

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΤΙΤΛΟΣ

**Η ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ

ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΑΝΤΩΝΙΟΥ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

11/2016

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	1
Βιβλιογραφική Επισκόπηση	2
Εμπειρική Μελέτη	17
Συμπεράσματα	22
Βιβλιογραφία	23

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο παρόν κείμενο, ερευνάται η αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή ο βαθμός στον οποίο η πληροφόρηση που βρίσκεται στα παραπάνω δύο στοιχεία αιχμαλωτίζει την αξία της εταιρείας. Αρχικά γίνεται επισκόπηση της ερευνητικής βιβλιογραφίας πάνω στο συγκεκριμένο θέμα, παραθέτοντας μια μεγάλη ποικιλία από άρθρα ακαδημαϊκών, που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα του θέματος. Γίνεται σύγκριση του επιπέδου της αγοραίας αποτίμησης μεταξύ πολλών χωρών και μελετάται η επίδραση διαφορετικών λογιστικών προτύπων στην αξία αποτίμησης των λογιστικών στοιχείων ανάμεσα σε άλλα. Στη συνέχεια, κάνουμε τη δική μας εμπειρική μελέτη, επιλέγοντας τις χώρες της Ολλανδίας και της Ιταλίας, από τις οποίες διαλέγουμε ένα δείγμα non-financial εταιρειών και μελετάμε τις χρονιές 2009 και 2014. Χρησιμοποιούμε το μοντέλο της τιμής με ανεξάρτητες μεταβλητές τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια, και διαπιστώνουμε διαχρονική αύξηση του βαθμού εξήγησης της τιμής από το μοντέλο για την Ολλανδία, αλλά μείωση για την Ιταλία.

Η σημασία της αγοραίας αποτίμησης των λογιστικών πληροφοριών είναι χωρίς αμφιβολία μεγάλη, καθώς συμβάλλει στη διαδικασία της επιλογής από την πλευρά των επενδυτών, αναφορικά με το πού θα επενδυθεί το κεφάλαιό τους. Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων, αναγνωρίζει πλευρές τους που είναι σχετικές με αυτές τις αποφάσεις, και έχει ως κύριο στόχο, την εκτίμηση της εταιρικής αξίας μέσω των οικονομικών καταστάσεων. Η προσέγγιση αυτή, υποθέτει ότι η αγοραία τιμή, είναι επαρκής για τον καθορισμό της εταιρικής αξίας και γι' αυτό το λόγο, αποτελεί το σημείο αναφοράς, με βάση το οποίο εκτιμάται η πληροφορία στα λογιστικά μέτρα. Τα λογιστικά χαρακτηριστικά θεωρείται πως έχουν αξία αποτίμησης, γιατί σχετίζονται στατιστικά με τωρινές τιμές μετοχών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Η αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί χωρίς αμφιβολία θέμα που έχει μελετηθεί από πληθώρα ακαδημαϊκών, με αποτέλεσμα την ύπαρξη ποικίλων ερευνητικών άρθρων που πραγματεύονται το θέμα από διαφορετικές σκοπιές.

Η έρευνα αποτίμησης η οποία εστιάζει στη χρήση λογιστικών πληροφοριών για την εκτίμηση της μετοχικής αξίας αποτέλεσε κεντρικό ζήτημα της λογιστικής έρευνας τη δεκαετία του 90. Αυτή η βιβλιογραφία-έρευνα είχε επίδραση όχι μόνο στην ερευνητική ατζέντα των ακαδημαϊκών αλλά και στη καθημερινή απασχόληση των επαγγελματιών.

Ο Lee C. M. C. (1999) έκανε μια περίληψη της εξέλιξης της έρευνας αποτίμησης μέχρι το 1999. Κύριες ιδέες στις οποίες βασίζεται η αποτίμηση είναι αρχικά το ενδεχόμενο, το πιθανό. Πρόκειται για μια εκτίμηση της παρούσας αξίας αναμενόμενων πληρωμών στους μετόχους. Για πολλούς η αποτίμηση αποτελεί τέχνη παρά επιστήμη, καθώς ανάλογα με το μοντέλο και τις τεχνικές αποτίμησης υπάρχουν διαφορετικοί βαθμοί ακρίβειας, ενώ παράλληλα αποτελεί μια διεπιστημονική μελέτη.

Η λογιστική επιστήμη δεν είναι σχεδιασμένη να υπολογίζει άμεσα την αξία μιας εταιρείας αλλά παρέχει πληροφορίες που ενδέχεται να είναι χρήσιμες για κάποιον που θέλει να αποτιμήσει την αξία. Με άλλα λόγια υπάρχει η απαίτηση τα δημοσιοποιημένα λογιστικά στοιχεία να είναι χρήσιμα προς αυτό το σκοπό. Τα λογιστικά συστήματα είναι απαραίτητα για την αποτίμηση καθώς παρέχουν μια γλώσσα για προβλέψεις. Χάρη κυρίως στις αρχές περί αναγνώρισης εσόδων και συσχέτισης, τα κέρδη βάσει γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών είναι ένα αντικειμενικό μέτρο της εταιρικής απόδοσης. Επομένως οι οικονομικοί αναλυτές τυπικά εκφράζουν τις προβλέψεις τους σε όρους αναμενόμενων κερδών.

Μία ακόμη θεωρία για την αποτίμηση υποστηρίζει ότι η θεμελιώδης ανάλυση, η χρήση ήδη υπάρχουσας πληροφορίας, διευκολύνει την πρόβλεψη. Η θεμελιώδης ανάλυση δεν περιορίζεται στη μελέτη ιστορικών οικονομικών καταστάσεων αλλά περιλαμβάνει τη χρήση επιπρόσθετων πληροφοριών εκτός της εταιρείας.

Αξιοσημείωτη είναι η μελέτη των Nikolaos I. Karampinis και Dimosthenis L. Hevas (2009) οι οποίοι ασχολήθηκαν με τη συνεχή αντιπαράθεση σχετικά με την αποτελεσματικότητα υποχρεωτικών και υψηλής ποιότητας λογιστικών προτύπων σε δυσμενείς οικονομίες με ανεπαρκείς θεσμικές υποδομές. Η Ελλάδα αποτελεί μια τέτοια περίπτωση αναφορικά με την επιβολή Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και το επίκεντρο της έρευνάς τους. Η δυσμενής αυτή κατάσταση της χώρας οφείλεται στον προσανατολισμό στις τράπεζες, στη συγκεντρωμένη εταιρική ιδιοκτησία και στη κακή ποιότητα ρύθμισης και ελέγχου μεταξύ άλλων.

Η μελέτη τους πάνω στις πιθανές επιδράσεις της επιβολής ΔΠΧΠ στην αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων στην Ελλάδα, έδειξε ότι η εφαρμογή τους είχε μηδαμινή επίδραση στην αγοραία αποτίμηση των συγκεκριμένων λογιστικών πληροφοριών, δηλαδή υπάρχουν ελάχιστες διαφορές στην επεξηγηματική ικανότητά τους αναφορικά με την αξία των επιχειρήσεων.

Αντίστοιχη έρευνα έγινε και από τους Keryn Chalmers et al (2011), οι οποίοι ασχολήθηκαν με τη περίπτωση της Αυστραλίας αναφορικά με την υιοθέτηση ΔΠΧΠ. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1990-2007, τα κέρδη των εταιρειών της χώρας παρουσίαζαν μεγαλύτερη αξία αποτίμησης με την υιοθέτησή τους ενώ δεν παρατηρούνται σημαντικές διαφορές στα ίδια κεφάλαια, με την αύξηση στην εμμόνη των κερδών να εξηγεί εν μέρει την αλλαγή αυτή.

Τα εντός χώρας ευρήματα υποδεικνύουν ότι ακόμα και για χώρες που χαρακτηρίζονται από ισχυρή επενδυτική προστασία και υψηλής ποιότητας σύστημα οικονομικών γνωστοποιήσεων, η υιοθέτηση ΔΠΧΠ επιδρά στη σχέση λογιστικών πληροφοριών και αγοραίας αξίας.

Όσον αφορά τη Τουρκία, ο Sibel Kargin (2013) ερεύνησε την αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων για περιόδους πριν και μετά την υιοθέτηση ΔΠΧΠ για τουρκικές εισηγμένες εταιρείες από το 1998 έως το 2011, με τα αποτελέσματα να δείχνουν ότι η αγοραία αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων έχει βελτιωθεί για τη μετά ΔΠΧΠ περίοδο (2005-2011) ενώ δεν παρατηρείται βελτίωση για τα κέρδη.

Η αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών στη Τσεχία για τα έτη 1994-2001, αποτέλεσε το αντικείμενο μελέτης της Hellström K. (2006).

Πρώτος στόχος ήταν η εκτίμηση της αγοραίας αποτίμησης στη χώρα σε σχέση με τις λογιστικές πληροφορίες σε μια καλά αναπτυγμένη οικονομία. Δεύτερος να καταλήξει εάν η αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών έχει αυξηθεί κατά το πέρασμα του χρόνου στη Τσεχία, ως ένδειξη βελτιώσεων στο λογιστικό έλεγχο και στην άσκηση της λογιστικής. Για τη σύγκριση επιλέχθηκε ως πρότυπο η Σουηδία.

Τα αποτελέσματα δείχνουν χαμηλότερη αξία αποτίμησης στη Τσεχία σε σχέση με τη Σουηδία, αλλά βελτίωση της ποιότητας των λογιστικών πληροφοριών κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, που αποτελεί μετάβαση από συγκεντρωτική οικονομία σε οικονομία αγοράς. Η βελτίωση της ποιότητας των λογιστικών πληροφοριών έγινε σταδιακά με τη βελτίωση των λογιστικών προτύπων και του κανονιστικού πλαισίου, κάτι που έγινε σταδιακά λόγω της μετάβασης σε οικονομία αγοράς.

Οι Andrei Filip και Bernard Raffournier (2010), μελέτησαν την αγοραία αποτίμηση των κερδών στο χρηματιστήριο του Βουκουρεστίου, συμπεραίνοντας ότι η συσχέτιση μεταξύ λογιστικών κερδών και αποδόσεων μετοχών είναι συγκρίσιμη με τα επίπεδα που παρουσιάζονται σε έρευνες που πραγματοποιήθηκαν σε πιο αναπτυγμένες

αγορές, και ότι είναι υψηλότερη για χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί από μικρές εταιρείες.

Ο αποκλεισμός των ζημιών από την ανάλυση, αυξάνει την αγοραία αποτίμηση των κερδών, πράγμα που επιβεβαιώνει τη μεταβατική/προσωρινή φύση των αρνητικών κερδών. Αναφορικά με τα ευρήματα, αρχικά η ισχυρότητα της συσχέτισης μεταξύ λογιστικών δεδομένων και αγοραίων αποδόσεων εξαρτάται από το είδος των δεδομένων που χρησιμοποιούνται. Όταν δεν γίνεται καμία προσαρμογή, η συσχέτιση κερδών και αποδόσεων είναι σημαντικά μεγάλη. Μετά τον αποκλεισμό ακραίων παρατηρήσεων, η συσχέτιση είναι συγκρίσιμη με τα επίπεδα σε πιο αναπτυγμένες αγορές. Μετά από προσαρμογές για τον πληθωρισμό, η επεξηγηματική δύναμη των λογιστικών μεταβλητών μειώνεται αλλά παραμένει στα συνήθη επίπεδα.

Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μελέτες αγοραίας αποτίμησης δεν μπορούν να πραγματοποιηθούν σε ανερχόμενες αγορές χωρίς τη προσαρμογή γνωστών μεθοδολογιών στις ιδιαιτερότητές τους. Τέλος ένα ενδιαφέρον αποτέλεσμα της μελέτης είναι ο αρνητικός συντελεστής της μεταβολής των κερδών σε όλες σχεδόν τις παλινδρομήσεις, που υποδεικνύει ότι οι επενδυτές αντιδρούν αρνητικά σε αύξηση των κερδών και θετικά σε μείωση.

Η αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών στη Νορβηγία κατά τη διάρκεια των 40 χρόνων πριν την εμφάνιση των ΔΠΧΠ την περίοδο 1965-2004, ήταν το αντικείμενο της μελέτης των Oystein Gjerde et al (2011).

Στις περισσότερες μελέτες αγοραίας αποτίμησης, η αγοραία αποτίμηση των κερδών συνήθως εμφανίζεται να μειώνεται ενώ των ιδίων κεφαλαίων να αυξάνεται κατά το πέρασμα του χρόνου, κάτι που έχει ως αποτέλεσμα σταθερή συνολική αγοραία αποτίμηση. Στη Νορβηγία βρήκαν μη μείωση στην αγοραία αποτίμηση των κερδών, γεγονός αξιοπερίεργο.

Το εύρημα του βελτιωμένου ελέγχου στον τομέα των λογιστικών γνωστοποιήσεων κατά το πέρασμα του χρόνου, όπως φανερώνεται από τη μεγαλύτερη συνολική αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών λόγω ρυθμιστικών γεγονότων αλλά και σταδιακό ορισμό προτύπων, δημιουργεί το ερώτημα γιατί η αγοραία αποτίμηση των κερδών σε αυτή τη μελέτη φαίνεται να αυξάνεται. Το απέδωσαν στον προσανατολισμό των νορβηγικών λογιστικών αρχών στα κέρδη.

Οι Kee-Hong Bae και Seok Woo Jeong (2007), μελέτησαν την ποιότητα των δύο βασικών λογιστικών μέτρων όπως παρέχεται από εταιρείες που ανήκουν σε κορεάτικους επιχειρηματικούς ομίλους.

Βρήκαν ότι η αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικά χαμηλότερη για εταιρείες συνδεδεμένες με επιχειρηματικά γκρουπ και ότι η διασταυρούμενη ιδιοκτησία (cross-equity ownership) επηρεάζει αρνητικά την αγοραία αποτίμηση σε αντίθεση με τη ξένη ιδιοκτησία (foreign equity ownership).

Αναφορικά με τους ομίλους επιχειρήσεων, θεωρούν ότι αν και οι ιδιοκτήτες-μάνατζερ έχουν λίγα δικαιώματα στις χρηματοροές, έχουν μεγάλα δικαιώματα ελέγχου λόγω αμοιβαίων μετοχικών συμφωνιών μεταξύ εταιρειών-μελών. Αυτή η μεγάλη ανομοιότητα μεταξύ χρηματοροών και δικαιωμάτων ελέγχου, κάνει τους μάνατζερ να συμπεριφέρονται καιροσκοπικά και να παραποιούν λογιστικές καταστάσεις προς όφελός τους.

Η υψηλή προστασία των μετόχων αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα για τέτοιου είδους συμπεριφορές αναφορικά με τα δεδουλευμένα όπως δείχνει η μελέτη του Hung M. G. (2001), ο οποίος χρησιμοποίησε ένα δείγμα από βιομηχανικές εταιρείες 21 χωρών από το 91 μέχρι το 97 για να ανακαλύψει ότι η χρήση λογιστικής δεδουλευμένων επηρεάζει αρνητικά την αγοραία αποτίμηση των λογιστικών καταστάσεων σε χώρες με χαμηλή μετοχική προστασία κάτι που δεν ισχύει για χώρες με ισχυρή προστασία. Επομένως παρέχει καλύτερη ταύτιση εσόδων και εξόδων δίνοντας μεγαλύτερη αξία αποτίμησης στις λογιστικές πληροφορίες εφόσον φυσικά συνυπάρχει με τη μετοχική προστασία.

Οι Carol A. Marquardt και Christine I. Wiedman (2004), μελέτησαν εάν η καιροσκοπική διαχείριση των κερδών μειώνει την αξία αποτίμησης των λογιστικών πληροφοριών, όπως αυτή καθρεπτίζεται στις τιμές των μετοχών.

Χρησιμοποιήθηκε δείγμα εταιρειών για τις οποίες υπήρχε προοπτική καθώς και πραγματικά στοιχεία κακής διαχείρισης των κερδών. Αρχικά κατέγραψαν στοιχεία διαχείρισης κερδών τη χρονιά της δεύτερης προσφοράς μετοχών, όταν τα κίνητρα και η ευκαιρία για τη δημιουργία κέρδους είναι μεγαλύτερη.

Βρήκαν μειωμένη αγοραία αποτίμηση των κερδών τη χρονιά της δημόσιας προσφοράς για εταιρείες με πωλήσεις από μάνατζερς καθώς και ότι τα ίδια κεφάλαια έχουν μεγαλύτερη αξία αποτίμησης καθώς μειώνεται η αξία των κερδών.

Οι συνθήκες κάτω από τις οποίες τα δεδουλευμένα εκτιμάται ότι βελτιώνουν τη δυνατότητα των κερδών να υπολογίσουν την εταιρική απόδοση, μελετήθηκαν από τη Patricia M. Dechow (1994).

Η σημαντικότητα των δεδουλευμένων υποτίθεται ότι αυξάνεται όσο μικρότερο είναι το διάστημα μέτρησης της απόδοσης, όσο μεγαλύτερη η αστάθεια στις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης και στις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και όσο πιο μεγάλος είναι ο λειτουργικός κύκλος.

Η συγκεκριμένη μελέτη κάνει την υπόθεση ότι ένας ρόλος των δεδουλευμένων είναι η παροχή μέτρησης για τη βραχυπρόθεσμη απόδοση που αντικατοπτρίζει περισσότερο τις αναμενόμενες ταμειακές ροές απ'ότι οι πραγματοποιημένες ταμειακές ροές, και τα αποτελέσματα συμφωνούν με αυτή τη πρόβλεψη.

Αρχικά για μικρά διαστήματα μέτρησης της απόδοσης, τα κέρδη είναι πιο ισχυρά συσχετισμένα με τις αποδόσεις των μετοχών απ'ότι οι πραγματοποιημένες ταμειακές ροές. Κατά δεύτερον, τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αποδόσεις από τις

πραγματοποιημένες ταμειακές ροές σε επιχειρήσεις που βιώνουν μεγάλες αλλαγές στις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης και στις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Οι συνέπειες της εφαρμογής ΔΠΧΠ στην αγορά αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών μελετήθηκαν και για τη περίπτωση της Ισπανίας από τους Susana Callao et al (2007) οι οποίοι έδειξαν ότι η λογιστική αξία διαφέρει σημαντικά από την αγορά τόσο στα ΔΠΧΠ όσο και με τη χρήση των τοπικών λογιστικών προτύπων, με τη διαφορά να είναι μεγαλύτερη όταν εφαρμόζονται ΔΠΧΠ.

Οι Harris T. et al (1994), έκαναν σύγκριση της αγοράς αποτίμησης των λογιστικών μέτρων για αμερικάνικες και γερμανικές εταιρείες ίδιου κλάδου και μεγέθους, και εκτίμησαν την επεξηγηματική δύναμη των κερδών προσαρμοσμένων βάσει μιας φόρμουλας προτεινόμενης από αναλυτές. Οι γερμανικές εταιρείες βρίσκονταν στη μέση αντιπαράθεσης μεταξύ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, λόγω της επιμονής της επιτροπής ότι για την ύπαρξη μη αμερικάνικης εταιρείας σε αμερικάνικο χρηματιστήριο πρέπει τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια να συμφιλωθούν με τις αμερικάνικες λογιστικές αρχές. Σύμφωνα με το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, αυτή η απαίτηση τους φέρνει σε μειονεκτική θέση ως προς την ύπαρξη ξένων εταιρειών, καθώς ρυθμιστές πολλών άλλων χωρών επιτρέπουν κοινή αναγνώριση χωρίς επαναδιατύπωση.

Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι αντίθετα με την αντίληψη ότι τα λογιστικά δεδομένα είναι ανούσια για γερμανικές επιχειρήσεις, είναι σε σημαντικό βαθμό συνδεδεμένα με το επίπεδο των τιμών των μετοχών και τις αποδόσεις. Επιπρόσθετα, η επεξηγηματική δύναμη των κερδών είναι συγκρίσιμη μεταξύ Αμερικής και Γερμανίας όμως των ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικά χαμηλότερη στη Γερμανία, ενώ η επεξηγηματική δύναμη των λογιστικών δεδομένων αυξάνεται για ενοποιημένα στοιχεία.

Αναφορικά με το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι Ely K. και Waymire G. (1999), ανέφεραν στοιχεία για την αγορά αποτίμηση των κερδών για κοινές μετοχές του χρηματιστηρίου την περίοδο 1927-1993. Για κάθε χρονιά επέλεξαν ένα τυχαίο δείγμα 100 εισηγμένων εταιρειών και μέτρησαν το πόσο δυνατή είναι η σχέση κερδών και αποδόσεων μετοχών.

Τα εμπειρικά τους τεστ ερευνούν εάν η αξία αποτίμησης των κερδών είναι μεγαλύτερη έπειτα από την ύπαρξη του πρώτου σώματος ορισμού λογιστικών προτύπων το 1939, και τη μετέπειτα αναδιοργάνωση της διαδικασίας ορισμού προτύπων που οδήγησε στη δημιουργία του APB (Accounting Principles Board) το 59 και του FASB (Financial Accounting Standards Board) το 73.

Παλινδρομήσεις που έτρεξαν με εξαρτημένη μεταβλητή την τιμή και ανεξάρτητες τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια, έδειξαν ότι αναφορικά με τα κέρδη, η αγορά αποτίμηση δεν βελτιώνεται. Όμως η συνδυασμένη αγορά αποτίμηση δείχνει

βελτιωμένη για την περίοδο FASB (1974-1993) σε σχέση με την περίοδο APB (1960-1973).

Εταιρείες εκτός ΗΠΑ και εισηγμένες σε κύριο αμερικάνικο χρηματιστήριο, μπορούν να παρέχουν στους αμερικάνους μετόχους τους οικονομικές καταστάσεις προετοιμασμένες βάσει εγχώριων λογιστικών αρχών. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς απαιτεί αυτές οι εταιρείες να συμμορφώνουν τα δημοσιοποιημένα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια με τις αμερικάνικες λογιστικές αρχές, έχοντας με αυτό τον τρόπο ένα ακριβές μέτρο των διαφορών που δημιουργούνται από διαφορετικές λογιστικές πρακτικές. Με άλλα λόγια χρησιμοποιούνται οι συμμορφώσεις, για να εξακριβωθεί ποιές διαφορές στις λογιστικές μεθόδους έχουν αξία αποτίμησης και αν αυξάνουν την αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών.

Αυτό αποτέλεσε και το αντικείμενο μελέτης των Eli Amir et al (1993), με τα ευρήματα της έρευνάς τους να δείχνουν ότι οι συνολικές συμμορφώσεις τόσο των ιδίων κεφαλαίων όσο και των κερδών έχουν αξία αποτίμησης, και ότι τα μέτρα των αμερικάνικων λογιστικών αρχών έχουν μεγαλύτερη αξία αποτίμησης από τα συνολικά μέτρα του μίγματος μη αμερικάνικων λογιστικών συστημάτων.

Μια πιο γενική έρευνα σχετικά με την αξία των λογιστικών γνωστοποιήσεων έγινε από τους Omaira A. G. Hassan et al (2009). Συγκεκριμένα η μελέτη τους εξέτασε την αξία των εθελοντικών και υποχρεωτικών λογιστικών δημοσιοποιήσεων στην αγορά της Αιγύπτου, μια αγορά που εφαρμόζει ΔΛΠ με περιορισμένες κυρώσεις για μη συμμόρφωση, με την έλλειψη επιβολής να δημιουργεί τη δυνατότητα επιλογής για το επίπεδο υποχρεωτικών γνωστοποιήσεων.

Άλλες μελέτες που έχουν γίνει πάνω στις οικονομικές συνέπειες των γνωστοποιήσεων εστιάζουν κυρίως στις εθελοντικές γνωστοποιήσεις και έχουν πραγματοποιηθεί κατά κύριο λόγο σε αναπτυσσόμενες αγορές, όπως αυτή της Αμερικής, που χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη ισχυρών μηχανισμών επιβολής. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι εταιρείες τείνουν να συμμορφώνονται πλήρως με τις απαιτήσεις περί υποχρεωτικών γνωστοποιήσεων και παρέχουν επιπρόσθετη πληροφόρηση στο κοινό εθελοντικά.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ υποχρεωτικών γνωστοποιήσεων και εταιρικής αξίας. Η κύρια εξήγηση είναι ότι τα κόστη που σχετίζονται με αυτές τις γνωστοποιήσεις είναι σημαντικότερα από τα οφέλη ακόμα και όταν οι ποινές για μη συμμόρφωση ήταν ασήμαντες στην αιγυπτιακή αγορά. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης μια θετική σχέση μεταξύ εθελοντικών γνωστοποιήσεων και εταιρικής αξίας, με το εύρημα αυτό να συμφωνεί με τη παραδοσιακή άποψη ότι επιπρόσθετη πληροφόρηση προσθέτει αξία στις εταιρείες. Παρόλο που η σχέση δεν είναι στατιστικά σημαντική σε ξεχωριστή βάση, είναι από κοινού σημαντική με τις υποχρεωτικές γνωστοποιήσεις.

Πολλές μελέτες αγοραίας αποτίμησης αφορούν παλινδρομήσεις τωρινών τιμών μετοχών με βάση λογιστικές μεταβλητές, με σκοπό την εκτίμηση της σχέσης μεταξύ

λογιστικής πληροφόρησης και αυτών των μέτρων, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η αποτελεσματικότητα της αγοράς, βγάζοντας έτσι συμπεράσματα με δεδομένη την αποτελεσματικότητα. Όμως ένα πολύ σημαντικό ερώτημα αναφορικά με την εκτίμηση της αγοραίας αποτίμησης των λογιστικών μεταβλητών είναι εάν τα μέτρα της αγοραίας αποτίμησης επηρεάζονται σημαντικά από ανεπάρκειες της αγοράς.

Απάντηση σε αυτό επιχείρησαν να δώσουν οι David Aboody et al (2002) ακολουθώντας συγκεκριμένα βήματα. Πρώτον έκαναν μια αναλυτική εξέταση της επίδρασης των ανεπαρκειών στον υπολογισμό των συντελεστών στις παλινδρομήσεις για την αγοραία αποτίμηση και δημιούργησαν μια διαδικασία που διορθώνει πιθανές μεροληψίες που προκαλούνται από αυτές τις ανεπάρκειες. Η διαδικασία προσαρμόζει τωρινές τιμές για μελλοντικές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αλλαγές στη τιμή και αποδίδει εκτιμήσεις συντελεστών αγοραίας αποτίμησης που αποτυπώνουν τόσο τωρινές όσο και καθυστερημένες αντιδράσεις της αγοράς. Στη συνέχεια εφάρμοσαν αυτή τη διαδικασία στη μελέτη για την αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων και έκαναν σύγκριση των εκτιμήσεων συντελεστών που προέρχονται από συμβατικές παλινδρομήσεις αγοραίας αποτίμησης με αυτούς από παλινδρομήσεις που εφαρμόζουν τη διαδικασία προσαρμογής.

Υπάρχουν εμπειρικά δεδομένα που υποδεικνύουν ότι η αγορά μπορεί να μην είναι αποτελεσματική στην επεξεργασία της δημόσιας πληροφόρησης με αυτό να έχει ως αποτέλεσμα, η επίδραση της πληροφόρησης που βρίσκεται στις λογιστικές μεταβλητές, πιθανότατα να εμφανιστεί σε μελλοντικές παρά τωρινές τιμές. Αναφερόμαστε στην αγοραία αποτίμηση ως την αντιστοίχιση της λογιστικής πληροφόρησης με την εγγενή αξία, δηλαδή την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων δεδομένης της διαθέσιμης πληροφόρησης. Η αγορά θεωρείται αναποτελεσματική αν η τιμή της μετοχής μετρά την εγγενή αξία λανθασμένα. Εν τέλει υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις ότι τα συμβατικά μοντέλα παλινδρόμησης αγοραίας αποτίμησης δεν εξηγούν τις επιδράσεις στη τιμή των πληροφοριών που περιλαμβάνονται στις λογιστικές μεταβλητές που έρχονται στη επιφάνεια στο μέλλον.

Δεν γίνεται να παραβλέψουμε επίσης την επίδραση ειδικών για κάθε χώρα παραγόντων στην αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών, κάτι με το οποίο ασχολήθηκαν οι Ali A. και Hwang L. (2000). Χρησιμοποιώντας δεδομένα από κατασκευαστικές εταιρείες για 16 χώρες για τη περίοδο 1986-1995, μελέτησαν τη σχέση μεταξύ μέτρων αγοραίας αποτίμησης λογιστικών δεδομένων και τέτοιων παραγόντων.

Διαπίστωσαν ότι η αγοραία αποτίμηση υστερεί σε χώρες με οικονομικά συστήματα προσανατολισμένα στις τράπεζες σε σύγκριση με αυτές που υπάρχει προσανατολισμός στην αγορά. Στη πρώτη περίπτωση ένας μικρός αριθμός τραπεζών παρέχει τη πλειονότητα του απαιτούμενου κεφαλαίου, ενώ στη δεύτερη ένας μεγάλος αριθμός διαφορετικών επενδυτών παρέχει χρηματοδότηση. Τα ευρήματα αυτά συμφωνούν με τη μικρότερη ζήτηση για έκδοση σχετικών με αποτίμηση (value

relevant) οικονομικών εκθέσεων σε προσανατολισμένα σε τράπεζες συστήματα, καθώς σε αυτά οι τράπεζες έχουν άμεση πρόσβαση σε πληροφορίες εταιρειών. Στα λεγόμενα market-oriented συστήματα έχουμε πολλούς διαφορετικούς επενδυτές χωρίς άμεση πρόσβαση σε εταιρική πληροφόρηση επομένως βασίζονται σε λογιστικές και χρηματοοικονομικές δημοσιοποιήσεις για την αποτίμηση χρεογράφων, αναμένοντας άρα μεγαλύτερη αξία αποτίμησης από αυτές.

Επιπροσθέτως η αγοραία αποτίμηση πλήττεται σε χώρες όπου ο ιδιωτικός τομέας δεν συμμετέχει στη διαδικασία ορισμού των προτύπων/προδιαγραφών, γεγονός που συμφωνεί με την υπόθεση ότι η κυβέρνηση ορίζει οικονομικούς κανόνες των οποίων κύριος σκοπός είναι η ικανοποίηση ρυθμιστικών αναγκών όπως ο υπολογισμός εισερχόμενων φόρων. Εκεί που οι λογιστικές πρακτικές καθορίζονται κυρίως από λογιστές, ο στόχος είναι πολύ πιθανό να είναι η ενσωμάτωση ανερχόμενων λογιστικών ιδεών στην ήδη υπάρχουσα δομή προτύπων. Σε αυτά τα καθεστώτα, οι ρυθμιστικές απαιτήσεις είναι λιγότερο πιθανό να καθορίσουν λογιστικές και χρηματοοικονομικές πρακτικές και πιο πιθανό να αντιμετωπίσουν τις ανάγκες των παρόχων κεφαλαίου. Επομένως είναι αναμενόμενο οι οικονομικές εκθέσεις σε χώρες με καθορισμό προτύπων από σώματα του ιδιωτικού τομέα να έχουν μεγαλύτερη αξία αποτίμησης.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης το γεγονός ότι η αγοραία αποτίμηση επηρεάζεται αρνητικά όταν οι φορολογικοί κανόνες επηρεάζουν σημαντικά τις λογιστικές και χρηματοοικονομικές μετρήσεις. Η επιβολή φορολογικής δήλωσης αποτελεί κίνητρο για μείωση της φορολογίας μέσω της συστηματικής δήλωσης χαμηλότερων κερδών, με αποτέλεσμα την υπονόμευση της αγοραίας αποτίμησης των λογιστικών πληροφοριών. Παράλληλα παρατηρείται βελτιωμένη αγοραία αποτίμηση όταν αυξάνονται τα έξοδα για εξωτερικές ελεγκτικές υπηρεσίες.

Από ανάλογη σκοπιά μελετήθηκε το θέμα από τους Arce M. και Mora A. (2002), με κύριο σκοπό της έρευνάς τους τη διερεύνηση της αγοραίας αποτίμησης των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων κάτω από συγκεκριμένα λογιστικά συστήματα στην Ευρώπη. Θέλησαν να συμπεράνουν αν τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια εκφράζουν διαφορετική πληροφόρηση ως προς την αποτίμηση της εταιρείας, μελετώντας ένα δείγμα αποτελούμενο από εταιρείες 8 ευρωπαϊκών χωρών (Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Ελβετία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο).

Τα ευρήματα έδειξαν σημαντικές διαφορές στην αγοραία αποτίμηση λογιστικών δεδομένων που δεν εξηγούνται από τη σύνθεση του δείγματος ή μακροοικονομικούς παράγοντες, αλλά κυρίως από διαφορές στις φιλοσοφίες περί οικονομικών γνωστοποιήσεων.

Χώρες με δομή χρηματοδότησης που βασίζεται κυρίως στο τραπεζικό σύστημα, χαρακτηρίζονται από μεγάλη φορολογική επιρροή στο λογιστικό τομέα, άρα από τη παρουσία κυβερνητικών σωμάτων παρά επαγγελματικών κανονιστικών φορέων. Αντιθέτως χώρες με σύστημα βασισμένο στο κοινό δίκαιο και με καλά εξελιγμένη

κεφαλαιαγορά, βγάζουν λογιστικούς κανόνες ξεχωριστά από φορολογικούς κάτω από την επίβλεψη/έγκριση επαγγελματικών φορέων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη αιχμαλωτίζουν καλύτερα την εταιρική αξία από τα ίδια κεφάλαια σε προσανατολισμένες στην αγορά χώρες και αντίθετα σε προσανατολισμένες στους πιστωτές. Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι για τις ευρωπαϊκές χώρες υπό μελέτη, η ύπαρξη διαφορετικών λογιστικών συστημάτων επηρεάζει την αγοραία αποτίμηση της λογιστικής πληροφόρησης, κάτι που υπονοεί ότι τα ρυθμιστικά όργανα πρέπει να φτάσουν σε συμφωνία ώστε να επιτευχθεί ένας βαθμός εναρμόνισης που αυξάνει τη συγκρισιμότητα.

Αξία αναφοράς είναι και η μελέτη των Barth M. et al (1998) η οποία ελέγχει συγκεκριμένες προβλέψεις σχετικά με την αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων με δεδομένο ότι ο χαρακτηριστικός ρόλος του ισολογισμού είναι η παροχή πληροφόρησης περί ρευστοποίησης για τη διευκόλυνση αποφάσεων δανεισμού και τη παρακολούθηση χρεωστικών συμβολαίων.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από εταιρείες που εν τέλει κύρηξαν πτώχευση, βρήκαν ότι τα 5 χρόνια πριν τη κύρηξη πτώχευσης, η επεξηγηματική ικανότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε ενώ των κερδών μειώθηκε. Στη συνέχεια χρησιμοποιώντας ένα μεγαλύτερο δείγμα από εταιρείες με ποικιλία αναφορικά με την οικονομική κατάσταση, βρήκαν ότι η επεξηγηματική ικανότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη για εταιρείες σε χειρότερη οικονομική κατάσταση και αντιστρόφως για την επεξηγηματική ικανότητα των κερδών. Παρουσιάζονται επίσης στοιχεία που υποστηρίζουν την ύπαρξη σημαντικών διαφορών στην επεξηγηματική ικανότητα των δύο παραπάνω στοιχείων ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται κάθε εταιρεία. Ενδεικτικά στις φαρμακευτικές παρατηρείται μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα των κερδών σε σχέση με εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η μελέτη για τις συστηματικές αλλαγές στην αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων κατά το πέρασμα του χρόνου, αντικείμενο της έρευνας των Collins D. W. et al (1997), οι οποίοι ανέφεραν δύο βασικά ευρήματα.

Αρχικά αντίθετα με ισχυρισμούς στην επαγγελματική βιβλιογραφία, η συνδυασμένη αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων δεν έχει μειωθεί κατά τη διάρκεια των τελευταίων 40 ετών αλλά φαίνεται να έχει αυξηθεί οριακά. Κατά δεύτερον, ενώ έχει επηρεαστεί αρνητικά η αγοραία αποτίμηση των κερδών, έχει αντικατασταθεί από βελτίωση στην αγοραία αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων. Αυτή η μετάβαση μπορεί να εξηγηθεί από την αυξανόμενη συχνότητα αρνητικών κερδών και αλλαγές στο μέσο μέγεθος των εταιρειών.

Μία ακόμα διαχρονική μελέτη αναφορικά με την αγοραία αποτίμηση των οικονομικών καταστάσεων είναι αυτή των Francis J. και Schipper K. (1999) οι οποίοι

αναφέρθηκαν στην ανησυχία ότι οι οικονομικές καταστάσεις έχουν χάσει πλέον ένα σημαντικό κομμάτι αξίας για τους επενδυτές. Αυτή η ανησυχία και η επίδρασή της για τους λογιστές, αυτούς που ορίζουν πρότυπα, τους εκπαιδευτές και τους ελεγκτές, έχει οδηγήσει σε αύξηση των ερευνών των οποίων κοινός στόχος είναι η βελτίωση των οικονομικών εκθέσεων μέσω της αλλαγής του υπάρχοντος μοντέλου δημοσιοποιήσεων.

Σκοπός της συγκεκριμένης έρευνας ήταν ο έλεγχος και η συζήτηση των εμπειρικών επιπτώσεων του ισχυρισμού ότι οι οικονομικές καταστάσεις έχουν χάσει την αξία αποτίμησής τους κατά το πέρασμα του χρόνου και κυρίως κατά τη περίοδο 1952-1994. Έφτασαν και αυτοί στο συμπέρασμα ότι η επεξηγηματική δύναμη των κερδών ως προς την αγοραία αποτίμηση έχει μειωθεί, σε αντίθεση με την επεξηγηματική ικανότητα των ιδίων κεφαλαίων. Λόγω του γεγονότος ότι ο ισχυρισμός περί μειωμένης αξίας αποτίμησης είναι συχνά έτσι διατυπωμένος ώστε να υπονοεί μεγαλύτερη μείωση για μετοχές υψηλής τεχνολογίας, διαπίστωσαν μέσω ελέγχων ότι αυτό δεν ισχύει, ότι δηλαδή οι εταιρείες υψηλής τεχνολογίας δεν έχουν επηρεαστεί από μεγαλύτερη μείωση.

Εκτίμηση της χρησιμότητας των κερδών για τους επενδυτές με βάση τη διαθέσιμη έρευνα πάνω στη σχέση αποδόσεων και κερδών και η χρήση αυτής της εκτίμησης για την επανεξέταση της ατζέντας της λογιστικής έρευνας σε αυτό το τομέα πραγματοποιήθηκε από τον Lev B. (1989).

Τα συμπεράσματα της έρευνας δείχνουν ότι ενώ τα κέρδη χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές, η χρησιμότητά τους είναι αρκετά περιορισμένη, κάτι που αντικατοπτρίζεται στην αδύναμη σχέση μεταξύ αποδόσεων και κερδών. Σε αυτό οφείλονται μεθοδολογικές ανεπάρκειες της έρευνας αποδόσεων-κερδών και οι μη ορθολογικοί επενδυτές ανάμεσα σε άλλα.

Η συγκεκριμένη μελέτη εστίασε και σε μια τρίτη εξήγηση αυτής της ασθενούς συσχέτισης που είναι η χαμηλή ποιότητα πληροφόρησης των δημοσιοποιημένων κερδών και άλλων οικονομικών μεταβλητών. Αυτή η χαμηλή ποιότητα οφείλεται στη μεροληψία των λογιστικών αρχών και σε κάποιες περιπτώσεις στη χειραγώγηση των δημοσιοποιημένων δεδομένων από τους μάνατζερς.

Πρέπει επομένως η έρευνα να εστιάσει στην κατανόηση της χρήσης χρηματοοικονομικών πληροφοριών από τους επενδυτές, δηλαδή στη διερεύνηση της διαδικασίας της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και στην κάλυψη του κενού στα οικονομικά μοντέλα, αφού υποθέτουν μια σχέση μεταξύ γενικών οικονομικών μεταβλητών και αγοραίων αξιών αφήνοντας αδιευκρίνιστη τη φύση των μεταβλητών.

Αντίστοιχη μελέτη έκανε πάλι ο Lev B. μαζί με τον Zarowin P. (1999), καταγράφοντας μια συστηματική μείωση στη χρησιμότητα των οικονομικών πληροφοριών κατά τη διάρκεια 20 ετών η οποία εκδηλώθηκε μέσω της μειωμένης σχέσης μεταξύ αγοραίων αξιών και βασικών οικονομικών μεταβλητών.

Απέδωσαν τη μείωση αυτή στην αδυναμία του συστήματος γνωστοποιήσεων να αντικατοπτρίσει επαρκώς την επίδραση των αλλαγών στις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Με άλλα λόγια η λογιστική μεταχείριση των αλλαγών αυτών δεν είναι επαρκής.

Οι μεγάλες επενδύσεις που κατά κύριο λόγο παρακινούν τις αλλαγές, εξοδοποιούνται άμεσα, ενώ τα οφέλη των αλλαγών καταγράφονται αργότερα και δεν αντιστοιχίζονται με τις προηγουμένως εξοδοποιημένες επενδύσεις. Συνεπώς η θεμελιώδης λογιστική διαδικασία της περιοδικής ταύτισης εξόδων και εσόδων είναι παραμορφωμένη και επηρεάζει αρνητικά την επεξηγηματική ικανότητα των οικονομικών πληροφοριών.

Οι Norman Strong και Martin Walker (1993), παρουσίασαν μια μελέτη σύμφωνα με την οποία μπορεί να επιτευχθεί σημαντικά βελτιωμένη στατιστική επίδοση αναφορικά με την έρευνα αποδόσεων-κερδών, χρησιμοποιώντας μια πιο γενική προδιαγραφή της σχέσης κερδών-αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα της μελέτης υποδεικνύουν ότι επιτυγχάνεται πράγματι σημαντική βελτίωση στη στατιστική επίδοση των μοντέλων κερδών-αποδόσεων, επιτρέποντας διαστρωματική και διαχρονική τροποποίηση στις παραμέτρους της παλινδρόμησης, περιλαμβάνοντας μια μεταβλητή απόδοσης των κερδών και με τον επιμερισμό των περιλαμβανομένων κερδών σε κανονικά, ειδικά και ασυνήθιστα.

Οι Peter D. Easton et al (1992) εστίασαν στη σχέση μεταξύ αγοραίων αποδόσεων και λογιστικών κερδών με έμφαση στην ισχυροποιημένη σχέση καθώς η χρονική περίοδος υπολογισμού αποδόσεων και κερδών αυξάνεται.

Η εμπειρική ανάλυση βασίζεται σε δύο χαρακτηριστικά της λογιστικής διαδικασίας που έχουν λάβει ελάχιστη προσοχή στη βιβλιογραφία, το άθροισμα των κερδών κατά το πέρασμα του χρόνου και το γεγονός ότι σφάλματα στα αθροιστικά κέρδη είναι πολύ πιθανό να γίνουν λιγότερο σημαντικά για μεγαλύτερες περιόδους συγκέντρωσης.

Η χρήση αυτών των δύο ιδεών στην ανάλυση της σχέσης κερδών-αποδόσεων δείχνει ότι τα αθροιστικά κέρδη είναι μια φυσική επεξηγηματική μεταβλητή των αποδόσεων. Εν τέλει η έρευνα έδειξε ότι η συσχέτιση κερδών-αποδόσεων βελτιώνεται με αύξηση στο διάστημα αποδόσεων και ότι για μια περίοδο δέκα χρόνων, οι περισσότερες αποδόσεις μπορούν να εξηγηθούν. Η ιδέα της αυξημένης συσχέτισης καθώς αυξάνεται η χρονική περίοδος, προκύπτει από την εφαρμογή κάποιων λογιστικών ιδεών. Αυτό είναι η συνάθροιση των κερδών κατά περιόδους ώστε τα κέρδη να αντικατοπτρίζουν τα σχετικά με την αποτίμηση γεγονότα και την επίδρασή τους στη μεταβολή της αξίας κατά τη διάρκεια μεγαλύτερων περιόδων.

Εμπειρική έρευνα σχετικά με το κατά πόσο οι επενδυτές κοινών μετοχών χρησιμοποιούν τα κέρδη για την απόκτηση σημαντικών πληροφοριών, έγινε από τον Beaver W. (1968). Η μελέτη εστιάζει στις αντιδράσεις των επενδυτών στις

ανακοινώσεις κερδών, όπως αυτές αντικατοπτρίζονται στις μεταβολές των τιμών των κοινών μετοχών, στις εβδομάδες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Έχουν αναφερθεί συγκεκριμένοι λόγοι για τους οποίους τα κέρδη δεν έχουν πληροφοριακή αξία, όπως μεγάλα υπολογιστικά λάθη, καθώς και η ύπαρξη άλλων λογιστικών μέτρων τα οποία παρέχουν την ίδια πληροφόρηση αλλά πιο έγκαιρα. Σύμφωνα με το τελευταίο επιχείρημα, μέχρι την ανακοίνωση των ετήσιων κερδών, κάθε πιθανή πληροφορία έχει ήδη επεξεργαστεί από τους επενδυτές και έχει κλειδώσει στη τιμή.

Οι δραματικές αλλαγές στις τιμές, υποδεικνύουν ότι οι επενδυτές κοιτάνε απευθείας τα δημοσιοποιημένα κέρδη και δεν καταφεύγουν στη χρήση άλλων μεταβλητών προς αποκλεισμό τους. Σημαντικό εύρημα αποτελεί και το γεγονός ότι ανακοινώσεις πριν τη δημοσιοποίηση των κερδών, δεν καλύπτουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών.

Η έρευνα των Bernard V. και Thomas J. (1989), προσπάθησε να διαχωρήσει τις αντικρουόμενες εξηγήσεις για την τάση των αποδόσεων μετά τη δημοσιοποίηση των κερδών, καταλήγοντας εν τέλει στο συμπέρασμα ότι πολλά από τα ευρήματα συνάδουν με αργοπορημένη αντίδραση των τιμών.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες εξηγήσεων με την πρώτη να προτείνει ότι τουλάχιστον ένα κομμάτι της αντίδρασης της τιμής στη νέα πληροφόρηση έχει καθυστέρηση. Αυτή η καθυστέρηση μπορεί να υπάρξει είτε επειδή οι επενδυτές αποτυγχάνουν να απορροφήσουν τη διαθέσιμη πληροφόρηση, είτε επειδή συγκεκριμένα κόστη ξεπερνούν τα οφέλη της άμεσης εκμετάλλευσης της πληροφορίας για ένα σημαντικό μεγάλο αριθμό traders.

Η δεύτερη κατηγορία υποθέτει ότι επειδή το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό ασυνήθιστων αποδόσεων είναι ελλιπές, οι ερευνητές αποτυγχάνουν να προσαρμόσουν καθαρές αποδόσεις πλήρως για τον κίνδυνο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι ασυνήθιστες αποδόσεις να μην είναι τίποτα παραπάνω από μια δίκαιη αντιστάθμιση/αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνου που έχει τιμολογηθεί αλλά δεν έχει αποτυπωθεί από το υπόδειγμα.

Ένα θέμα το οποίο έχει οδηγήσει στο σχηματισμό αντίθετων απόψεων είναι αυτό της συνεισφοράς της βιβλιογραφίας της αγοραίας αποτίμησης στον ορισμό των λογιστικών προτύπων και οι Holthausen R. και Watts R. (2001) έβγαλαν τα δικά τους συμπεράσματα εκτιμώντας συγκεκριμένα αποτελέσματα της έρευνάς τους.

Κατά τη γνώμη τους παρά το μέγεθος της βιβλιογραφίας, η συνεισφορά της είναι μικρή. Ο κύριος λόγος γι' αυτό είναι ότι η βιβλιογραφία δεν προσπαθεί να αναπτύξει μια αναλυτική θεωρία της λογιστικής και του ορισμού προτύπων. Χωρίς τέτοια θεωρία δεν υπάρχει διαβεβαίωση ότι τα συμπεράσματά της είναι έγκυρα. Ακόμα και αν οι μετρήσεις στη βιβλιογραφία της αγοραίας αποτίμησης μας ενημερώνουν αποτελεσματικά για το ρόλο της λογιστικής στη παροχή βοήθειας για την αποτίμηση

των ιδίων κεφαλαίων, αδιαφορούν για άλλες δυνάμεις που καθορίζουν λογιστικά πρότυπα και πρακτικές. Στο βαθμό επομένως που αυτές οι πρακτικές και πρότυπα καθορίζονται από άλλες δυνάμεις, όχι εντελώς σχετικές με το ρόλο της αποτίμησης, η βιβλιογραφία χάνει σημαντικές ιδιότητες της λογιστικής, καθώς χρησιμοποιεί ελέγχους αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων μόνο.

Οι Barth M. et al (2001) παρουσίασαν μια άλλη γνώμη αναφορικά με τη σχέση της αγοραίας αποτίμησης των λογιστικών πληροφοριών με τον ορισμό λογιστικών προτύπων. Το κύριο συμπέρασμά τους ήταν ότι η βιβλιογραφία παρέχει ουσιώδη διορατικότητα για τον ορισμό προτύπων και ότι η έρευνα σχετικά με την αγοραία αποτίμηση απαντά σε σημαντικές ερωτήσεις των υπεύθυνων καθορισμού αυτών, καθώς είναι σχεδιασμένη να αξιολογεί εάν συγκεκριμένα λογιστικά ποσά αντικατοπτρίζουν πληροφορίες που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές στη διαδικασία αποτίμησης των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας και όχι να εκτιμήσει την αξία της.

Μια μεγάλη ενδιαφέροντος μελέτη πραγματοποιήθηκε από τους Amir E. και Lev B. (1996), οι οποίοι ερεύνησαν την αξία αποτίμησης οικονομικών και μη πληροφοριών ανεξάρτητων εταιρειών κινητής τηλεφωνίας, για να βρουν ότι οι οικονομικές πληροφορίες όπως κέρδη και ίδια κεφάλαια έχουν κατά κύριο λόγο μηδαμινή σχέση με την αποτίμηση χρεογράφων. Αντίθετα, μη οικονομικοί δείκτες, έχουν μεγάλη αξία αποτίμησης

Υποστηρίζεται ότι η αξία οικονομικών πληροφοριών σε συνεχώς μεταβαλλόμενους και τεχνολογικούς κλάδους είναι μικρή για τους επενδυτές καθώς οι εταιρείες αυτές επενδύουν κατά κύριο λόγο σε άυλα περιουσιακά στοιχεία και αυτές οι επενδύσεις είτε εξοδοποιούνται άμεσα σε οικονομικές εκθέσεις είτε αποσβένονται. Επομένως, ενώ δημιουργούνται σημαντικές αγοραίες αξίες μέσω παραγωγικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων, σημαντικές οικονομικές μεταβλητές όπως κέρδη και ίδια κεφάλαια φαίνεται να είναι ασυσχέτιστες με αγοραίες αξίες. Τα ευρήματα της έρευνας όμως δείχνουν ότι οι οικονομικές πληροφορίες συνδυασμένες με μη οικονομικές και έπειτα από προσαρμογές για την εξοδοποίηση άυλων συνδράμουν εν μέρει στην εξήγηση των τιμών. Συγκεκριμένα, συνδυασμένα με μη οικονομικές πληροφορίες, τα κέρδη συνδράμουν στην επεξηγήσή τους. Αυτή η συμπληρωματικότητα οικονομικών και μη μεταβλητών υπογραμμίζεται στη συγκεκριμένη μελέτη.

Οι Philippe Jorion και Eli Talmor (2001) ασχολήθηκαν με το ρόλο των κοινών οικονομικών καταστάσεων και μέτρων διαδικτυακής κίνησης για διαδικτυακές εταιρείες.

Έρευνες έχουν αναφέρει ότι τα μέτρα διαδικτυακής χρήσης έχουν υψηλή αξία αποτίμησης και προσφέρουν ισχυρότερη επεξηγηματική δύναμη από παραδοσιακές οικονομικές πληροφορίες για την αγοραία αποτίμηση. Ο κλάδος του διαδικτύου αποτελεί ένα φυσικό εργαστήριο για ένα ελεγχόμενο πείραμα, καθώς ήρθε στην

επιφάνεια ξαφνικά και ξεχωριστά από ήδη υπάρχουσες εταιρείες, παρέχοντας έτσι μια σχετική διχοτόμηση από άλλες πηγές εισοδήματος.

Το κύριο εύρημα της μελέτης τους ήταν ότι ενώ αρχικά τα μη οικονομικά δεδομένα που αφορούν τη διαδικτυακή κίνηση έχουν υψηλότερη αξία για την αποτίμηση από τα παραδοσιακά οικονομικά στοιχεία, στη συνέχεια αυτή η σχέση μεταβάλλεται όσο ο κλάδος ωριμάζει, με τα παραδοσιακά μέτρα να μεγαλώνουν σε αξία ενώ τα μη οικονομικά να έχουν μια ξεκάθαρη αρνητική τάση με το πέρασμα του χρόνου.

Οι Richard A. Riley Jr et al (2003), ερεύνησαν την αξία αποτίμησης μη οικονομικών μεταβλητών επίδοσης, παραδοσιακών οικονομικών μεταβλητών και άλλων πληροφοριών οικονομικών καταστάσεων στον αεροπορικό κλάδο.

Συγκεκριμένα, μέτρησαν την αξία αποτίμησης μη οικονομικών μεταβλητών επίδοσης για επτά από τις μεγαλύτερες αεροπορικές εταιρείες την περίοδο 1988-1999 και βρήκαν θετική και αρνητική συσχέτιση διάφορων μη οικονομικών μέτρων με τις αποδόσεις των μετοχών. Τρανταχτό παράδειγμα αποτελεί η δυσαρέσκεια των καταναλωτών, που σχετίζεται αρνητικά. Τα λογιστικά κέρδη σχετίζονται επίσης με τις αποδόσεις σε αντίθεση με το κλάδο κινητής τηλεπικοινωνίας, όμως παρατηρήθηκε ότι όταν ένα μοντέλο περιλαμβάνει τόσο μη οικονομικές όσο και οικονομικές μεταβλητές, τα μη οικονομικά μέτρα επίδοσης παρέχουν αυξημένη επεξηγηματική δύναμη.

Οι Alford A. et al (1993), έκαναν σύγκριση του πληροφοριακού περιεχομένου και της εγκαιρότητας (timeliness) των λογιστικών κερδών μεταξύ 17 χωρών, χρησιμοποιώντας την Αμερική ως πρότυπο. Η έρευνά τους παρέχει στοιχεία σχετικά με το αν διαφορές στις κεφαλαιαγορές όπως πρακτικές δημοσιοποίησης και λογιστικά πρότυπα, οδηγούν σε σημαντικές διαφορές αναφορικά με τη χρησιμότητα των λογιστικών κερδών. Εν τέλει, βρήκαν διαφορές στην εγκαιρότητα και την αξία αποτίμησης ανάλογα με τις λογιστικές αρχές των χωρών.

Με την αρχή της συντηρητικότητας και την ασυμμετρία της εγκαιρότητας των κερδών, ασχολήθηκε και ο Basu S. (1997), ο οποίος ερμήνευσε τη συντηρητικότητα ως κάτι που έχει ως αποτέλεσμα τα κέρδη να αντικατοπτρίζουν τα άσχημα νέα πιο γρήγορα από τα καλά. Είναι με άλλα λόγια η τάση των λογιστών να απαιτούν μεγαλύτερο βαθμό επιβεβαίωσης στην αναγνώριση καλών νέων απ'ότι κακών στις οικονομικές καταστάσεις.

Αυτή η ερμηνεία υπονοεί συστηματικές διαφορές μεταξύ περιόδων καλών και άσχημων νέων στην εγκαιρότητα και εμμογή των κερδών και συγκεκριμένα ότι τα κέρδη είναι πιο ευαίσθητα σε αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις παρά θετικές. Με βάση τις αποδόσεις των μετοχών για την εκτίμηση των νέων, η ευαισθησία των κερδών σε αρνητικές αποδόσεις είναι διπλάσια με εξαπλάσια αυτής σε θετικές αποδόσεις.

Με τη σχετική επεξηγηματική δύναμη επιλεγμένων μέτρων που δεν αφορούν τα κέρδη, αναφορικά με τις ετήσιες αποδόσεις, τα οποία υποστηρίζεται ότι είναι ανώτερα στην αποτίμηση, ασχολήθηκαν οι Jennifer Francis et al (2003).

Βρήκαν ότι τα κέρδη ξεπερνάνε τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, καθώς και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων αναφορικά με την εξήγηση των αποδόσεων χρεογράφων σε επιχειρησιακούς κλάδους που τα κέρδη είναι το μέτρο προτίμησης. Αντιθέτως, σε κλάδους που προτιμούνται τα τελευταία δύο μέτρα, δεν βρέθηκε ότι ξεπερνάνε τα κέρδη στην εξήγηση των αποδόσεων των μετοχών αλλά το αντίθετο.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να διευκρινήσουμε ότι οι περισσότερες μελέτες αγοραίας αποτίμησης, χρησιμοποιούν το συντελεστή προσδιορισμού R^2 από παλινδρομήσεις τιμών μετοχών με ανεξάρτητες μεταβλητές τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια. Διαστρωματικές ή διαχρονικές διαφορές στο R^2 , χρησιμοποιούνται για να εξηγήσουν αλλαγές στην αγοραία αποτίμηση των λογιστικών πληροφοριών κατά το πέρασμα του χρόνου ή για να εξηγήσουν διαφορές στην αγοραία αποτίμηση διαφορετικών λογιστικών καθεστώτων.

Οι Brown S. et al (1999), έκαναν μια έρευνα για να αναλύσουν εάν το R^2 πράγματι αιχμαλωτίζει την ενστικτώδη αντίληψη της αγοραίας αποτίμησης. Σύμφωνα με την ανάλυσή τους, το R^2 είναι ένα μεροληπτικό στατιστικό στοιχείο λόγω της ύπαρξης και της επίδρασης της κλίμακας. Αυτή η μεροληψία αφορά το συντελεστή μεταβλητότητας του παράγοντα της κλίμακας. Με άλλα λόγια έδειξαν ότι τα ευρήματα αυξανόμενης αγοραίας αποτίμησης διαφόρων ερευνών, οφείλονται σε αυξήσεις στο συντελεστή μεταβλητότητας της κλίμακας κατά το πέρασμα του χρόνου.

Κλείνοντας, η εξέταση της σχέσης της αγοραίας αποτίμησης των λογιστικών πληροφοριών με τη μη βασισμένη σε πληροφόρηση επενδυτική δραστηριότητα (non-information-based trading activity), ήταν το επίκεντρο της έρευνας των Alex Dontoh et al (2004).

Εξετάστηκε εμπειρικά η θεωρητική πρόβλεψη ότι η μειωμένη αγοραία αποτίμηση μπορεί να οφείλεται στην αύξηση αυτού του είδους επενδυτικής δραστηριότητας, με τη λογική πίσω από αυτή τη θεωρητική πρόβλεψη να βασίζεται στην παρατήρηση ότι η *non-information-based trading activity* απομακρύνει τις τιμές από τη θεμελιώδη αξία, ότι εισάγει δηλαδή “παράσιτα” στις τιμές των μετοχών και επομένως μειώνει την παρατηρούμενη συσχέτιση μεταξύ τιμών και λογιστικών πληροφοριών.

Η έρευνα είχε ως αποτέλεσμα υποστήριξη αυτής της θεωρητικής πρόβλεψης που υποδηλώνει ότι η μείωση της αγοραίας αποτίμησης ενδέχεται να μην είναι τόσο μεγάλη όσο δείχνει η σχέση.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

Με βάση τη βιβλιογραφία που αναλύθηκε παραπάνω, η οποία περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό χωρών, πάνω στις οποίες έγινε μελέτη για την αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων, αποφασίσαμε και εμείς με τη σειρά μας να εξετάσουμε το θέμα σε δύο χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συγκεκριμένα πήραμε ένα δείγμα από non-financial εταιρείες για τη περίπτωση των χωρών της Ολλανδίας και Ιταλίας, για να διαπιστώσουμε κατά πόσο τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια μπορούν να εξηγήσουν τη τιμή της μετοχής. Για κάθε χώρα επιλέξαμε δύο έτη και συγκεκριμένα τα έτη 2009 και 2014. Τα στοιχεία αφορούν ενοποιημένες καταστάσεις και το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για την εμπειρική μελέτη είναι το παρακάτω μοντέλο τιμής:

$$P_{it} = a_0 + a_1 NI_{it} + a_2 BV_{it} + e_{it}$$

όπου P η τιμή της μετοχής έξι μήνες μετά το τέλος του οικονομικού έτους προκειμένου να έχουν ενσωματωθεί οι λογιστικές πληροφορίες, NI το καθαρό εισόδημα ανά μετοχή στο τέλος του οικονομικού έτους από την ΚΑΧ (καθαρό εισόδημα μείον τα μερίσματα προνομιούχων μετοχών και διαιρεμένο με τον αριθμό των κοινών μετοχών) και BV η λογιστική αξία ανά μετοχή στο τέλος του οικονομικού έτους.

Πιο συγκεκριμένα, αναφορικά με τη διαδικασία που ακολουθήθηκε έγιναν τα εξής:

Χρησιμοποιώντας τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream, πήραμε για το δείγμα κάθε χώρας και για κάθε χρονιά που μελετήσαμε, τη τιμή της μετοχής έξι μήνες μετά το τέλος του οικονομικού έτους (κωδικός 'P') και το καθαρό εισόδημα, τα ίδια κεφάλαια και τον αριθμό των κοινών μετοχών για το τέλος του οικονομικού έτους (κωδικοί 01706, 03501 και 05301 αντίστοιχα). Στη συνέχεια, διαιρέσαμε τόσο το καθαρό εισόδημα όσο και τα ίδια κεφάλαια με τον αριθμό των κοινών μετοχών, μετατρέποντάς τα έτσι σε μεγέθη ανά μετοχή. Τέλος τρέξαμε ανθεκτικές παλινδρομήσεις (robust regressions) για τη διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας.

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΛΛΑΝΔΙΑ

Ξεκινώντας με την Ολλανδία και συνεχίζοντας με την Ιταλία, παρουσιάζουμε τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, που απεικονίζουν τον αριθμό των παρατηρήσεων, το μέσο όρο, το μέσο, τη τυπική απόκλιση, καθώς και την ελάχιστη και μέγιστη τιμή για κάθε μεταβλητή. Ακολουθούν οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών:

2009						
	N	Mean	Median	Std, Dev	Min	Max
P	74	18,56	13,51	24,08	0,16	163
NI	74	-1,98	0,44	22,25	-185	29
BV	74	16,55	7,21	30,08	-8,45	150,6

2014						
	N	Mean	Median	Std, Dev	Min	Max
P	74	21,74	16,73	21,66	0,16	93
NI	74	0,62	0,6	2,09	-5,6	7,1
BV	74	10,58	6,57	11,33	-1,3	70

Για την περίπτωση της Ολλανδίας, παρατηρούμε μείωση της αστάθειας της τιμής, γεγονός που υποδεικνύει η μείωση στη τυπική απόκλιση καθώς κινούμαστε από το 2009 στο 2014, ενώ υπάρχει και αύξηση των μεγεθών, όπως φαίνεται στην αύξηση του μέσου όρου. Και στα δύο έτη, παρατηρείται θετική ασυμμετρία η οποία φανερόνεται από τη μεγαλύτερη τιμή του μέσου όρου σε σχέση με το μέσο. Αντίστοιχα, για τα κέρδη παρατηρείται μείωση της μεταβλητότητας και αύξηση των μεγεθών. Το 2009 παρατηρείται αρνητική ασυμμετρία, ενώ το 2014 οριακά θετική. Τέλος, μείωση στη μεταβλητότητα έχουμε και για τα ίδια κεφάλαια καθώς και μείωση των μεγεθών, ενώ η ασυμμετρία είναι θετική και τις δύο χρονιές.

Εν συνεχεία, παραθέτουμε τις συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών και για τις δύο χρονιές:

2009	P	NI	BV
P	1		
NI	-0,03*	1	
BV	0,61***	-0,41***	1

2014	P	NI	BV
P	1		
NI	0,64***	1	
BV	0,73***	0,56***	1

Όπου ένας αστερίσκος υποδηλώνει σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, δύο σε επίπεδο 5% και τρεις σε επίπεδο 1%.

Για το έτος 2009, παρατηρείται θετική και ισχυρή συσχέτιση μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και τιμής, με σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, ενώ αρνητικές είναι οι συσχετίσεις μεταξύ τιμής και κερδών καθώς και μεταξύ κερδών και ιδίων κεφαλαίων, με τη πρώτη να είναι σημαντική σε επίπεδο 10% και τη δεύτερη σε επίπεδο 1%. Για το έτος 2014, όλες οι συσχετίσεις είναι θετικές και ισχυρές.

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΤΑΛΙΑ

2009						
	N	Mean	Median	Std, Dev	Min	Max
P	171	5,49	2,43	8,86	0,11	53
NI	171	-0,22	0,06	2,31	-17	2,8
BV	171	4,9	2,05	9,44	-0,03	68

2014						
	N	Mean	Median	Std, Dev	Min	Max
P	171	7,66	2,48	13,48	0,04	91
NI	171	0,28	0,06	1,94	-9,5	21,5
BV	171	4,03	1,61	6,91	-24	48

Για την Ιταλία, η μεταβλητότητα της τιμής αυξάνεται διαχρονικά, ενώ και τα μεγέθη αυξάνονται. Θετική ασυμμετρία παρατηρείται και για τα δύο έτη. Αναφορικά με τα κέρδη, βλέπουμε μικρή μείωση της μεταβλητότητας και αύξηση των μεγεθών. Το 2009 έχουμε αρνητική ασυμμετρία ενώ το 2014 θετική. Τέλος, τα ίδια κεφάλαια φανερώνουν επίσης μειωμένη μεταβλητότητα καθώς κινούμαστε από το 2009 στο 2014, μικρή μείωση των μεγεθών και θετική ασυμμετρία για κάθε έτος.

Συνεχίζουμε με τις συσχετίσεις των μεταβλητών:

2009	P	NI	BV
P	1		
NI	-0,16	1	
BV	0,77 ^{***}	-0,31 ^{***}	1

2014	P	NI	BV
P	1		
NI	0,28	1	
BV	0,67 ^{***}	0,28 ^{***}	1

Για το έτος 2009, θετική και μεγάλη είναι η συσχέτιση ιδίων κεφαλαίων-τιμής, με σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, και αρνητικές ιδίων κεφαλαίων-κερδών και κερδών-τιμής. Από τις τελευταίες δύο, η πρώτη είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%, ενώ η δεύτερη στατιστικά ασήμαντη. Θετικές είναι όλες οι συσχετίσεις για το έτος 2014, με τη συσχέτιση ιδίων κεφαλαίων-τιμής να εξακολουθεί να είναι ισχυρή και τα αποτελέσματα αναφορικά με τη σημαντικότητα να είναι ανάλογα.

ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ:
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Κλείνοντας την εμπειρική μας μελέτη, παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, χρησιμοποιώντας το μοντέλο τιμής με ανεξάρτητες μεταβλητές τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια. Ξεκινάμε με την περίπτωση της Ολλανδίας:

	N	Intercept	NI	BV	Adj. R ²
2009	74	9,55	0,28	0,57	43%
		(4,75)***	(1,63)*	(2,91)***	
2014	74	8,42	3,44	1,05	62%
		(4,17)***	(4,31)***	(4,98)***	

Στον παραπάνω πίνακα, παρουσιάζονται οι συντελεστές κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής, ενώ στις παρενθέσεις βρίσκονται τα αντίστοιχα t-statistic. Οι αστερίσκοι δείχνουν το επίπεδο σημαντικότητας για κάθε μεταβλητή. Ένας αστερίσκος υποδεικνύει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, δύο σε επίπεδο 5% και τρεις σε επίπεδο 1%. Τέλος, καταγράφεται ο συντελεστής προσδιορισμού (Adj. R²), ο οποίος δείχνει το βαθμό στον οποίο το μοντέλο εξηγεί τη τιμή.

Για το έτος 2009, το μοντέλο εξηγεί την τιμή κατά 43%, ενώ στατιστικά σημαντική μεταβλητή σε επίπεδο 1% είναι τα ίδια κεφάλαια, με τα κέρδη στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%. Οι συντελεστές των δύο μεταβλητών είναι θετικοί, γεγονός που υποδεικνύει ότι μια μεταβολή τους, οδηγεί σε ίδιας κατεύθυνσης μεταβολή των τιμών.

Για το έτος 2014, το μοντέλο εξηγεί την τιμή κατά 62%, παρατηρείται δηλαδή αύξηση στην αγοραία αποτίμηση. Επιπροσθέτως, στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1% είναι και τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια. Και για τις δύο αυτές μεταβλητές, ο συντελεστής είναι θετικός, κάτι που φανερώνει ίδιας κατεύθυνσης μεταβολή της τιμής σε μεταβολές τους.

Ακολουθούν τα αποτελέσματα για την Ιταλία:

	N	Intercept	NI	BV	Adj. R ²
2009	171	1,88	0,34	0,75	60%
		(3,79)***	(0,98)	(5,16)***	
2014	171	2,39	0,67	1,25	46%
		(2,16)**	(0,77)	(3,94)***	

Για το έτος 2009, παρατηρούμε ότι το μοντέλο εξηγεί την τιμή κατά 60%, ενώ στατιστικά σημαντική μεταβλητή σε επίπεδο 1% είναι τα ίδια κεφάλαια, των οποίων ο συντελεστής είναι θετικός, υποδηλώνοντας θετική συσχέτιση με την τιμή. Τα κέρδη δεν είναι στατιστικά σημαντικά.

Για το έτος 2014, παρατηρείται μείωση στο βαθμό εξήγησης της τιμής, καθώς ο συντελεστής προσδιορισμού είναι 46%. Για ακόμη μια φορά, τα ίδια κεφάλαια είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1% και έχουν θετικό συντελεστή, ενώ τα κέρδη δεν είναι.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα μεταξύ των δύο χωρών, παρατηρούμε αρχικά αύξηση της αγοραίας αποτίμησης των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων για την Ολλανδία, ενώ αντιθέτως μείωση για την Ιταλία. Για το έτος 2009, στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1% είναι τα ίδια κεφάλαια και για τις δύο χώρες, ενώ σε επίπεδο 10% είναι σημαντικά τα κέρδη μόνο για την Ολλανδία. Τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται για το έτος 2014, όπου στην Ολλανδία στατιστικά σημαντικά είναι τόσο τα κέρδη όσο και τα ίδια κεφάλαια σε επίπεδο 1%, σε αντίθεση με την Ιταλία που παραμένουν μόνο τα ίδια κεφάλαια στατιστικά σημαντικά.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τη μελέτη της βιβλιογραφίας πάνω στην αγοραία αποτίμηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων, διαπιστώνουμε ότι πρόκειται για ένα θέμα το οποίο έχει οδηγήσει στην εξαγωγή διαφορετικών συμπερασμάτων. Πολλοί ερευνητές έχουν αμφισβητήσει τη χρησιμότητά της αναφορικά με την παροχή εκτιμήσεων για τη μελλοντική πορεία των εταιρειών. Επιπροσθέτως, το επίπεδό της παρουσιάζει διαφορές από χώρα σε χώρα ανάλογα με τα λογιστικά πρότυπα και πρακτικές που υιοθετούνται καθώς και άλλες ιδιαιτερότητες, ενώ η μείωση στην αγοραία αποτίμηση των κερδών και η αύξηση της αγοραίας αποτίμησης των ιδίων κεφαλαίων διαχρονικά, αποτελεί συμπέρασμα που βρίσκει σύμφωνες τις περισσότερες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί. Κατόπιν μελέτης της βιβλιογραφίας, επιχειρήσαμε να εξάγουμε τα δικά μας συμπεράσματα πάνω στο συγκεκριμένο θέμα, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα non-financial εταιρειών για τις χώρες της Ολλανδίας και της Ιταλίας. Μελετήσαμε δύο χρονιές για τις χώρες αυτές και συγκεκριμένα τα έτη 2009 και 2014, χρησιμοποιώντας το μοντέλο τιμής με ανεξάρτητες μεταβλητές τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν διαχρονική αύξηση στο βαθμό εξήγησης της τιμής από το μοντέλο για την περίπτωση της Ολλανδίας και μείωση για την Ιταλία. Και στις δύο περιπτώσεις τα αποτελέσματα βάσει του συντελεστή προσδιορισμού ήταν στατιστικά σημαντικά, γεγονός που υποδεικνύει ότι η σημασία της αγοραίας αποτίμησης των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι μηδαμινή, και ότι η πληροφόρηση που αντλείται από αυτές τις δύο μεταβλητές και όχι μόνο, πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη.

Βιβλιογραφία

Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002). Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 965–986.

Ali, A., & Hwang, L. (2000). Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1–21.

Alford, A., Jones, J., Leftwich, R., & Zmijewski, M. (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, 31, 183-223.

Amir, E., Harris, T.S., & Venuti, E.K. (1993). A comparison of value relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research Supplement* 31, 230–264.

Amir, E., & Lev, B. (1996). Value relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3–30.

Arce, M., & Mora, A. (2002). Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. *The European Accounting Review*, 11(3), 573–599.

Bae, Kee-Hong, & Jeong, Seok Woo. (2007). The value relevance of earnings and book value, ownership structure and business group affiliation: Evidence from Korean Business Groups. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(5), 740-766.

Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1–34.

Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104.

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 3-37.

Bernard, V. L., & J. K. Thomas. (1989). Post-Earnings-Announcement Drifts: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research (Supplement 1989)*: 1-36.

Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.

Brown, S., Lo, K. & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28 (83–115).

Callao, S., Jarne, J. I., & Lainez, J. A. (2007). Adoption of IFRS in Spain: Effect on the comparability and relevance of financial reporting. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16, 148-178.

Chalmers, K., Clinch, G., & Godfrey, J. M. (2011). Changes in value relevance of accounting information upon IFRS adoption: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 36(2), 151-173.

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

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.

- Dontoh, A., Rudhkrishnan, S., & Ronen, J. (2004). The declining value relevance of accounting information and non-information-based trading: An empirical analysis. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 795-812.
- Easton, P. D., Harris, T. S., & Ohlson, J. A. (1992). Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 119-142.
- Ely, K., & Waymire, G. (1999). Accounting standard-setting organizations and earnings relevance. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 293-317.
- Filip, A., & Raffournier, B. (2010). The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania. *The International Journal of Accounting*, 45, 77-103.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37, 319-352.
- Francis, J., Schippen, K., & Vincent, L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121-164.
- Gjerde, O., Knivsfla, K., & Sættem, F. (2011). The value relevance of financial reporting in Norway 1965-2004. *Scandinavian Journal of Management*, 27, 113-128.
- Harris, T., Lang, M., & Mueller, H. P. (1994). The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 187-209.
- Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.
- Hellstrom, K. (2006). The value relevance of financial accounting information in a transition economy: The case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325-349.
- Holthausen, R., & Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75.
- Hung, M. G. (2001). Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 401-420.
- Jorion, P., & Talmor, E. (2001). Value relevance of financial and non-financial information in emerging industries: The changing role of web traffic data. *London Business School Accounting Subject*.
- Karampinis, N. I., & Hevas, D. L. (2011). Mandating IFRS in an unfavourable environment: The Greek Experience. *The International Journal of Accounting*, 46(3), 304-332.
- Kargin, S. (2013). The impact of IFRS on the value relevance of accounting information: Evidence from Turkish firms. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 71-80.
- Lee, C. M. C. (1999). Accounting based valuation: Impact on business practices and research. *Accounting Horizons*, 13(4), 413-425.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of accounting research*, 27, 153-192.
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of accounting research*, 37(2), 353-385.

Marquardt, C. A., & Wiedman, C. I. (2004). The effect of earnings management on the value relevance of accounting information. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(3), 297-332.

Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-688.

Riley, R. A., Pearson, T. A., & Trompeter, G. (2003). The value relevance of non-financial performance variables and accounting information: The case of the airline industry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 231-254.

Strong, N., & Walker, M. (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review*, 68(2), 385-399.