατέληξε στο ότι δεν εντοπίστηκε στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των άυλων στοιχείων και των τιμών της μετοχής εκείνη την περίοδο, αλλά η ξεχωριστή απεικόνισή τους στις καταστάσεις συντέλεσε στην ύπαρξη θετικής σχέσης των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και της αγοραίας αξίας της. Βρήκαν επίσης, ότι οι επενδυτές αξιολογούν την εκάστοτε εταιρεία σύμφωνα με τα αποτελέσματα που αυτή εμφανίζει, διότι εκτιμούν την οικονομική σημασία των άυλων παγίων μόνο όταν αυτά οδηγούν σε υψηλότερα αποτελέσματα χρήσης.

Οι επιχειρήσεις με την κεφαλαιοποίηση των άυλων παγίων τους ενημερώνουν τους υποψήφιους επενδυτές της αγοράς για τα οικονομικά οφέλη που αναμένονται από τη χρήση των στοιχείων αυτών ώστε να μπορούν να εκτιμήσουν ορθά την αξία της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο. Είναι εύλογο, λοιπόν, η αναγνώρισή τους στις καταστάσεις να δίνει θετικό σήμα στην αγορά διότι δημιουργούνται προσδοκίες για αυξημένη μελλοντική κερδοφορία, πράγμα που επιβεβαιώνεται και από τα όσα αναφέρουν οι Kanodia, Sapra, Venugopalan και Itner, Barth, Larcker που προαναφέρθηκαν. Σε αυτό το συμπέρασμα θα βασιστούμε κι εμείς για να διατυπώσουμε τις υποθέσεις που θα καθοδηγήσουν την έρευνά μας.

Βασιζόμενοι λοιπόν σε αυτά, θέλοντας να εξετάσουμε τις διαφορές στον βαθμό σχετικότητας των άυλων παγίων σε σχέση με την χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας μεταξύ των χωρών σε μία χρονική στιγμή, περιορίζουμε τον λογιστικό χειρισμό των άυλων παγίων σε αυτό που ορίζουν τα διεθνή πρότυπα και το δείγμα μας σε 3 Ευρωπαϊκές χώρες και διατυπώνουμε τις παρακάτω υποθέσεις των οποίων στη συνέχεια θα ελέγξουμε την ισχύ.

H1: Τα αναγνωρισμένα, σύμφωνα με τα Διεθνή πρότυπα, άυλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο για τους επενδυτές ανεξαρτήτως χώρας.

Αυτή η υπόθεση επιβεβαιώνεται όταν ο συντελεστής των άυλων παγίων στο υπόδειγμα, που δηλώνει την μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής αναλογικά με την μεταβολή της λογιστικής αξίας των στοιχείων αυτών στις καταστάσεις παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικός, δηλαδή διάφορος του μηδενός, για όλες τις χώρες σε κάθε χρονική στιγμή που μελετάμε.

Επίσης, σύμφωνα με τα όσα επισημαίνει η βιβλιογραφία:

H2: Η αγορά κεφαλαίου αποτιμά την αξία των αναγνωρισμένων, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, άυλων παγίων θετικά, ανεξαρτήτως χώρας αν πληρούνται οι προϋποθέσεις για να τα αντιλαμβάνονται οι επενδυτές ως νόμιμα στοιχεία της επιχείρησης.

Η δεύτερη υπόθεση επισημαίνει το θετικό σήμα που δίνει στους επενδυτές η αναγνώριση των άυλων παγίων από την επιχείρηση και επιβεβαιώνεται με το θετικό πρόσημο του συντελεστή που τα συνοδεύει στο υπόδειγμα για όλες τις χώρες σε κάθε χρονική στιγμή .

Η επιβεβαίωση των άνω υποθέσεων θα δηλώνει πρώτον την σχετικότητα των στοιχείων αυτών για τους επενδυτές, πράγμα που σημαίνει ότι ορθώς εμφανίζονται στις καταστάσεις, και δεύτερον ότι όσο αυξάνει η αξία των αναγνωρισμένων άυλων παγίων θα αυξάνει και η αξία της επιχείρησης στην αγορά. Έτσι θα μπορούμε πλέον μέσω της λογιστικής αξίας της εταιρείας να κάνουμε προβλέψεις σχετικά με την τιμή της μετοχής της στο χρηματιστήριο.

Αν, αντίθετα, απορριφθεί η υπόθεση H0 σημαίνει ότι η λογιστική αξία των άυλων παγίων δεν επηρεάζει την αποτίμηση της αγοράς, επηρεάζεται από άλλους παράγοντες, πράγμα σύμφωνο με την έρευνα των Kristen Ely και Gregory Waymire ενώ η μη αποδοχή της H1 σημαίνει ότι οι επενδυτές αποτιμούν την κεφαλαιοποίηση των άυλων παγίων αρνητικά, πιθανώς σαν ένδειξη αναβαλλόμενης φορολογίας. Κρίνουν, δηλαδή, ότι τα συγκεκριμένα άυλα θα έπρεπε να αποτελούν έξοδα στην κατάσταση αποτελεσμάτων και όχι στοιχεία του Ισολογισμού. Αντιμετωπίζονται, λοιπόν, σαν ενδείξεις ότι θα μειωθούν στο μέλλον τα αποτελέσματα της επιχείρησης οπότε αποτιμάται αρνητικά η θετική επίδραση που έχει στα αποτελέσματα χρήσης η μη εξοδοποίησή τους και μειώνεται η αποτιμώμενη αξία της επιχείρησης.

Για το δείγμα μας θα συλλέξουμε παρατηρήσεις από επιχειρήσεις τριών χωρών. Συνεπώς, υποθέτουμε επιπλέον ότι:

H3: Υπάρχουν διαφορές στον βαθμό σχετικότητας της λογιστικής αξίας των αναγνωρισμένων άυλων παγίων με την αποτιμώμενη αξία των επιχειρήσεων ανάμεσα στις χώρες.

Αυτό θα εξεταστεί από το κατά πόσο διαφέρει ο συντελεστής των άυλων παγίων του υποδείγματος την ίδια χρονική στιγμή ανάμεσα στις τρεις χώρες. Και:

H4: Υπάρχουν αλλαγές διαχρονικά στη συμβολή της λογιστικής αξίας των άυλων παγίων στη διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης για την αγορά.

Το παραπάνω εξετάζεται μέσω της διερεύνησης της μεταβολής του συντελεστή αυτού ανάμεσα σε δύο χρονικές στιγμές για τις επιχειρήσεις της ίδιας χώρας.

Τροφή για περαιτέρω έρευνα μπορεί να αποτελέσει ο περαιτέρω διαχωρισμός των στοιχείων των καταστάσεων σε ομοιογενείς ομάδες, κυρίως των άυλων παγίων και η επίδραση της κάθε ομάδας στην τιμή της μετοχή.

Εμείς θέλουμε να εκτιμήσουμε το βαθμό σχετικότητας των αναγνωρισμένων άυλων παγίων στην χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, όπου αυτός ο βαθμός προσδιορίζεται από το κατά πόσο τα στοιχεία αυτά επηρεάζουν, και συγκεκριμένα θετικά, την αξιολόγηση των επενδυτών και έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο για αυτούς. Σαν μέτρο της αξιολόγησης της αγοράς χρησιμοποιούμε την αγοραία τιμή των κοινών μετοχών της επιχείρησης. Η χρηματιστηριακή τιμή αποτελεί ορθή ένδειξη της αντίληψης των επενδυτών σχετικά με τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη των επιχειρήσεων. Καθορίζεται από τους επενδυτές με τη χρήση διάφορων δεικτών, όπως τιμή/ πωλήσεις, τιμή/ κέρδη και άλλα και επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από το στάδιο του επιχειρηματικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται η επιχείρηση τη δεδομένη στιγμή.

Για να ελέγξουμε, την ισχύ των υποθέσεων μας θα πρέπει να συμπεριλάβουμε και στο υπόδειγμα-μοντέλο μας όλους τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η εκτίμηση της αξίας αυτής, οι οποίοι είναι: η χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας, δηλαδή τα ίδια κεφάλαιά της όπως εμφανίζονται στις καταστάσεις, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα και η κερδοφορία της που εκφράζεται μέσω του αποτελέσματος χρήσης. Επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες, όπως τον κλάδο δραστηριοποίησης της εταιρείας τους οποίους εμείς δεν θα συμπεριλάβουμε, διότι δεν είναι σχετικοί με την έρευνά μας. Την λογιστική αξία των ίδιων κεφαλαίων θα την επιμερίσουμε σε αυτήν που αφορά τα άυλα, τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις για να τα εξετάσουμε ξεχωριστά. Συμπεριλαμβάνουμε όπως προαναφέραμε και τα κέρδη της χρήσης για να ελέγξουμε και την έμμεση επιρροή της κεφαλαιοποίησης των άυλων παγίων. Το υπόδειγμά μας, στηριζόμενοι στις έρευνες των Jennings, Robinson, Thomson & Duvall (1996), Choi, Kwon & Lobo (2000) θα είναι το ακόλουθο:

$$MV(j,t) = a_0 + a_1 * INTANG(j,t) + a_2 * OTHERASS(j,t) + a_3 * LIAB(j,t) + a_4 * EARN(j,t) + e(j,t)$$

Όπου οι μεταβλητές του ορίζονται ως εξής:

$MV(j,t)$: η χρηματιστηριακή τιμή των κοινών μετοχών της εταιρείας j έξι μήνες έπειτα από την ημερομηνία του Ισολογισμού

$INTANG(j,t)$: η λογιστική αξία των καθαρών άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας j , όπως ορίζεται από τα Δ.Λ.Π., την ημερομηνία του Ισολογισμού

$TOTAL ASSETS(j,t)$: η λογιστική αξία του συνόλου των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας j , όπως ορίζεται από τα Δ.Λ.Π., την ημερομηνία του Ισολογισμού

$OTHERASS(j,t)$: η λογιστική αξία των λοιπών, πλην των άυλων, καθαρών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας j , όπως ορίζεται από τα Δ.Λ.Π., την ημερομηνία του Ισολογισμού, όπου:

$$OTHERASS(j,t) = \{ TOTAL ASSETS(j,t) - INTANG(j,t) \}$$

$LIAB(j,t)$: η λογιστική αξία του συνόλου των καθαρών υποχρεώσεων της επιχείρησης, όπως ορίζονται από τα Δ.Λ.Π. με την στενή έννοια, την ημερομηνία του Ισολογισμού, δηλαδή:

$$LIAB(j,t) = PROV(j,t) + LLIAB(j,t) + ACCREXP(j,t)$$

$PROV(j,t)$: η λογιστική αξία των προβλέψεων της εταιρείας j την ημερομηνία του Ισολογισμού

$LLIAB(j,t)$: η λογιστική αξία των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας j την ημερομηνία του Ισολογισμού

$ACCREXP(j,t)$: η λογιστική αξία των επαυξητικών εξόδων της εταιρείας j την ημερομηνία του Ισολογισμού

$EARN(j,t)$: το αποτέλεσμα χρήσης της εταιρείας j χωρίς την επίδραση των έκτακτων κερδών-ζημιών χρήσης και των καταβληθέντων μερισμάτων

$e(j,t)$: το σφάλμα της παλινδρόμησης

Όλες οι παραπάνω αξίες, εκτός από την χρηματιστηριακή τιμή των κοινών μετοχών της εταιρείας εκτιμώνται στο τέλος του λογιστικού έτους που συμπίπτει στο δείγμα μας με το ημερολογιακό (δηλαδή 31/12 κάθε έτους). Επίσης, για να γίνει αντιληπτό το μέγεθος των διαφορών που θα προκύψουν, θέλοντας να τις εξετάσουμε ως προς την στατιστική σημασία τους, και να μην τις επηρεάζει το μέγεθος του δείγματος όλα τα παραπάνω μεγέθη υπολογίζονται ανά κοινή μετοχή. Διαιρούμε, δηλαδή, τα συνολικά μεγέθη με τον αριθμό των κοινών μετοχών της εταιρείας την ημερομηνία του Ισολογισμού. Για εταιρείες που διαθέτουν παραπάνω από έναν τύπο κοινών

μετοχών ο αριθμός των μετοχών που χρησιμοποιείται προσαρμόζεται με τέτοιο τρόπο ώστε να λαμβάνει υπόψη τη διαφορά στις αξίες των κοινών μετοχών.

Ένα θέμα που προκύπτει σε αυτό το σημείο είναι το κατά πόσο εκτιμάται ορθά η λογιστική αξία των άυλων από την επιχείρηση. Ένα άλλο κύριο ζήτημα είναι η επίδραση της κεφαλαιοποίησης ή μη των άυλων παγίων στα εμφανιζόμενα κέρδη (έμμεση επίδρασή τους στην αγοραία αξία της επιχείρησης), γνωρίζοντας ότι αυτά τα στοιχεία έχουν δύο λογιστικούς χειρισμούς: μπορούν είτε να κεφαλαιοποιηθούν στον Ισολογισμό, είτε να συμπεριληφθούν στα έξοδα της Κατάστασης Αποτελεσμάτων χρήσης. Το δεύτερο ζήτημα διευθετήθηκε προσθέτοντας στο υπόδειγμά μας τη μεταβλητή των κερδών της χρήσης για να συμπεριλάβουμε και την έμμεση επιρροή των άυλων παγίων στην αγορά. Σε ότι αφορά το πρώτο θα στηρίξουμε την έρευνά μας στο μοντέλο που έχουμε ήδη αναπτύξει, θεωρώντας ότι η λογιστική αξία των παγίων έχει εκτιμηθεί ορθά και σύμφωνα με ότι ορίζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, και αγνοώντας την επιρροή που έχουν τα άυλα πάγια στα υπόλοιπα στοιχεία των καταστάσεων.

Στο μοντέλο μας ο συντελεστής a_1 δηλώνει την επίδραση που έχει η μεταβολή της λογιστικής αξίας των άυλων παγίων που αναγνωρίζει η επιχείρηση στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Μέσω αυτού του συντελεστή, λοιπόν, θα διερευνήσουμε την ισχύ των υποθέσεων που έχουμε αναπτύξει. Αναμένουμε ο a_1 να βρεθεί $\neq 0$ δηλαδή στατιστικά σημαντικός και να έχουν τα άυλα πάγια πληροφοριακό περιεχόμενο για τους επενδυτές, δηλαδή να επηρεάζουν την αξιολόγησή τους και θετικός για να ισχύει η θετική αποτίμηση της αγοράς και να μην τίθεται υπό αμφισβήτηση η απόφαση αναγνώρισής τους. Θα εξετάσουμε επιπλέον τη μεταβολή του για επιχειρήσεις μίας χώρας σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές καθώς και τη μεταβολή του ανάμεσα στις τρεις χώρες μία δεδομένη χρονική στιγμή.

Οι συντελεστές a_2 , a_3 , a_4 έχουν αντίστοιχη ερμηνεία για τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος. Αναμένουμε, ο συντελεστής a_2 των λοιπών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας να είναι θετικός και μεγαλύτερος από τον a_1 καθώς τα άυλα πάγια αυτά εμφανίζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα- ρίσκο για τους επενδυτές από τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού. Αναμένουμε επίσης ο συντελεστής a_3 θα εμφανίζει αρνητικό πρόσημο, διότι οι υποχρεώσεις εκφράζουν μελλοντικές εκροές και επιδρούν αρνητικά κατά την αποτίμηση της εταιρείας. Τέλος, ο συντελεστής των κερδών της χρήσης a_4 αναμένουμε να είναι θετικός διότι η κερδοφορία της επιχείρησης δίνει θετικό σήμα στην αγορά οπότε είναι λογικό να αυξάνει την χρηματιστηριακή της αξία.

4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΠΟΥ ΘΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΟΥΝ ΣΤΟΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟ

Σκοπός μας είναι να εξετάσουμε την σημαντικότητα και συγκεκριμένα την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στη λογιστική αξία των αναγνωρισμένων στις καταστάσεις άυλων παγίων και στην αγοραία-χρηματιστηριακή τιμή των επιχειρήσεων. Για την έρευνα αυτή συλλέξαμε δεδομένα από 3 Ευρωπαϊκές χώρες τις οποίες μελετήσαμε σε δύο διαφορετικές χρονικές στιγμές που απέχουν μεταξύ τους πέντε έτη για να καταλήξουμε σε συμπεράσματα τόσο για τις διαφορές μεταξύ των χωρών σε κάθε μία από τις παραπάνω χρονικές στιγμές σε ότι αφορά την αποτίμηση των άυλων στοιχείων, όσο και πιθανές μεταβολές στην αποτίμηση σε κάθε χώρα ξεχωριστά με την πάροδο του χρόνου. Έτσι θα εκτιμήσουμε μέσω της παλινδρόμησης 6 διαφορετικές εξισώσεις για τις οποίες και θα χωρίσουμε το συνολικό μας δείγμα σε έξι επιμέρους όπου το κάθε ένα θα περιλαμβάνει τις παρατηρήσεις της εκάστοτε χώρας για μία χρονική στιγμή. Οι παλινδρομήσεις που θα τρέξουμε, λοιπόν, θα είναι στατικές και θα στηρίζονται σε διαστρωματικά δεδομένα των επιχειρήσεων αυτών των χωρών.

Το συνολικό δείγμα που θα χρησιμοποιήσουμε στην έρευνά μας αποτελείται από παρατηρήσεις για στοιχεία εταιρειών των ακόλουθων χωρών: Γαλλία, Γερμανία και Ιταλία. Η επιλογή των άνω χωρών είναι τυχαία και έγινε αφού επιβεβαιώσαμε ότι πληρούν τις προϋποθέσεις να υιοθετούν και να εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις τους για την σύνταξη των καταστάσεών τους τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και να κεφαλαιοποιούν στον Ισολογισμό τους την αξία των άυλων παγίων. Από το δείγμα, λοιπόν, εξαιρούνται οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν στις καταστάσεις τους μηδενική λογιστική αξία άυλων παγίων καθώς και εκείνες που δεν εμφανίζουν κέρδη. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι απαραίτητες για να διασφαλιστεί τόσο η σχετικότητα όσο και η συγκρισιμότητα των δεδομένων. Επίσης, βεβαιώθηκε ότι σε όλες τις επιχειρήσεις το τέλος του οικονομικού τους έτους συμπίπτει με το φυσικό και δημοσιεύουν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις 31/12 κάθε έτους. Οι κλάδοι από τους οποίους συλλέξαμε τις επιχειρήσεις του δείγματός μας ποικίλλουν εξαιρώντας τον χρηματοπιστωτικού τομέα που περιλαμβάνει τράπεζες, εταιρείες ασφαλειών, ακινήτων, επενδύσεων κ.α. λόγω του διαφορετικού λογιστικού χειρισμού που χρησιμοποιούν οι εταιρείες σε ότι αφορά το τμήμα των άυλων παγίων. Αντλήσαμε, λοιπόν τις παρατηρήσεις του δείγματός μας για τις παραπάνω χώρες από την βάση δεδομένων του Thomson Reuters για τα έτη 2010 και 2015. Συμπεριλάβαμε την πλειοψηφία των εταιρειών για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία έτσι ώστε το δείγμα μας να είναι όσο το δυνατόν περισσότερο αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού. Οι παρατηρήσεις είναι ετήσιες και προέρχονται τόσο από δεδομένα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιρειών όσο και από δεδομένα της αγοράς κεφαλαίου. Τέλος, είναι όλες εκφρασμένες στο ίδιο νόμισμα (€).

Οι πίνακες 1,2 του παραρτήματος περιγράφουν τη διαδικασία επιλογής του δείγματος και την γενικότερη σύνθεσή του. Συγκεκριμένα, από την Γαλλία αντλήσαμε δεδομένα

525 εταιρειών, από την Γερμανία 532 και από την Ιταλία 233 και δημιουργήσαμε ένα δείγμα 9.950 παρατηρήσεων. Το μεγαλύτερο ποσοστό του συνολικού δείγματος κατέχει η Γαλλία και η Γερμανία όπως φαίνεται και στον πίνακα 1 συλλέγοντας αθροιστικά ποσοστό περίπου 84%, με ένα μικρότερο ποσοστό των παρατηρήσεων να συγκεντρώνεται από εταιρείες της Ιταλίας.

Ο πίνακας 2 συγκεκριμένα παρουσιάζει τη σύνθεση του δείγματός μας ως προς τις χώρες και τους κλάδους δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων. Κάθε κλάδος περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ίδιες οικονομικές συνθήκες. Τις ταξινομούμε έτσι, λοιπόν, ώστε να υπάρχει ομοιογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων που ανήκουν σε έναν κλάδο και να απαλειφθεί έτσι η πιθανή επιρροή του παράγοντα αυτού στα αποτελέσματα της έρευνάς μας. Παρατηρούμε ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις του δείγματός μας δραστηριοποιούνται στον τομέα της ανάπτυξης λογισμικού, κλάδος με μεγάλες επενδύσεις σε άυλα πάγια, σε υπηρεσίες υποστήριξης, στη βιομηχανική μηχανική, σε υπηρεσίες υγείας και στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης, κλάδοι με εξίσου σημαντικές επενδύσεις στα στοιχεία αυτά.

Υπολογίζοντας τα στατιστικά στοιχεία των βασικών μεταβλητών του υποδείγματος αντιληφθήκαμε ότι στο δείγμα υπάρχουν ακραίες τιμές λόγω του ότι η τυπική απόκλιση των μεταβλητών, δηλαδή το μέτρο της διασποράς των τιμών γύρω από τον μέσο όρο ήταν πολύ μεγάλη, καθώς και το εύρος τους με αποτέλεσμα ο μέσος όρος που εμφανιζόταν να μην είναι αντιπροσωπευτικός. Πραγματοποιήσαμε, λοιπόν, εξομάλυνση των δεδομένων πριν συνεχίσουμε με την διερεύνηση του υποδείγματος που αναπτύξαμε για να αποφύγουμε την εμφάνιση μεγάλων σφαλμάτων στις παλινδρομήσεις. Σαν σφάλματα ορίζονται οι διαφορές που προκύπτουν ανάμεσα στις προβλεπόμενες, σύμφωνα με την παλινδρόμηση, τιμές των μεταβλητών και τις πραγματικές.

Ο πίνακας 3 δείχνει τα βασικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών του υποδείγματός με τα νέα εξομαλυμένα στοιχεία ανά χώρα. Τα στοιχεία αυτά είναι περιγραφικά του δείγματος που χρησιμοποιείται και μας παρέχουν πληροφορίες σχετικά με το μέγεθος και την σημαντικότητα των παραμέτρων που θα χρησιμοποιήσουμε στην παλινδρόμηση καθώς διευκολύνουν και τη σύγκριση με τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν σε προηγούμενες παρόμοιες έρευνες. Παρατηρούμε, αρχικά, ότι κατά μέσο όρο η τιμή των κοινών μετοχών των επιχειρήσεων της Γαλλίας και της Γερμανίας κυμαίνονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από τις αντίστοιχες της Ιταλίας καθώς και σε αυτές δραστηριοποιούνται εταιρείες που εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη. Επίσης, σε όλες τις χώρες ο μέσος όρος της τιμής αυτής αυξάνεται από το 2010 στο 2015, χωρίς να ακολουθείται απαραίτητα από αύξηση στον μέσο όρο των άυλων παγίων που αναγνωρίζονται στις καταστάσεις. Τέλος, παρατηρούμε ότι οι εταιρείες όλων των χωρών εμφανίζουν αισθητή μείωση στη λογιστική αξία των υποχρεώσεων που εμφανίζουν την δεύτερη χρονιά που μελετάμε, στοιχείο που πιθανώς να συντελεί στην αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής που προαναφέραμε αλλά θα διερευνηθεί και παρακάτω.

Ο πίνακας 5 περιλαμβάνει τις γραμμικές συσχετίσεις που εμφανίζουν οι μεταβλητές του υποδείγματος, όπως ορίζονται από τον Pearson, ανά χώρα. Σαν συσχέτιση ορίζουμε την συμμεταβολή των τιμών δύο μεταβλητών. Γενικά, σε περιπτώσεις όπου από τον πληθυσμό επιλέγουμε ένα τυχαίο δείγμα και σε κάθε μονάδα του μελετάμε ένα ή περισσότερα χαρακτηριστικά, όπως στην έρευνά μας, είναι σημαντικό να αναζητήσουμε ένα μέτρο που να μπορεί να εκφράσει και να ποσοτικοποιήσει την πιθανή συσχέτιση των μεταβλητών. Εδώ χρησιμοποιούμε τον συντελεστή r (Pearson's) για να ελέγξουμε τη συσχέτιση αυτή. Ο συντελεστής παίρνει τιμές $[-1,+1]$ ανάλογα με την ένταση της συσχέτισης και αποτελεί αντιπροσωπευτικό εκτιμητή του πληθυσμού όταν η δειγματοληψία είναι τυχαία. Η τιμή $+1$ υποδηλώνει τέλεια θετική συσχέτιση ενώ με -1 ορίζουμε την τέλεια αρνητική. Παρατηρούμε ότι για όλες τις χώρες και για όλους τους κλάδους που έχουμε επιλέξει, οι μεταβλητές του Ισολογισμού εμφανίζουν σχετικά υψηλές συσχετίσεις με την τιμή της μετοχής για επίπεδο σημαντικότητας 5% , εκτός από τις τιμές της μεταβλητής των άυλων παγίων που έχει την χαμηλότερη συσχέτιση σχετικά με τις υπόλοιπες. Παρατηρείται βέβαια αύξηση της συσχέτισης τους τη δεύτερη χρονιά και ο συντελεστής να πλησιάζει περισσότερο κατά απόλυτη τιμή τη μονάδα, πράγμα που δεν υποδηλώνει απαραίτητα την σχέση αιτίας- αποτελέσματος που θέλουμε εμείς να αποδείξουμε. Μία ακόμα σημαντική παρατήρηση είναι ότι σε όλες τις χώρες τα κέρδη της χρήσης εμφανίζουν την σημαντικότερη συσχέτιση με την χρηματιστηριακή τιμή, που αυξάνεται επίσης με την πάροδο του χρόνου.

Για τον συντελεστή του Pearson r που χρησιμοποιήσαμε παραπάνω θα πρέπει να πραγματοποιήσουμε έλεγχο υπόθεσης, που σχετίζεται με την πραγματική τιμή του συντελεστή αυτού στον πληθυσμό(ρ). Αν απορριφθεί η μηδενική υπόθεση $H_0:\rho=0$ ο ρ θεωρείται στατιστικά σημαντικός και διάφορος του μηδενός οπότε επαληθεύεται η ύπαρξη της συσχέτισης των μεταβλητών και στα δεδομένα του πληθυσμού. Σε εμάς το $t= 0.000<0.07$ (που ορίζεται από το επίπεδο σημαντικότητας που ορίζει το $*$) οπότε απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και επαληθεύεται η συσχέτιση των μεταβλητών. Παρατηρούμε, τέλος στους πίνακες ότι τα άυλα πάγια εμφανίζουν μικρότερη συσχέτιση με την χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας σε σχέση με τις υπόλοιπες μεταβλητές, πράγμα που δηλώνει ότι η ξεχωριστή απεικόνισή τους μας δίνει πρόσθετες πληροφορίες στην έρευνα.

Πίνακας 1: Ποσοστό συμμετοχής της κάθε χώρας στο δείγμα

<i>Χώρα</i>	<i>Ποσοστά συμμετοχής στο συνολικό δείγμα</i>
<i>Γαλλία</i>	42,16%
<i>Γερμανία</i>	41,49%
<i>Ιταλία</i>	16,35%
<i>Σύνολο</i>	=100%

Πίνακας 2:Σύνθεση δείγματος

<u>Σύνολο Παρατηρήσεων</u> <u>Δείγματος=9.950</u>	<u>Χώρα</u>			<u>Αριθμός</u> <u>Παρατηρήσεων</u>
	<u>Γαλλία</u>	<u>Γερμανία</u>	<u>Ιταλία</u>	
<u>Κλάδος Δραστηριοποίησης</u>				
Aerospace and Defense (Αεροδιαστημικής και Άμυνας)	105	18	18	141
Alternative Energy (Εναλλακτικής Ενέργειας)	12	143	11	166
Automobiles and Parts(Αυτοκινήτων και Εξαρτημάτων)	126	162	72	360
Beverages (Αφεψήματα)	108	89	30	227
Chemicals (Χημικά)	90	209	24	323
Construction and Materials (Κατασκευών και Υλικών)	165	179	108	452
Electricity (Ηλεκτρικής Ενέργειας)	78	83	102	263
Electronic and Electrical Equipment (Ηλεκτρονικού-Ηλεκτρικού Εξοπλισμού)	208	227	108	543
Fixed Line Telecommunications (Σταθερών Τηλεπικοινωνιών)	29	18	12	59
Food Retailers (Λιανικής Πώλησης Τροφίμων)	54	18	12	84
Food Producers (Παραγωγής Τροφίμων)	196	95	54	345
Forestry and Paper (Δασοκομίας και Χαρτιού)	24			24
Gas, Water and Multiutilities (Αερίου, Νερού και Πολλαπλών χρήσεων)	54	60	72	186
General Industrials (Γενικών Βιομηχανικών)	96	48	48	192
General Retailers (Γενικών Λιανοπωλητών)	168	174	22	364

Health Care Equipment and Services (Υπηρεσιών και Εξοπλισμού Υγείας)	143	173	42	358
Household Goods and Home Construction (Ειδών Νοικοκυριού και Κατασκευής Σπιτιών)	90	155	70	315
Industrial Engineering (Βιομηχανικής της Παραγωγής)	119	412	96	627
Industrial Metals and Mining (Βιομηχανικής των Μετάλλων και της Εξόρυξης)	12	36	6	54
Industrial Transportation (Βιομηχανικής της Μεταφοράς)	108	96	96	300
Leisure Goods (Ειδών Αναψυχής)	84	42	24	150
Media (Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης)	364	233	131	728
Mining (Εξόρυξης)	36	42		78
Mobile Telecommunications (Κινητών Τηλεπικοινωνιών)	11	54	6	71
Oil and Gas Producers (Παραγωγής Πετρελαίου)	30		18	48
Oil Equipment and Services (Υπηρεσίες και Εξοπλισμός Πετρελαίου)	35	12	30	77
Personal Goods (Προσωπικά Αγαθά)	202	160	130	492
Pharmaceuticals and Biotechnology (Φαρμακευτικών Προϊόντων και Βιοτεχνολογίας)	108	113	18	239
Software and Computer Services (Υπηρεσίες Πληροφορικής και Λογισμικού)	714	597	129	1440
Support Services (Υπηρεσίες Υποστήριξης)	298	174	66	538
Technology Hardware and Equipment (Τεχνολογικού Εξοπλισμού)	196	180	30	406
Travel and Leisure (Ταξιδιού και Αναψυχής)	132	126	42	300

Γενικό άθροισμα	4195	4128	1627	9950
-----------------	------	------	------	------

Πίνακας 3: Στατιστικά Χώρας

Όπου MV_w= αγοραία αξία επιχείρησης, INTANG_w=λογιστική αξία άυλων παγίων, LIAB_w=λογιστική αξία υποχρεώσεων, OTHERASS_w= λογιστική αξία λοιπών περιουσιακών στοιχείων, EARN_w=κέρδη χρήσης.

Γαλλία

2010

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	351	33.69573	70.0841	.7915705	569.9942
INTANG_w	354	16.18314	43.43253	.0038265	311.6274
OTHERASS_w	354	82.72726	260.8729	.8652273	1977.492
LIAB_w	354	57.39987	168.0834	.404345	1231.243
EARN_w	354	2.794696	5.444477	.0243609	34.044

2015

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	324	62.01074	139.2532	.4400083	967.5583
INTANG_w	325	15.3286	30.96328	.0150033	202.4255
OTHERASS_w	325	70.63047	200.4652	.2884415	1456.189
LIAB_w	325	48.20637	117.7671	.2151304	854.7121
EARN_w	325	3.44813	9.050108	.0006935	69.98822

Γερμανία

2010

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	367	34.12945	80.74929	.7009585	543.928
INTANG_w	374	4.732947	8.697099	.0029019	54.70959
OTHERASS_w	374	48.90406	130.6985	.3602342	1025.636
LIAB_w	374	31.04036	82.90435	.0832485	639.4125
EARN_w	374	2.661025	6.284442	.0138208	46.16056

2015

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	306	50.81122	85.45395	1.056515	520
INTANG_w	307	6.592296	11.20572	.0023492	58.29526
OTHERASS_w	307	42.9925	81.08605	.6256912	462.0038
LIAB_w	307	29.11317	53.1222	.3052282	340.5968
EARN_w	307	2.258367	4.011216	.0232233	24.52007

Ιταλία**2010**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	120	5.172395	7.140881	.1657105	41.35228
INTANG_w	127	3.147999	5.380291	.0098508	29.90892
OTHERASS_w	127	11.41736	16.07908	.3446018	84.1175
LIAB_w	127	9.2167	12.05973	.5399968	56.2944
EARN_w	127	.4576018	.7986518	.0036183	4.453238

2015

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
MV_w	142	9.663534	12.9346	.2048008	61.79915
INTANG_w	143	3.092664	5.03646	.0020544	30.28543
OTHERASS_w	143	10.12365	14.42772	.352847	91.22868
LIAB_w	143	7.98046	10.31486	.3161206	45.48406
EARN_w	143	.4074863	.5250362	.0024797	2.80217

Πίνακας 4: Συσχετίσεις Pearson

Όπου MV_w= αγοραία αξία επιχείρησης, INTANG_w=λογιστική αξία άυλων παγίων, LIAB_w=λογιστική αξία υποχρεώσεων, OTHERASS_w= λογιστική αξία λοιπών περιουσιακών στοιχείων, EARN_w=κέρδη χρήσης.Ανά χώρα:

Γαλλία

2010

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.3923*	1.0000			
	0.0000				
LIAB_w	0.6262*	0.8176*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.6998*	0.7198*	0.9739*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
EARN_w	0.8268*	0.5139*	0.6222*	0.6426*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

2015

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.5453*	1.0000			
	0.0000				
LIAB_w	0.8808*	0.6881*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.9340*	0.5320*	0.9566*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
EARN_w	0.9075*	0.5305*	0.8243*	0.9106*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

Γερμανία

2010

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.3538*	1.0000			
	0.0000				
LIAB_w	0.7704*	0.4181*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.8644*	0.3638*	0.9727*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
EARN_w	0.8770*	0.4087*	0.7637*	0.8193*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

2015

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.4214*	1.0000			
	0.0000				
LIAB_w	0.7970*	0.4571*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.8579*	0.3673*	0.9542*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
EARN_w	0.9075*	0.4454*	0.8081*	0.8943*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

Ιταλία

2010

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.2185*	1.0000			
	0.0165				
LIAB_w	0.5063*	0.5700*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.5648*	0.3538*	0.9320*	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
EARN_w	0.8289*	0.1515	0.6237*	0.6941*	1.0000
	0.0000	0.0890	0.0000	0.0000	

2015

	MV_w	INTANG_w	LIAB_w	OTHERA~w	EARN_w
MV_w	1.0000				
INTANG_w	0.4121*	1.0000			
	0.0000				
LIAB_w	0.4242*	0.5299*	1.0000		
	0.0000	0.0000			
OTHERASS_w	0.4499*	0.2422*	0.8911*	1.0000	
	0.0000	0.0036	0.0000		
EARN_w	0.8377*	0.3892*	0.4642*	0.4582*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Χρησιμοποιώντας το στατιστικό πρόγραμμα Stata πραγματοποιήσαμε 6 παλινδρομήσεις. Μελετήσαμε, δηλαδή, κάθε χώρα για 2 έτη, συγκεκριμένα το 2010 και το 2015 ξεχωριστά για να μπορούμε μετέπειτα να κάνουμε συγκρίσεις και να καταλήξουμε στα συμπεράσματα που θέλουμε. Η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση στηρίζεται στην κατασκευή ενός μοντέλου πρόβλεψης των τιμών μίας μεταβλητής, συγκεκριμένα σε εμάς της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής που αποτελεί και την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος μέσω των αντίστοιχων τιμών των ανεξάρτητων. Για να έχουμε αξιόπιστα αποτελέσματα θα πρέπει να πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις. Κάνουμε, λοιπόν μερικές παραδοχές- υποθέσεις κατά την εφαρμογή της. Αρχικά, το δείγμα που χρησιμοποιείται πρέπει να είναι στοχαστικό, να επιλέγεται δηλαδή με τυχαίο τρόπο και οι τιμές της ανεξάρτητης μεταβλητής να ακολουθούν μία κανονική κατανομή για όλα τα επίπεδα τιμών των εξαρτημένων. Υποθέτουμε ότι οι μεταβλητές συνδέονται γραμμικά και γι αυτό χρησιμοποιούμε γραμμική συνάρτηση του μοντέλου. Επίσης, υποθέτουμε ότι ο μέσος όρος της κατανομής των σφαλμάτων της παλινδρόμησης είναι μηδέν, πράγμα που σημαίνει ότι κατά μέσο όρο η επίδραση των έκτακτων παραμέτρων στα αποτελέσματά μας είναι μηδενική. Τέλος, για να εξαλειφθεί το πρόβλημα της ομοσκεδαστικότητας υποθέτουμε ότι όλες οι κατανομές των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής έχουν την ίδια διασπορά και είναι και ανεξάρτητες μεταξύ τους για όλα τα επίπεδα τιμών των ανεξάρτητων μεταβλητών. Οι ακόλουθοι πίνακες παρουσιάζουν τα ευρήματά μας.

Γαλλία 2010

Linear regression		Number of obs	=	351
		F(4, 346)	=	32.61
		Prob > F	=	0.0000
		R-squared	=	0.7892
		Root MSE	=	32.361

MV_w	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
INTANG_w	-.1820999	.2659212	-0.68	0.494	-.7051253 .3409256
OTHERASS_w	.2986742	.0978564	3.05	0.002	.106206 .4911424
LIAB_w	-.3201239	.178237	-1.80	0.073	-.6706883 .0304404
EARN_w	8.302865	1.428367	5.81	0.000	5.493491 11.11224
_cons	6.927355	1.706001	4.06	0.000	3.571918 10.28279

Γαλλία 2015

Linear regression

Number of obs	=	324
F(4, 319)	=	71.69
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.8947
Root MSE	=	45.466

MV_w	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INTANG_w	.5817302	.2750422	2.12	0.035	.0406043	1.122856
OTHERASS_w	.6640712	.2471861	2.69	0.008	.1777503	1.150392
LIAB_w	-.356844	.2399902	-1.49	0.138	-.8290076	.1153196
EARN_w	3.322301	3.11777	1.07	0.287	-2.811689	9.456291
_cons	11.78504	3.649219	3.23	0.001	4.605468	18.96462

Γερμανία 2010

Linear regression

Number of obs	=	367
F(4, 362)	=	46.24
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.8450
Root MSE	=	31.969

MV_w	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INTANG_w	.633302	.3613815	1.75	0.081	-.0773687	1.343973
OTHERASS_w	.9705679	.2493306	3.89	0.000	.4802496	1.460886
LIAB_w	-.9960458	.2956571	-3.37	0.001	-1.577467	-.4146247
EARN_w	4.279475	1.871743	2.29	0.023	.5986194	7.96033
_cons	4.099797	2.169276	1.89	0.060	-.1661691	8.365762

Γερμανία 2015

Linear regression

Number of obs	=	306
F(4, 301)	=	130.53
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.8356
Root MSE	=	34.875

MV_w	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INTANG_w	.1015262	.5952243	0.17	0.865	-1.069802	1.272854
OTHERASS_w	.1168141	.3728607	0.31	0.754	-.6169297	.850558
LIAB_w	.170434	.495445	0.34	0.731	-.8045406	1.145409
EARN_w	15.24484	3.861418	3.95	0.000	7.64605	22.84364
_cons	5.616076	1.77407	3.17	0.002	2.124925	9.107228

Ιταλία 2010

Linear regression	Number of obs	=	120
	F(4, 115)	=	18.56
	Prob > F	=	0.0000
	R-squared	=	0.7014
	Root MSE	=	3.9691

MV_w	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
INTANG_w	.2296101	.1286785	1.78	0.077	-.0252773	.4844974
OTHERASS_w	.064583	.1026814	0.63	0.531	-.1388092	.2679751
LIAB_w	-.1377493	.1486855	-0.93	0.356	-.4322667	.1567681
EARN_w	8.226126	1.342322	6.13	0.000	5.567245	10.88501
_cons	1.326394	.348735	3.80	0.000	.6356167	2.017171

Ιταλία 2015

Linear regression	Number of obs	=	142
	F(4, 137)	=	51.29
	Prob > F	=	0.0000
	R-squared	=	0.7448
	Root MSE	=	6.6286

MV_w	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
INTANG_w	.739619	.3608848	2.05	0.042	.0259942	1.453244
OTHERASS_w	.4835702	.2197049	2.20	0.029	.0491189	.9180215
LIAB_w	-.7090992	.3429431	-2.07	0.041	-1.387246	-.0309528
EARN_w	18.22287	2.640855	6.90	0.000	13.00076	23.44498
_cons	.6512057	.6204581	1.05	0.296	-.5757074	1.878119

Τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις δεν εμφανίζονται για όλες τις χώρες και τις χρονικές στιγμές συνεπή με τις βασικές υποθέσεις που έχουμε αναπτύξει παραπάνω(H1,H2) καθώς δεν επιβεβαιώνεται σε όλες τις περιπτώσεις η σημαντικότητα των άυλων παγίων ούτε και η θετική συσχέτισή τους με την χρηματιστηριακή τιμή. Συγκεκριμένα το 2010 στη Γαλλία υπάρχει αντίρροπη κίνηση των δύο αυτών μεταβλητών που γίνεται εμφανής από το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή α_1 και παρουσιάζεται και αμφίβολη η στατιστική σημαντικότητα του διότι η τιμή του p-value δεν προσεγγίζει το μηδέν. Το p-value δείχνει την πιθανότητα που υπάρχει ο εκάστοτε συντελεστής του υποδείγματος να έχει μηδενική τιμή και άρα να μην επηρεάζει την εξαρτημένη μεταβλητή. Στη Γαλλία το 2010 η πιθανότητα αυτή είναι 49,4%, πράγμα που κάνει αμφίβολο το αν η λογιστική αξία των άυλων παγίων καθορίζει την χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας. Επιπλέον, στην Γερμανία τη

δεύτερη χρονιά (2015) αμφισβητείται πάλι η στατιστική σημαντικότητα των άυλων παγίων για τους ίδιους λόγους.

Με εξαίρεση τις δύο περιπτώσεις που προαναφέραμε, τα αποτελέσματά μας είναι συνεπή με τις υποθέσεις και οι υπόλοιποι συντελεστές είναι πάντα στατιστικά σημαντικοί. Παρατηρούμε, επίσης, ότι σε όλες τις παλινδρομήσεις ο συντελεστής α_3 των υποχρεώσεων εμφανίζεται πάντα με αρνητικό πρόσημο όπως αναμέναμε καθώς ορίζει την αρνητική επιρροή του μεγέθους αυτού στην χρηματιστηριακή τιμή των κοινών μετοχών. Καθοριστική, θα λέγαμε, επιρροή στην τιμή αυτή ασκούν τα κέρδη της χρήσης όπως εμφανίζονται στις καταστάσεις.

Παρατηρούμε σε όλες τις περιπτώσεις ότι το μοντέλο εμφανίζει αρκετά μεγάλη ερμηνευτική ικανότητα, σε καμία περίπτωση το R^2 δεν πέφτει κάτω από 70%, όπου το μέγεθος αυτό δηλώνει το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από το συγκεκριμένο μοντέλο. Στην δική μας έρευνα, λοιπόν σε κάθε περίπτωση ερμηνεύεται πάνω από 70% της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής τιμής της εκάστοτε εταιρείας. Παρέχει, βέβαια, περισσότερη πληροφόρηση σαν δείκτης και βοηθάει στην μελλοντική πρόβλεψη των τιμών όταν συγκρίνεται με τους αντίστοιχους των εναλλακτικών μοντέλων ερμηνείας της εξαρτημένης μεταβλητής.

Τέλος το F-test που δείχνει την πιθανότητα όλοι οι συντελεστές να είναι ταυτόχρονα στατιστικά ασήμαντοι έχει απορριφθεί καθώς εμφανίζεται αυξημένη η τιμή του και υπερβαίνει την κριτική τιμή για επίπεδο σημαντικότητας 5%.

6.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συγκρίνοντας όλες τις χώρες το 2010 καταλήξαμε ότι τα άυλα πάγια που εμφανίζει η εταιρεία στις καταστάσεις επηρεάζουν την τιμή της μετοχής της στο Χρηματιστήριο τόσο στην Γερμανία όσο και στην Ιταλία. Στην Γαλλία εκείνη τη χρονιά αμφισβητείται η ουσιώδης αυτή επιρροή που μάλιστα φέρει και αρνητικό πρόσημο για τη συγκεκριμένη χώρα. Το συμπέρασμα αυτό προέκυψε από την μεγάλη τιμή του p-value που επισημαίνει την ύπαρξη αυξημένης πιθανότητας να μην απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για τον συντελεστή a_1 που συνοδεύει τη λογιστική αξία των άυλων παγίων. Άρα την πρώτη χρονιά επιβεβαιώνονται οι H1, H2 για δύο από τις τρεις χώρες του δείγματός μας άρα και το γεγονός ότι η λογιστική αξία των άυλων παγίων παρέχει χρήσιμη μεν, μικρή δε σε σχέση με τα κέρδη πληροφόρηση στην αγορά κεφαλαίου και επιπλέον αποτιμάται θετικά, αποτελεί δηλαδή θετική ένδειξη για τους επενδυτές. Τέλος, το μοντέλο μας παρουσιάζεται να έχει καλύτερη εφαρμογή και υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα (R^2) στη Γερμανία, μία χώρα με ισχυρότερο νομοθετικό σύστημα από τις υπόλοιπες.

Το 2015 επιβεβαιώνεται σε όλες τις χώρες η θετική σχέση των δύο μεταβλητών (χρηματιστηριακή τιμή κοινών μετοχών και λογιστική αξία άυλων παγίων ανά κοινή μετοχή της εταιρείας) με επιφύλαξη στη Γερμανία σε ότι αφορά την στατιστική σημαντικότητά της ανεξάρτητης αυτής μεταβλητής. Δεν εντοπίσαμε λοιπόν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις χώρες σχετικά με τον τρόπο όπου αποτιμώνται τα άυλα πάγια των εταιρειών από την αγορά καθώς επιλέξαμε Ευρωπαϊκές χώρες που ακολουθούν τα ίδια λογιστικά πρότυπα και διακατέχονται από ισχυρό νομοθετικό πλαίσιο. Ακόμα και στην Ιταλία όπου οι επιχειρήσεις είναι συγκριτικά μικρότερες σε μέγεθος η ένταση της προαναφερθείσας επιρροής είναι στα ίδια επίπεδα με τις αντίστοιχες των άλλων χωρών.

Επιπλέον, σε όλες τις χώρες τις δύο χρονικές στιγμές τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία της οντότητας είναι σημαντικά κατά την αποτίμηση και αξιολογούνται θετικά από τους επενδυτές ενώ οι υποχρεώσεις αρνητικά, όπως αναμέναμε άλλωστε καθώς δηλώνουν μελλοντικές εκροές της επιχείρησης και μειώνουν την αξία της.

Σε ότι αφορά τώρα τη διαχρονική πορεία των χωρών, επισημαίνεται ότι στη Γαλλία το 2015 παρατηρείται τόσο η σημαντικότητα όσο και η θετική επιρροή των άυλων παγίων, πράγμα που δεν ίσχυε το 2010 και πιθανώς να οφείλεται σε καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς γιατί οι επενδυτές παρέμεναν ακόμα επιφυλακτικοί σε ότι αφορούσε την απεικόνιση των άυλων στοιχείων στις καταστάσεις. Οι υπόλοιπες χώρες εμφανίζουν συνέπεια καθώς τα άυλα πάγια παραμένουν σημαντικά κριτήρια κατά την αποτίμηση και δίνουν θετικό σήμα στην αγορά. Το ποσοστό της επιρροής βέβαια μεταβάλλεται. Στην Γερμανία συγκεκριμένα μειώνεται η επιρροή που αυτά ασκούν στην αποτίμηση των επιχειρήσεων ενώ αντίθετα στην Ιταλία παρατηρείται μεγάλη αύξηση του συντελεστή τους τη δεύτερη χρονιά. Οι αντίρροπες αυτές αλλαγές μπορεί να οφείλονται είτε σε μεταβολή της σύνθεσης του οικονομικού

περιβάλλοντος, αλλαγή του μείγματος των κλάδων στην οικονομία ή σε άλλους εξωτερικούς παράγοντες. Δεν σημαίνει απαραίτητα ότι αλλάζει ο τρόπος όπου τα άυλα πάγια αποτιμώνται από την χρηματιστηριακή αγορά.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Daniel Zehgal and Anis Maaloul. “The accounting treatment of intangibles- A critical review of the literature”- Accounting Forum (15 April 2011)

Keryn Chalmers, Greg Clinch, Jayne M. Godfrey, Zi Wei. “Intangible Assets, IFRS and analysts’ earnings forecasts” –Accounting & Finance 52 (2012) : pp. 691-721

Zivile Savickaite. “The Evaluation of Company’s Intangible Assets’ influence for Business Value”-International Journal of Economic Sciences and Applied Research 7 (3):133-155

Leandro Canibano, Manuel Garcia-Ayuso, Paloma Sanchez. “Accounting for Intangibles: A Literature Review” –Journal of Accounting Literature Vol.19 (2000) : pp. 102-130

Holger Daske, Luzi Hail, Christian Leuz and Rodrigo Verdi. “Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences”- Journal of Accounting Research, Vol.46, No.5. (2008) : pp. 1085-1142

Chandra Kanodia, Hareesh Sapra and Raghu Venugopalan. “Should Intangibles Be Measured: What are the Economic Trade-Offs?”-Journal of Accounting Research, Vol.42,No.1 (2004) : pp. 89-120

Stephen H.Penman and Xiao- Jun Zhang. “Accounting Conservatism, the Quality of Earnings and Stock Returns” - The Accounting Review, Vol.77, No.2 (2002): pp .237-264

Louis K.C.Chan, Josef Lakonishok and Theodore Sougiannis. “The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures”-The Journal of Finance, Vol.56, No.6 (2001) : pp.2431-2456

Mary E. Barth, Ron Kasznik and Maureen F. McNichols. “Analyst Coverage and Intangible Assets”- Journal of Accounting Research, Vol.39,No.1 (2001): pp.1-34

Jennifer Francis and Katherine Schipper. “Have Financial Statements Lost their Relevance?” – Journal of Accounting Research, Vol.37, No.2 (1999): pp. 319-352

Kristen Ely and Gregory Waymire. “ Intangible Assets and Stock Prices in the Pre-SEC Era” – Journal of Accounting Research, Vol.37, Studies on Credible Financial Reporting (1999): pp. 17-44

Mary E. Barth and Greg Clinch. “Revalued Financial, Tangible and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates”- Journal of Accounting Research, Vol.36,Studies on Enhancing the Financial Reporting Model (1998): pp.199-233

David Aboody and Baruch Lev. “The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization.” ”- Journal of Accounting Research, Vol.36, Studies on Enhancing the Financial Reporting Model (1998): pp.161-191

Christine A. Botosan. “ Disclosure Level and the Cost of Equity Capital.”- The Accounting Review, Vol.72, No.3 (1997): pp.323-349

Anne Wyatt. “ Accounting Recognition of Intangible Assets: Theory and Evidence on Economic Determinants”- The Accounting Review, Vol.80, No.3 (2005) : pp. 967-1003

Dimisthenis L.Hevas. “The Value Relevance of Start up Costs and Other Balance Sheet Items: Some Greek Evidence” – Department of Accounting and Finance, University of Economics and Business (2005)

Keryn Chalmers, Greg Clinch, Jayne M. Godfrey. “Adoption of International Reporting Standards : Impact on the value relevance of Intangible assets”- Department of Accounting and Finance, Monash University-Working Paper (2008)

Alex Edmans. “Does the Stock Market fully value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices” – Journal of Financial Economics (forthcoming)

Douglas J. Skinner. “Accounting for Intangibles- A critical Review of Policy Recommendations”-Information for Better Markets Conference (2008)

Orie E. Barron, Donal Byard, Charles Kile, Edward J. Rield. “High- Technology Intangibles and Analysts’ Forecasts”- Journal of Accounting Research, Vol.40, No. 2, Studies on Accounting, Entrepreneurship and E- Commerce (2002): pp.289-312

Siqi Li. “ Does Mandatory Adoption of Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?”- The Accounting Review, Vol.85., No.2 (2002) : pp.607-636