

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

Η ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΑΥΤΗΣ ΤΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

ΛΟΥΚΑΣ ΣΑΓΡΕΔΟΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Νοέμβριος 2016

Εγκρίνουμε την εργασία του

ΛΟΥΚΑ ΣΑΓΡΕΔΟΥ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

κ. ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ ΧΕΒΑΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

κ. ΧΡΗΣΤΟΣ ΤΖΟΒΑΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

κ. ΕΥΘΥΜΙΟΣ ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΛΟΥΚΑΣ ΣΑΓΡΕΔΟΣ

Περιεχόμενα

| | |
|--|----|
| Περίληψη..... | 11 |
| Εισαγωγή..... | 13 |
| Κεφάλαιο 1: Η Αγοραία αξία της Λογιστικής Πληροφορίας (Value Relevance of Accounting Information) | 17 |
| 1.1 Ερμηνεία της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας | 17 |
| 1.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση..... | 18 |
| 1.2.1 Προγενέστερες έρευνες σε Επίπεδο Χωρών | 18 |
| 1.2.2 Προγενέστερες έρευνες σε επίπεδο χρόνου..... | 22 |
| 1.3 Προσεγγίσεις της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφόρησης. | 24 |
| 1.4 Βιβλιογραφική ανασκόπηση..... | 24 |
| 1.4.1 Η θεωρία της Θεμελιώδους Ανάλυσης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας | 24 |
| 1.4.2 Η θεωρία της Πρόβλεψης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας | 25 |
| 1.4.3 Η θεωρία της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας.. | 26 |
| 1.4.4 Η θεωρία της Μέτρησης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας | 29 |
| Κεφάλαιο 2: Η Αγοραία αξία των Λογιστικών Κερδών (Value Relevance of Earnings) | 33 |
| 2.1 Η αρχή της έρευνας της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών | 33 |
| 2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση..... | 33 |
| 2.2.1 Προγενέστερες έρευνες σε επίπεδο χρόνου..... | 33 |
| 2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών διαχρονικά. | 34 |
| 2.4 Βιβλιογραφικά ανασκόπηση..... | 35 |
| 2.4.1 Προγενέστερες μελέτες πάνω στους παράγοντες που επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών | 35 |
| Κεφάλαιο 3: Η αγοραία αξία των Συνολικών Κερδών (Value Relevance of Comprehensive Income)..... | 39 |
| 3.1 Η έννοια του εσόδου και του συνολικού εσόδου | 39 |
| 3.2 Η Θέσπιση του προτύπου 130 του FASB και η γέννηση της έννοια της Αγοραίας αξίας των Συνολικών Κερδών | 40 |
| 3.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση..... | 41 |

| | |
|---|----|
| 3.3.1 Προγενέστερες έρευνες της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών βασιζόμενες στο πρότυπο 130 του FASB | 41 |
| 3.4 Συνιστώσες του συνολικού εσόδου | 43 |
| 3.5 Βιβλιογραφική ανασκόπηση..... | 44 |
| 3.5.1 Προγενέστερες μελέτες πάνω στην αγοραία αξία των συνολικών κερδών και των συνιστωσών τους – σύγκριση με τα λογιστικά κέρδη..... | 44 |
| 3.5.2 Διεθνείς προγενέστερες έρευνες | 46 |
| Κεφάλαιο 4: Εμπειρική Ανάλυση του Υποδείγματος..... | 49 |
| 4.1 Εμπειρική ανάλυση..... | 49 |
| 4.2 Μεθοδολογία..... | 49 |
| 4.3 Επιλογή του Δείγματος | 50 |
| 4.4 Αποτελέσματα της έρευνας των χωρών Ιρλανδίας, Λουξεμβούργου, Ισπανίας..... | 51 |
| 4.4.1 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών της Ιρλανδίας..... | 54 |
| 4.4.2 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών του Λουξεμβούργου..... | 58 |
| 4.4.3 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών της Ισπανίας | 62 |
| 4.5 Αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης των Λογιστικών Κερδών και σύγκριση της κάθε Χώρας μεταξύ της, για τα έτη 2006 & 2010 | 63 |
| 4.6 Αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης των Συνολικών Κερδών και σύγκριση της κάθε Χώρας μεταξύ της για τα έτη 2006 & 2010 | 64 |
| 4.7 Αποτελέσματα του μοντέλου για Όλες τις Χώρες για τα έτη 2006 & 2010..... | 65 |
| 4.7.1 Με βάση τα Λογιστικά τους Κέρδη έτος 2006 | 65 |
| 4.7.2 Με βάση τα Λογιστικά τους Κέρδη έτος 2010 | 67 |
| 4.7.3 Σύγκριση Λογιστικών Κερδών ετών 2006 & 2010 | 69 |
| 4.7.4 Με βάση τα Συνολικά τους Κέρδη έτος 2006..... | 69 |
| 4.7.5 Με βάση τα Συνολικά τους Κέρδη έτος 2010..... | 71 |
| 4.7.6 Σύγκριση Λογιστικών Κερδών ετών 2006 & 2010 | 73 |
| Συμπεράσματα | 75 |
| Βιβλιογραφία | 77 |
| <i>Μονογραφίες – Βιβλία</i> | 77 |
| <i>Άρθρα σε συλλογικούς τόμους</i> | 77 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| <i>Περιοδικές Εκδόσεις</i> | 78 |
| <i>Μη δημοσιευμένες μελέτες</i> | 81 |
| <i>Ηλεκτρονική</i> | 81 |
| Παράρτημα Ι..... | 83 |
| Παράρτημα ΙΙ..... | 84 |
| Παράρτημα ΙΙΙ..... | 85 |

Περίληψη

Με την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων αναπτύχθηκε η έννοια της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας, των λογιστικών κερδών, των συνολικών κερδών κ.τ.λ, οι έννοιες που μέχρι τότε ήταν ασήμαντες για την διεθνή αγορά. Παράλληλα, οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών άρχισαν να αποκτούν ενδιαφέρον προσελκύοντας ένα πλήθος ενδιαφερόμενων μερών το οποίο ήθελε να επενδύσει τα κεφάλαιά του. Πώς όμως επηρεάζεται η διεθνής αγορά από την αγοραία αξία που κατέχει η πληροφορία, τα λογιστικά και τα συνολικά κέρδη; Ποιός είναι ο πιο αξιόπιστος παράγοντας για έναν επενδυτή ο οποίος θέλει να επενδύσει τα κεφάλαιά του; Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να δώσει απαντήσεις στα ερωτήματα αυτά. Συγκεκριμένα, γίνονται εκτενείς αναφορές και μελέτες στο σύνολο της εργασίας και πραγματοποιείται μια στατιστική μελέτη μεταξύ της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών και των συνολικών κερδών για να διαπιστώσουμε ποιός παράγοντας είναι στατιστικά σημαντικός και μπορεί να ερμηνευθεί καλύτερα. Εν συνεχεία, η έρευνα εφαρμόζεται σε διεθνές επίπεδο και γίνεται σύγκριση μεταξύ των διάφορων χωρών διαχρονικά αλλά και για συγκεκριμένα χρόνια. Τα αποτελέσματα, μας παρουσιάζουν μεγαλύτερη ερμηνεία στην αγοραία αξία των λογιστικών κερδών.

Εισαγωγή

Είναι γεγονός, ότι η ανάγκη για μια καλύτερη και αξιόπιστη απεικόνιση των οικονομικών καταστάσεων η οποία θα προσελκύσει ένα πλήθος ενδιαφερόμενων μερών, όπως για παράδειγμα είναι οι επενδυτές, οδήγησε την Ευρώπη στο να εφαρμόσει ένα είδους από λογιστικά πρότυπα τα οποία να εφαρμόζονται κάτω από συγκεκριμένους κανονισμούς. Ο λόγος πρόκειται για τα λεγόμενα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Με την υιοθέτηση αυτών των προτύπων, η λογιστική πληροφορία που παίρνουν τα ενδιαφερόμενα μέρη από τις οικονομικές καταστάσεις απέκτησε περιεχόμενο το οποίο θα μπορούσε πλέον να αποτιμηθεί και να κριθεί η σημαντικότητά του. Η δημιουργία αυτών των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων κατάφερε να παρουσιάσει στην κοινή γνώμη μια καλύτερη και σωστότερη απεικόνιση των λογιστικών πληροφοριών μέσω της αγοραίας αξίας. Αναφερόμενοι στην αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας, των λογιστικών κερδών, των ιδίων κεφαλαίων κ.τ.λ. Για τον λόγο αυτό, τα ενδιαφερόμενα μέρη στοχεύουν στο να μπορέσουν να αποτιμήσουν αυτήν την αγοραία αξία ώστε να λάβουν την καλύτερη δυνατή απόφαση που θα τους μεγιστοποιήσει τα μελλοντικά τους κέρδη.

Η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία αρχίζει το θεωρητικό της μέρος αναλύοντας και επεξηγώντας το πιο σημαντικό στοιχείο, που απαιτούν να γνωρίζουν τα ενδιαφερόμενα μέρη για την σωστότερη λήψη των αποφάσεων τους, το οποίο δεν είναι άλλο από την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας. Στην ενότητα αυτή, γίνεται αναφορά στην ερμηνεία της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας και στη συνέχεια αντιπαραθέτονται μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί τόσο διαχρονικά όσο και μεταξύ των διαφόρων χωρών.

Αναλυτικότερα οι διαχρονικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί είτε από τους Collins et al. (1997) από το 1953-1993 είτε από τους Devalle et al (2010) για περιόδους πριν και μετά το 2005 όπου δημιουργήθηκαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα διαπιστώνουν ότι η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας έχει αυξηθεί κατά την διάρκεια χρόνων και κυρίως μετά την υιοθέτηση των προτύπων. Όσον αφορά της μελέτες που έχουν γίνει μεταξύ των χωρών σύμφωνα τους Ball και Brown et al. (2000), Ali και Hwang (2000) αλλά και άλλους ερευνητές η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας ερμηνεύεται καλύτερα και είναι πιο αξιόπιστη όταν η χώρα ακολουθεί το Αγγλοσαξονικό πρότυπο όπου κυριαρχούσαν τα Αμερικάνικα λογιστικά πρότυπα. Αυτό συνέβαινε διότι οι χώρες της Ευρώπης δεν είχαν αναπτύξει επαρκώς την έννοια του κεφαλαίου και υπήρχε σημαντική συσσώρευση κεφαλαίων στις τράπεζες.

Εν συνέχεια της υπάρχουσας ενότητας γίνεται αναφορά σε τέσσερις προσεγγίσεις της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας, όπως είναι η Θεωρία της Θεμελιώδους ανάλυσης, της Πρόβλεψης, της Πληροφορίας, και της Μέτρησης. Επιπλέον, σε κάθε μία από τις προσεγγίσεις αναφέρονται εκτενείς μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί έτσι ώστε να γίνει η καλύτερη δυνατή κατανόηση της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας.

Συγκεκριμένα, η Θεωρία της Θεμελιώδους ανάλυσης μας παρουσιάζει μελέτες που έχουν γίνει όπως του Nilsson (2003) η οποίες εξετάζουν μόνο την εσωτερική αξία της εταιρείας και επομένως η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας που αντλείτε χρησιμεύει μόνο στο να ερμηνεύσουν τις τιμές των επιτοκίων της αγοράς. Έπειτα η Θεωρία της Πρόβλεψης η οποία συνδυάζει την λογιστική πληροφορία με τα κέρδη και μας βοηθάει στο να κάνουμε πρόβλεψη στις τιμές των μετοχών της αγοράς μέσα από την άντληση της αγοραίας αξίας που μας δίνει η λογιστική πληροφορία. Χαρακτηριστική μελέτη ήταν αυτή των Ou και Penman (1989). Η επόμενη Θεωρία της Πληροφορίας μας παρουσιάζει μελέτες που έγιναν κυρίως από τους Beaver (1968) και Ball και Brown (1968), οι οποίοι προσπάθησαν να ερμηνεύσουν την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας, με το σκεπτικό ότι πλέον η λογιστική πληροφορία αποκτά "περιεχόμενο". Τέλος, η Θεωρία της Μέτρησης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας δίνει έμφαση στο πως η λογιστική πληροφορία μπορεί να καθορίσει τις τιμές των επιτοκίων και των μετοχών στην αγορά με μελέτες που έγιναν, όπως για παράδειγμα των Francis και Schipper, 1999 και Easton et al. (1996).

Στην δεύτερη ενότητα εξετάζουμε την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών, οι έρευνες των οποίων μελετήθηκαν ξεκινούν από το 1960 και φτάνουν μέχρι και το 1990. Συγκεκριμένα, οι Collins et al (1996) στις έρευνές τους διαπίστωσαν ότι η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών μειώνεται με την πάροδο του χρόνου ή αυξάνεται με λιγότερο βαθμό απ' ότι η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων η οποία παρουσιάζει μια συνεχής αυξανόμενη τάση. Αυτό συμβαίνει διότι η παρουσία των αρνητικών εσόδων μειώνει την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών.

Συγκεκριμένα, υπάρχουν τέσσερις αιτίες οι οποίες αναφέρονται στην παρούσα εργασία και οι οποίες επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών διαχρονικά και αυτές είναι : α) η μεγάλη σημασία που δίνεται στην παροχή υπηρεσίας και στις επιχειρήσεις τεχνολογικού τομέα να επενδύσουν πάνω σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, β) τα συχνά και απρόσμενα γεγονότα που επηρεάζουν τα κέρδη όπως μια καταστροφή από πυρκαγιά, κάποια δικαστική χρέωση ή η μαζική απόλυση των

εργαζομένων, γ) Η ύπαρξη αρνητικών κερδών και δ) ο συνεχής αυξανόμενος αριθμός μικρών επιχειρήσεων στην λογιστική βάση δεδομένων Compustat. Για τα συγκεκριμένα αίτια αναφέρονται εκτενείς μελέτες που αποδεικνύουν την μείωση της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών κατά την διάρκεια των χρόνων.

Στην τρίτη ενότητα εξετάζουμε την αγοραία αξία των συνολικών κερδών αναφέροντας μια σύντομη ερμηνεία του εσόδου και του συνολικού εσόδου. Παράλληλα, γίνεται μια αναφορά στο πρότυπο 130 του FASB βάσει του οποίου γεννήθηκε η έννοια του συνολικού εσόδου. Ακολούθως, παρουσιάζονται μελέτες πάνω στο συγκεκριμένο πρότυπο, οι πιο βασικές από τις οποίες ήταν εκείνες των Hirst και Hopkins (1998) και Campbell et al (1996) , οι οποίοι μελέτησαν την συμπεριφορά της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών πριν αλλά και μετά την υιοθέτηση του προτύπου. Επιπλέον, οι ίδιοι κυρίως πάλι μελέτησαν τις περιπτώσεις όπου τα συνολικά κέρδη παρουσιάζονταν στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και τις περιπτώσεις όπου παρουσιάζονταν στην κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι τα συνολικά έσοδα ερμηνεύονται καλύτερα όταν αυτά εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης και ότι η παρουσίασή τους στη κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων ήταν μόνο για σκοπούς της διοίκησης, η οποία ήθελε να κρύψει εισοδήματα από διάφορες δραστηριότητές της.

Στην συνέχεια, γίνεται μια αναφορά στις συνιστώσες του συνολικού εσόδου και παρουσιάζονται προγενέστερες μελέτες που συγκρίνουν τα λογιστικά με τα συνολικά κέρδη. Οι κυριότερες μελέτες είναι των Dhaliwal et al (1999) και Chambers et al (2006) οι οποίοι συμπέραναν ότι οι συνιστώσες των συνολικών εσόδων μειώνουν την αγοραία αξία των συνολικών κερδών εφόσον προστίθενται εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν την αγοραία αξία των κερδών όπως είναι τα κέρδη ή οι ζημιές από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, οι ενδοεταιρικές συναλλαγές κι άλλα. Επομένως, η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών είναι μεγαλύτερη των συνολικών.

Στην ίδια ενότητα, επίσης παρουσιάζονται προγενέστερες μελέτες σε διεθνές επίπεδο από διάφορους ερευνητές μερικοί εκ οποίων ήταν οι Cahan et al. (2000) και Kubota et al. (2011) οι οποίοι από ένα δείγμα εταιριών της Νέας Ζηλανδίας και της Ιαπωνίας αντίστοιχα συμφώνησαν πως η αγοραία αξία των συνολικών κερδών δεν παρείχε αρκετές και αξιόπιστες πληροφορίες και επομένως η αγοραία τους αξία ήταν μικρότερη των λογιστικών κερδών. Τέλος, ύστερα από συνεχείς έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα πως υπήρχε τελικά μια συνιστώσα η οποία μπορούσε να συνεισφέρει θετικά στην αγοραία αξία των συνολικών κερδών και ήταν η συνιστώσα των χρεογράφων ύστερα από επακόλουθες αυξήσεις της εύλογης αξίας της.

Τέλος, στην τελευταία ενότητα αναλύονται οι πίνακες των περιγραφικών στατιστικών, των συσχετίσεων αλλά και των αποτελεσμάτων των γραμμικών παλινδρομήσεων τριών χωρών (Ιρλανδία, Ισπανία και Λουξεμβούργο). Οι χρονολογικές περιόδους που έχουμε επιλέξει είναι το 2006 και το 2010 οι οποίες απέχουν πέντε χρόνια μεταξύ τους. Σκοπός των παλινδρομήσεων είναι να διερευνηθεί εάν η χρησιμοποίηση των λογιστικών έναντι των συνολικών κερδών βελτιώνει την επεξηγηματική ικανότητα του υποδείγματος ενώ παράλληλα μελετάται εάν στην ίδια χρονική στιγμή το υπόδειγμα συμπεριφέρεται διαφορετικά μεταξύ των χωρών ή αν στην ίδια χώρα το υπόδειγμα παραμένει σταθερό διαχρονικά.

Κεφάλαιο 1: Η Αγοραία αξία της Λογιστικής Πληροφορίας (Value Relevance of Accounting Information)

1.1 Ερμηνεία της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας

Ένας βασικός τρόπος για την ερμηνεία της αξίας των λογιστικών πληροφοριών είναι μέσω της αποτίμησης της αγοραίας αξίας (value relevance) της λογιστικής πληροφορίας, η οποία σαν έννοια είναι ένα ζήτημα το οποίο έχει μελετηθεί σε μεγάλο βαθμό διεθνώς και έχουν δοθεί για αυτό το λόγο διάφορες ερμηνείες. (Francis και Schipper, 1999).

Ειδικότερα, η αποτίμηση της αγοραίας αξίας είναι σημαντική και έχει οριστεί σε διάφορες μελέτες ως η ικανότητα των λογιστικών οικονομικών στοιχείων που συνοψίζουν πληροφορίες να μπορούν να επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών (Francis και Schipper, 1999).

Στην πραγματικότητα, το πόσο σημαντική είναι η αξία των λογιστικών πληροφοριών έχει να κάνει με την περιληπτική παρουσίαση του περιεχομένου της λογιστικής πληροφορίας, η οποία έχει την δυνατότητα να επηρεάζει τις τιμές των μετοχών κατά τέτοιο τρόπο, ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να λάβουν μια τεκμηριωμένη απόφαση. (Balachran και Mohanram, 2011).

Για τον λόγο αυτό, εάν οι λογιστικές πληροφορίες έχουν καταρτιστεί σωστά και με τέτοιο τρόπο ώστε να εκτελούν το ρόλο για τον οποίο προορίζονται, τότε και οι επενδυτές θα είναι σε καλύτερη θέση για να λάβουν την κατάλληλη επενδυτική απόφαση, η οποία θα προσφέρει σε αυτούς μελλοντικά οικονομικά οφέλη με τον λιγότερο δυνατό κίνδυνο. (Takacs, 2012)

Επιπλέον, η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας θεωρείται ως απόδειξη της ποιότητας και της χρησιμότητας των λογιστικών αριθμών και η ύπαρξή της αποτελεί μια θετική συσχέτιση μεταξύ των τιμών της αγοράς και των λογιστικών κερδών. (Takacs, 2012)

Όσον αφορά τις μελέτες, που έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς σχετικά με την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας (και οι οποίες θα αναλυθούν στην επόμενη ενότητα), αυτές εξετάζουν, κατά κύριο λόγο, το πόσο καλά οι λογιστικοί αριθμοί αντανακλούν πληροφορίες, οι οποίες είναι χρήσιμες για τους επενδυτές ώστε να μπορούν να αποτιμήσουν της αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. (Holthausen και Watts, 2001).

1.2 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούμε σε προγενέστερες έρευνες σχετικά με την αποτίμηση της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας (value relevance of accounting information), έτσι ώστε να παρουσιάσουμε τα κυριότερα ευρήματα των ερευνών αυτών, εστιάζοντας κυρίως σε έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σε διάφορες χώρες τόσο από την Ευρώπη, όσο και εκτός Ευρώπης.

1.2.1 Προγενέστερες έρευνες σε Επίπεδο Χωρών

Την τελευταία 20ετία έχει πραγματοποιηθεί μεγάλος αριθμός μελετών για την αποτίμηση του επιπέδου σημαντικότητας της αγοραίας αξίας των λογιστικών πληροφοριών σε επίπεδο χώρας, γεγονός το οποίο οφείλεται στα διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που υπάρχουν ανά χώρα. Η επίδραση των διαφορών στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με την ποιότητα των λογιστικών κερδών αναλύθηκε από τους Ball και Brown et al. (2000).

Πιο συγκεκριμένα, αρκετοί μελετητές θεωρούν ότι οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν προκαλέσει διαφορές στο επίπεδο σημαντικότητας της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφόρησης. Χαρακτηριστικά μπορούμε να αναφέρουμε, ότι σε πολλές μελέτες οι διαφορές στον βαθμό αποτίμησης της αγοραίας αξίας αποδίδονται σε διαφορετικά θεσμικά και νομικά πλαίσια.

Ειδικότερα, στην έρευνα τους οι Ali και Hwang (2000) προχώρησαν σε σύγκριση της αγοραίας αξίας των λογιστικών στοιχείων σε 16 χώρες για την περίοδο 1986-1995, προκειμένου να καθορίσουν τις διαφορές στην αγοραία αξία μεταξύ των χωρών που ανήκουν σε ευρωπαϊκό ή σε αγγλοσαξονικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών είναι χαμηλότερες σε χώρες που ανήκουν στο ηπειρωτικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες χαρακτηρίζονται και από ένα ισχυρό προσανατολισμό στις τράπεζες για την άντληση των εξωτερικών τους κεφαλαίων.

Επίσης, άλλοι ερευνητές όπως οι Alford et al. (1993) πραγματοποίησαν έρευνα σε τέσσερις χώρες που ανήκουν στο Αγγλοσαξονικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης (Αυστραλία, Καναδάς, ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο) και στις τρεις χώρες που ανήκουν στο ηπειρωτικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης (Γαλλία, Γερμανία και Ιαπωνία).

Ειδικότερα, το δείγμα αποτελούνταν από περισσότερες από 40.000 παρατηρήσεις για την περίοδο 1985-1995, ενώ οι συγγραφείς ανέλυσαν δύο σημαντικά χαρακτηριστικά των λογιστικών κερδών (τον συντηρητισμό και την διαχρονικότητα) και τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η διαχρονικότητα είναι υψηλότερη σε χώρες που ανήκουν στο αγγλοσαξονικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη πλευρά, ένα άλλο ζήτημα σχετικά με την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών, το οποίο μελετήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τους ερευνητές ήταν η σύγκριση της ποιότητας των λογιστικών πληροφοριών που καταρτίζονται σύμφωνα με διαφορετικά λογιστικά πρότυπα. Για παράδειγμα, τέτοιου είδους μελέτες πραγματοποιήθηκαν από τους Garcia-Ayuso et.al (1998), King και Langli (1998) και τους Arce και Mora (2002).

Συγκεκριμένα, οι Garcia-Ayuso et.al (1999) στην έρευνά τους μελέτησαν την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών στις κεφαλαιαγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ιαπωνίας και των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους έδειξαν σημαντικές διαφορές στη ποιότητα των λογιστικών πληροφοριών μεταξύ των χωρών, οι οποίες προκαλούνται από τις διαφορές σε θεσμικούς (πολιτιστικούς, μακροοικονομικούς, πολιτικούς ή ρυθμιστικούς) παράγοντες.

Αντίθετα, οι King και Langli (1998) πραγματοποίησαν μια συγκριτική ανάλυση σχετικά με τη αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών στις κεφαλαιαγορές της Γερμανίας, της Νορβηγίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η λογιστική πληροφορία ήταν αξιόλογη και στις τρεις αγορές. Τα αποτελέσματα έδειξαν επίσης ότι η λογιστική πληροφορία ήταν λιγότερο ποιοτική με τις τιμές των μετοχών στη Γερμανία να πέφτουν στο 40% της αξίας τους, ενώ αντίθετα η λογιστική πληροφορία ήταν περισσότερο ποιοτική με τις τιμές των μετοχών του Ηνωμένου Βασιλείου να ανέρχονται στο 70% της αξίας τους ενώ τέλος το αντίστοιχο ποσοστό για την Νορβηγία ανήλθε στο 60%.

Από την άλλη πλευρά, οι Arce και Mora (2002) διεξήγαγαν μια έρευνα σε δείγμα επιχειρήσεων από οκτώ ευρωπαϊκές χώρες. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι δεν μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα, εάν οι λογιστικές πληροφορίες είναι πιο αξιοσημείωτες στα συστήματα με προσανατολισμό την αγορά ή στα συστήματα με προσανατολισμό τις τράπεζες.

Ερχόμενοι στο σήμερα, μια χαρακτηριστική μελέτη για το ζήτημα αυτό πραγματοποιήθηκε το 2009 από τον Oyerinde (2009), ο οποίος διερεύνησε την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών για να καθορίσει εάν υπάρχει σχέση μεταξύ της λογιστικής πληροφορίας και των τιμών των μετοχών μεταξύ των κορυφαίων 30 εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας (NSM) κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001 - 2004.

Ο βασικός στόχος της έρευνάς του ήταν να μελετήσει και να ερμηνεύσει τη συσχέτιση μεταξύ λογιστικών μεγεθών όπως είναι τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), η αποδοτικότητα των κερδών (EY) και η αγοραία τιμή ανά μετοχή (MPS). Επιπλέον, ένα ακόμη βασικό εύρημα της έρευνας αυτής ήταν να διαπιστωθεί εάν υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της αγοραία αξίας της λογιστικής πληροφορίας και της τιμής της μετοχής των εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νιγηρίας εταιριών.

Μέσω της έρευνας αυτής φάνηκε ότι ένας από τους βασικούς λόγους για την άνοδο του χρηματιστηρίου την περίοδο εκείνη ήταν η ύπαρξη αξιόπιστων λογιστικών πληροφοριών. Αυτό συνέβη διότι η ύπαρξη αξιόπιστων λογιστικών πληροφοριών λειτουργεί καταλυτικά για τους επενδυτές, οι οποίοι έκριναν ορθά να επενδύσουν σημαντικά κεφάλαια στο χρηματιστήριο της Νιγηρίας, κάτι το οποίο δεν θα συνέβαινε σε αντίθετη περίπτωση

Για αυτό το λόγο, ο Oyerinde (2009), κατέληξε στο συμπέρασμα, ότι οι φορείς χάραξης της πολιτικής θα πρέπει να εφαρμόζουν πιο αυστηρούς κανόνες, μέσω ενός συστήματος νόμων, οι οποίοι θα ενισχύσουν την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών, καθώς όσο πιο αξιόπιστες είναι αυτές, τόσο περισσότερο θα αυξάνεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών για μια μελλοντική επένδυση που θα τους αποφέρει οικονομικά οφέλη.

Μια επίσης πρόσφατη έρευνα σχετικά με τη μελέτη της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας ήταν η μελέτη που πραγματοποιήθηκε το 2014 από τους Vijitha και Nimalathasan (2014), οι οποίοι μελέτησαν τη αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας και της τιμής της μετοχής σε 20 εισηγμένες εταιρίες στη Σρι Λάνκα για την περίοδο 2008 – 2012.

Ο βασικός σκοπός της έρευνάς αυτής ήταν να παράσχει εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την αγοραία λογιστική αξία των πληροφοριών, η οποία είναι τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), τη Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή (NAVPS), την Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και τον δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P / R) προς τις τιμές των μετοχών (SP) των κατασκευαστικών εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Κολόμπο (CSE).

Ουσιαστικά, οι ερευνητές μέσω της μελέτης αυτής έθεσαν τρεις συγκεκριμένους στόχους: τον προσδιορισμό των μεταβλητών της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας, το καθορισμό της σχέσης μεταξύ της λογιστικής πληροφορίας και της τιμής της μετοχής και τέλος τους τρόπους μέσω των οποίων θα ενισχυθούν τα αποτελέσματα αυτά. (Vijitha και Nimalathasan, 2014)

Για την διεξαγωγή της έρευνας συλλέχτηκαν δεδομένα από δευτερογενείς πηγές, κυρίως μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων κατασκευαστικών εταιριών, ενώ στη συνέχεια πραγματοποιήσαν στατιστική ανάλυση μέσω αναλύσεων συσχέτισης και παλινδρόμησης. Τα ευρήματα της έρευνας αυτής, έδειξαν ότι οι λογιστικές πληροφορίες που παίρνουμε από τους συντελεστές EPS, NAVPS, και ROE συσχετίζονταν σημαντικά με την τιμή της μετοχής σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, εμφανίζοντας παράλληλα ισχυρή θετική συσχέτιση. Αντίθετα, ο δείκτης της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E) εμφάνισε αρνητική συσχέτιση με την τιμή της μετοχής σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επίσης, από την ανάλυση της παλινδρόμησης μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών έχει σημαντική επίπτωση στην τιμή της μετοχής, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ ταυτόχρονα, EPS και NAVPS έχουν επίσης σημαντική επίπτωση στην τιμή της μετοχής σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 10% αντίστοιχα, εκτός από την ROE και το δείκτη P / E.

Συμπερασματικά, το βασικό εύρημα στο οποίο κατέληξε η έρευνα αυτή ήταν ότι ο βαθμός αποτίμησης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας είχε σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών, ενώ ήταν και στατιστικά σημαντική με την τιμή της μετοχής. (Vijitha και Nimalathasan, 2014)

Άλλη μια πρόσφατη έρευνα πραγματοποιήθηκε το 2014 από τους Camodeca et. al, οι οποίοι εξέτασαν για την περίοδο 2011 – 2013 την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών 100 εταιριών που ήταν εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Ιταλίας και του Λονδίνου.

Πιο συγκεκριμένα, οι πρώτες 50 εταιρείες του κάθε Χρηματιστηρίου επιλέχθηκαν με βάση την κεφαλαιοποίηση της αγοράς τους, καθώς όσο υψηλότερη ήταν η κεφαλαιοποίηση της αγοράς τους τόσο πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα ήταν τα αποθέματά τους και συνεπώς τόσο λιγότερο υπόκεινται σε χειρισμούς των τιμών.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι από τις επιχειρήσεις αυτές εξαιρέθηκαν όλες εκείνες οι επιχειρήσεις, οι οποίες σχετίζονταν με το χρηματοοικονομικό τομέα, καθώς η δομή και οι λογιστικές πρακτικές τους διαφέρουν σημαντικά από τις άλλες μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις.

Αναφορικά η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε βασίστηκε στο μοντέλο των Edward-Bell-Ohlson (1995) μέσω της εφαρμογής της OLS (ελαχίστων τετραγώνων) παλινδρόμησης ο οποίος εξέτασε την αγοραία αξία της πληροφορίας, συλλέγοντας στοιχεία οικονομικών επιχειρήσεων από Ηνωμένο Βασίλειο και Ιταλία ώστε να ερευνηθεί εάν υπάρχει κάποια επίδραση των ταμειακών ροών πάνω στην λογιστική πληροφορία που λαμβάνουν οι επενδυτές.

Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι οι ταμειακές ροές στο Ηνωμένο Βασίλειο είχαν μεγαλύτερη επίδραση στην αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας από τις αντίστοιχες ταμειακές ροές στην Ιταλία. Αυτό συνέβη, καθώς οι χρηματαγορές στις Αγγλοσαξονικές χώρες είναι μεγαλύτερες και πιο ενεργητικές από τις Ιταλικές και συνεπώς οι επενδυτές θα προτιμήσουν τις Αγγλοσαξονικές χώρες σαν ένα τόπο επενδύσεων. Επομένως οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων λειτουργούν σαν ένα εργαλείο που βοηθά τους επενδυτές να εκτιμήσουν τις καθαρές ταμειακές εισροές των υποψήφιων για επένδυση εταιριών.

Από την άλλη πλευρά, στην Ιταλία που δεν είναι τόσο δραστήριες οι χρηματαγορές, οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη βάση στις καταστάσεις εσόδων – εξόδων και λιγότερο στις καταστάσεις των ταμειακών ροών.

1.2.2 Προγενέστερες έρευνες σε επίπεδο χρόνου

Ένα ξεχωριστό κομμάτι ερευνών, πάνω στο ζήτημα της αγοραίας αξία των λογιστικών πληροφοριών αφορά μελέτες, οι οποίες έχουν να κάνουν με το κατά πόσον η αγοραία αυτή αξία αυξάνεται ή μειώνεται με την πάροδο του χρόνου.

Πιο συγκεκριμένα, οι Collins et al. (1997) στην έρευνά τους ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ των συνολικών κερδών και της αγοραίας αξίας της πληροφορίας σε ένα δείγμα από αμερικάνικες εταιρείες την περίοδο 1953-1993. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα συνολικά λογιστικά κέρδη και η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας δεν μειώνονται στην παρατηρούμενη περίοδο, αλλά αντιθέτως παρουσίασαν μια μικρή αύξηση.

Ειδικότερα, το ποσοστό που μπορούσε να ερμηνευθεί ανήλθε στο 54%, πράγμα που σημαίνει ότι η διακύμανση των τιμών των μετοχών την περίοδο εκείνη μπορούσε να ερμηνευθεί από τις καταστάσεις των συνολικών κερδών και της λογιστικής πληροφορίας κατά ποσοστό περίπου 54%.

Από την άλλη πλευρά, οι Devalle et, al (2010) ανέλυσαν κατά πόσον η αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών έχει αυξηθεί μετά την υποχρεωτική εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRS) το 2005 λόγω της σωστότερης και παγκοσμιοποιημένης πλέον απεικόνισης των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η επιρροή των κερδών στις τιμές των μετοχών έχει αυξηθεί μετά την εφαρμογή των IFRS στις περιπτώσεις της Γερμανίας, της Γαλλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου και η λογιστική πληροφορία άρχισε να αποκτά περισσότερη αξία και να αυξάνεται δραστικά και σε άλλες χώρες, που μελετήθηκαν πέρα του Ηνωμένου Βασιλείου της Γερμανίας και της Γαλλίας.

Στο ίδιο μήκος κύματος ήταν και η έρευνα που πραγματοποιήθηκε για το ζήτημα αυτό το 2013 από τον Kargin, ο οποίος εξέτασε την επίδραση των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (IFRS) στη αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας, μέσω της μελέτης εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Τουρκίας για την περίοδο 1998 – 2011.

Όπως είναι φανερό, ο βασικός στόχος της έρευνας αυτής ήταν να εξετάσει κατά πόσον υπάρχουν βελτιώσεις στην αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών κατά τις δύο αυτές περιόδους.

Όσον αφορά τα ευρήματα της έρευνας αυτής, κατέδειξε ότι η αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών βελτιώθηκε σημαντικά στη μετά IFRS περίοδο (2005-2011) ενώ η βελτίωση αυτή αντίθετα δεν παρατηρήθηκε στη αγοραία αξία των λογιστικών κερδών. Ο βασικός λόγος της βελτίωσης αυτής έχει να κάνει με το ότι η λογιστική πληροφορία απέκτησε σημαντική αξία ύστερα από την εφαρμογή των IFRS, η οποία έφερε αρκετά κοντά τη λογιστική αξία των επιχειρήσεων με την πραγματική αξία (αγοραία) που υπάρχει στη αγορά κάτι το οποίο δεν συνέβαινε στην πριν το 2004 περίοδο στην Τουρκία.

Συνεπώς, όπως είναι φανερό σε αυτού του είδους τις μελέτες δεν υπάρχουν αντικρουόμενα συμπεράσματα, με αποτέλεσμα να υπάρχει μια ξεκάθαρη άποψη αναφορικά με το ότι η αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών έχει αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου. (Pervan και Bartulovic, 2014)

1.3 Προσεγγίσεις της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφόρησης.

Ένα οικονομικό στοιχείο έχει αξία όταν και εφόσον συνδέεται με τις τιμές των ιδίων κεφαλαίων της αγοράς, σε συνθήκες που μας επιτρέπουν πάντα να κάνουμε πρόβλεψη. (Holthausen και Watts, 2001).

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορούμε να ερμηνεύσουμε την σημασία της αγοραίας αξίας (value relevance). Οι Francis και Schipper (1999) εφηύραν τέσσερις (4) διαφορετικές προσεγγίσεις με τις οποίες μπόρεσαν και μελέτησαν τον ορισμό της αγοραίας αξίας πάνω στην λογιστική πληροφορία. Οι προσεγγίσεις αυτές αναφέρονται στην:

- Θεωρία της Θεμελιώδους ανάλυσης της αγοραία αξίας
- Θεωρία της Πρόβλεψης της αγοραίας αξίας
- Θεωρία της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας
- Θεωρία της Μέτρησης της αγοραίας αξίας

1.4 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε την βαθύτερη σημασία της αγοραίας αξίας στην λογιστική πληροφορία στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούμε σε προγενέστερες έρευνες πάνω στις κυριότερες προσεγγίσεις που έχουν αναφερθεί σχετικά με τη αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών (value relevance of accounting information) μελετώντας και επεξηγώντας τις τάσεις που επικρατούσαν και συνεχίζουν να επικρατούν και ερμηνεύουν την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας.

1.4.1 Η θεωρία της Θεμελιώδους Ανάλυσης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας.

Η προσέγγιση αυτή είναι πάρα πολύ σημαντική και έχει πάρει τον τίτλο "Θεμελιώδους ανάλυση" διότι πάνω σε αυτήν στηρίχθηκαν πολλές από τις μελέτες που έχουν γίνει και σχετίζεται με την οικονομική ανάλυση που έχει πραγματοποιηθεί πάνω στην λογιστική. Η ανάλυση αυτή εξετάζει μόνο την εσωτερική αξία της εταιρείας και δεν αναφέρεται στην αξία της τιμής που έχουν οι μετοχές στην αγορά. (Bauman, 1996, όπως αναφέρετε από τον Nilsson, 2003).

Η θεωρία της Θεμελιώδους ανάλυση της αγοραίας αξίας εστιάζει στην χρησιμότητα της λογιστικής πληροφόρησης έχοντας σαν παράγοντα μέτρησης τα ίδια κεφάλαια. Επομένως η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης έχει αξία για κάποιον τρίτο εκτός επιχείρησης, εφόσον τα χαρτοφυλάκια της αγοράς μεταφέρουν πληροφορίες οι οποίες δεν βασίζονται σε σταθερά επιτόκια. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι η αγορά δεν μπορεί συνέχεια να είναι αποτελεσματική και ότι υπάρχει η πιθανότητα η λογιστική πληροφορία που παίρνουμε για τα κέρδη να βασίζεται σε κυμαινόμενα επιτόκια.

Η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφόρησης εξετάζεται έχοντας σαν πρότυπο μέτρησης τα επιτόκια που εφαρμόζονται στις εμπορικές συναλλαγές στρατηγικής σημασίας. (Nilsson, 2003). Το 2003 ο Nilsson παρουσίασε ποικίλες έρευνες, οι οποίες είχαν γίνει από διάφορους μελετητές της εποχής εκείνης, οι οποίοι είχαν υιοθετήσει την θεωρία της Θεμελιώδους ανάλυσης της αγοραίας αξίας.

Πιο συγκεκριμένα, οι Chan et al. (1996, όπως αναφέρει ο Nilsson), ασχολήθηκαν με τις επενδύσεις στρατηγικού χαρακτήρα και βασίστηκαν στην ιστορική ανάπτυξη των λογιστικών κερδών. Επίσης οι ίδιοι στην έρευνά τους εξέτασαν τις συναλλαγές του εμπορίου από 16 διαφορετικές εταιρείες με χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων εσόδων και με χαμηλά έσοδα έχοντας αντί αυτού ένα μεγάλο αριθμό δεδουλευμένων εσόδων. Τέλος, μια άλλη έρευνα ήταν των Lakonishok et al. (1994 όπως μας αναφέρει ο Nilsson) οι οποίοι μελέτησαν τις επενδύσεις που είχαν γίνει σε εταιρίες χαμηλής αγοραίας και λογιστικής αξίας.

Ο Nilsson (2003) κατέληξε στο συμπέρασμα πως, αρκετές από τις μελέτες αυτές, απέδειξαν ότι η λογιστική πληροφορία είναι χρήσιμη στο να προβλέπει τα μελλοντικά επιτόκια της αγοράς και πως η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας αυξάνεται όταν μέσα από αυτήν μπορεί να γίνει πρόβλεψη της απόδοσης των επιτοκίων της αγοράς.

1.4.2 Η θεωρία της Πρόβλεψης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας

Η ερμηνεία του όρου αγοραία αξία λοιπόν, σχετίζεται με την προσέγγιση της Θεμελιώδους ανάλυσης. Επομένως η λογιστική πληροφορία λέμε ότι αποκτά αξία όταν η πληροφορία μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψουμε τα μελλοντικά κέρδη, τα μερίσματα και τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας εταιρείας.

Κατά το παρελθόν υπήρξαν αρκετοί μελετητές που υιοθέτησαν αυτή την προσέγγιση της αγοραίας αξίας και προσπάθησαν να εξετάσουν κατά πόσο μια λογιστική πληροφορία, που παίρνουμε μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρίας και η οποία δημοσιεύεται, μπορεί να γίνει χρήσιμη ώστε να μπορούμε να κάνουμε προβλέψεις στα μελλοντικά κέρδη μιας εταιρίας. (Nilsson, 2003).

Συγκεκριμένα οι Ou και Penman (1989) μελέτησαν κατά πόσο η λογιστική πληροφορία, μπορεί να συνδυαστεί με την παραγωγή και τον ακριβή προσδιορισμό των μελλοντικών κερδών, πάνω στα οποία να μπορούμε να κάνουμε πρόβλεψη. Επίσης εξέτασαν, εάν οι λογιστικές πληροφορίες που προβλέπουν αύξηση στα μελλοντικά κέρδη μιας εταιρίας, από τις εμπορικές συναλλαγές στρατηγικής σημασίας, μπορούν να δημιουργήσουν αστάθεια στα επιτόκια της αγοράς, πράγμα που σχετίζεται με την προηγούμενη προσέγγιση που αναλύσαμε δηλαδή της θεωρίας της θεμελιώδους ανάλυσης της αγοραίας αξίας.

Η παραπάνω μελέτη μας χρησίμευσε ως παράδειγμα στο να κατανοήσουμε και να διαπιστώσουμε την τόσο στενή σχέση που υπάρχει μεταξύ αυτών των δύο θεωριών δηλαδή της Θεωρίας της Πρόβλεψης και της Θεωρίας της Θεμελιώδους ανάλυσης της αγοραίας αξίας.

Ένας ακόμη ερευνητής βασίστηκε πάνω στην θεωρία της πρόβλεψης της αγοραίας αξίας για να ερμηνεύσει την λογιστική πληροφορία, όπως ήταν ο Skogsvik (2002). Ο Skogsvik εξέτασε εάν μπορεί να υπάρξει μια ακριβής πρόβλεψη στην μελλοντική απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE), μέσα από την πληροφορία που μας δίνει ένας μεγάλος όγκος χρηματοοικονομικών μεγεθών. Στην συνέχεια, εφάρμοσε αυτή την μελέτη πάνω σε συναλλαγές εμπορίου αγαθών στρατηγικής σημασίας, όπως έκαναν και οι Ou και Penman (1989), βασιζόμενος πάνω σε αυτές τις προβλέψεις.

Ορισμένοι άλλοι μελετητές όπως ήταν οι Lev και Sougiannis (1996 όπως ανέφερε ο Nilsson, 2003) ερεύνησαν πάνω στην ίδια θεωρία της πρόβλεψης, εξετάζοντας την περίπτωση των τρεχόντων εξόδων της καινοτομίας και ανάπτυξης να μπορούν να συνδεθούν με την ύπαρξη κάποιων μελλοντικών κερδών.

1.4.3 Η θεωρία της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας

Σύμφωνα με την ερμηνεία του βαθμού αποτίμησης της αγοραία αξίας (value relevance), η λογιστική πληροφορία, όπως αναφέραμε και σε προηγούμενη ενότητα,

αποκτά αξία εάν οι επενδυτές την χρησιμοποιούν για να καθορίσουν τις τιμές των μετοχών στην αγορά. (Francis και Schipper, 1999).

Ως εκ τούτου, οι ερευνητές που υιοθέτησαν αυτόν τον όρο ουσιαστικά αναφερόντουσαν στα λογιστικά στοιχεία λέγοντας πως έχουν το "περιεχόμενο της πληροφορίας" αντί να χρησιμοποιήσουν τον όρο αγοραία αξία. (Beaver, 1997 όπως αναφέρει ο Nilsson, 2003).

Τα λογιστικά στοιχεία εμπεριέχουν τον όρο "το περιεχόμενο της πληροφορίας" εάν η πληροφορία που παρέχεται στους επενδυτές έχει την δυνατότητα να διαφοροποιήσει την γνώμη τους πάνω στις μελλοντικές ταμειακές ροές και να κάνει την αγορά να αναθεωρήσουν τις τιμές της. Οι μελέτες που έχουν γίνει πάνω στο περιεχόμενο της λογιστικής πληροφορίας χρησιμοποιούν στατιστικά μοντέλα για να εξετάσουν κατά πόσο και με ποιόν τρόπο αντιδρούν οι αγορές σε μια καινούργια λογιστική πληροφορία. Γι' αυτό και τα επιτόκια σε αυτές τις μελέτες είναι δεδομένο να χρησιμοποιηθούν ως μεταβλητές για την ερμηνεία των αγορών. (Nilsson, 2003).

Παλιότερες μελέτες πάνω στη θεωρία της πληροφορίας της αγοραίας αξίας ήταν η πρωτοποριακή έρευνα που έκαναν οι Ball και Brown (1968) και ο Beaver (1968).

Οι Ball και Brown (1968) στην έρευνά τους μελέτησαν πως αντιδρά η αγορά με όρους επιτοκίων ενώ ο Beaver (1968) εξέτασε την αντίδραση αυτή μέσα από ένα μεγάλο όγκο συναλλαγών. Κύριος σκοπός τους ήταν να διαπιστώσουν εάν οι επενδυτές χρησιμοποιούν πληροφορίες για τα κέρδη όταν καθορίζουν τις τιμές των μετοχών στην αγορά. Αυτό το ενδεχόμενο εξετάστηκε όταν υπήρξε αντίδραση των αγορών με την εισαγωγή μιας καινούργιας πληροφορίας ύπαρξης κέρδους.

Οι Ball και Brown (1968) επίσης εξέτασαν την επίδραση των αγορών σε ένα μη αναμενόμενο κέρδος ακολουθώντας την ετήσια έκθεση οικονομικών καταστάσεων. Επίσης διεξήγαγαν μια έρευνα η οποία εξέτασε την συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη και την απόδοση των επιτοκίων ενός έτος. Το συμπέρασμα από αυτή την έρευνα χρησιμοποιώντας μη αναμενόμενα κέρδη είναι ότι αυτά τα μη αναμενόμενα κέρδη επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών ενώ τα αναμενόμενα κέρδη είναι ήδη ενσωματωμένα στην τιμή των μετοχών και δεν ασκούν καμία επίδραση (Lev, 1989). Όσες μελέτες υιοθέτησαν αυτήν την προσέγγιση είχαν πρόβλημα στο να μπορούν να διαχωρίσουν τα αναμενόμενα από τα μη αναμενόμενα κέρδη.

Στην περίπτωση των Ball και Brown (1968) χρησιμοποίησαν ένα συνηθισμένο μοντέλο αγοράς πάνω στα αναμενόμενα κέρδη για να ερμηνεύσουν εάν τα μη αναμενόμενα κέρδη θα επηρεάσουν των δείκτη των επιτοκίων. Επίσης, διαπίστωσαν πως υπάρχει στατιστικά μια εμφανή σχέση μεταξύ των μη αναμενόμενων κερδών και των επιτοκίων της αγοράς.

Συγκεκριμένα, ανακάλυψαν ότι τα κέρδη συλλέγουν την μισή πληροφορία απ' όσο θα έπρεπε για μια επιχείρηση κατά την διάρκεια του έτους. Γι' αυτόν τον λόγο συμπέραναν πως το περιεχόμενο της πληροφορίας για το κέρδος είναι αρκετά σημαντικό. Επιπροσθέτως, στην έρευνά τους κατέληξαν πως αν και τα κέρδη παρέχουν κάποιες πληροφορίες, η μέτρησή τους δεν είναι ποτέ ακριβής. Αυτό συμβαίνει διότι το 85 με 90 τοις εκατό της πληροφορίας που μεταφέρετε στα κέρδη έχει ήδη ανακοινωθεί από άλλα κοινωνικά μέσα δικτύωσης που επιθυμούν να ενημερώσουν πιο γρήγορα τους επενδυτές, αλλοιώνοντας με αυτόν τον τρόπο την υπάρχουσα πληροφορία για το κέρδος.

Από την άλλη πλευρά ο Beaver (1968) επικεντρώθηκε πάνω σε μεταβολές όσον αφορά στον όγκο των συναλλαγών που συνδέονται με την απόκτηση μιας νέας πληροφορίας με βάση το κέρδος. Ο ίδιος ανακάλυψε ότι ο όγκος των συναλλαγών και η διακύμανση του επιτοκίου αυξάνονται ταυτόχρονα την στιγμή εκείνη που δημοσιεύονται τα κέρδη.

Οι Ball και Brown (1968) και Beaver (1968) ήταν οι πρώτοι ερευνητές που συνέδεσαν τις εμπειρικές τους μελέτες με στατιστικά μοντέλα πάνω στον τομέα της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας. Το κίνητρο που είχαν για ξεκινούν να ερευνούν ήταν ο ισχυρισμός ότι η λογιστική πληροφορία σαν μέτρο μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης θα έπρεπε να αντανακλάται στις τιμές των μετοχών και επομένως να είναι χρήσιμες για τους επενδυτές. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είχαν κάποια αξία για τους μετόχους εφόσον απαιτούσαν αρκετό κόστος για να παραχθούν και να δημοσιευθούν.

Σύμφωνα με τον Nilsson (2003) η μελέτη των Ball και Brown (1968) και Beaver (1968) ώθησε ένα μεγάλο κύμα φιλολόγων να εξετάσουν την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας και να μελετήσουν την επίδραση που έχει η λογιστική πληροφορία όταν αυτή ανακοινωθεί στην παγκόσμια αγορά.

Παρακάτω ακολουθούν ορισμένες άλλες μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με βάση αυτήν την προσέγγιση δηλαδή της θεωρίας της αγοραίας αξίας της πληροφορίας, η οποίες εξετάζουν κατά κύριο λόγο την σχέση μεταξύ των κερδών και των τιμών των μετοχών στην αγορά.

Η έρευνα του Foster (1976 όπως παρουσιάζει ο Nilsson), ο οποίος εξέτασε την έννοια "το περιεχόμενο της πληροφορίας" πάνω στην δημοσίευση των τριμηνιαίων εσόδων στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Οι Pope και Inyangete (1992 όπως αναλύει ο Nilsson, 2003), οι οποίοι βρήκαν μια ραγδαία αύξηση στην απόδοση του επιτοκίου στις τιμές των μετοχών στην αγορά

ύστερα από την δημοσίευση των ετήσιων κερδών από ένα δείγμα εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Ο Freeman (1987 όπως αναφέρει ο Brimble, 2003) ο οποίος ερευνήσε την επίδραση που έχει το μέγεθος της εταιρίας πάνω στο περιεχόμενο της πληροφορίας που δίνουν τα κέρδη. Διαπίστωσε, λοιπόν, ότι το περιεχόμενο της πληροφορίας που σχετίζεται με τα κέρδη έχει λιγότερη αξία για τις μεγάλες επιχειρήσεις και μεγαλύτερη για τις μικρές. Αυτό οφείλεται στο ότι ένα μεγάλο ποσοστό της πληροφορίας του κέρδους που είναι διαθέσιμη στους επενδυτές για τις μεγάλες επιχειρήσεις είναι γνωστό και αναμενόμενο έναντι μιας μικρής επιχείρησης που είναι αβέβαιο. Πράγμα που δίνει περισσότερη αξία στο περιεχόμενο της πληροφορίας για αυτές τις μικρές επιχειρήσεις.

Αρκετές άλλες μελέτες διερεύνησαν την αντίδραση των αγορών στα διάφορα άλλα οικονομικά χαρακτηριστικά και παραμέτρους που επηρεάζουν τα καθαρά κέρδη (Nilsson, 2003).

Συγκεκριμένα οι Booth et al. (1996 όπως αναφέρει ο Nilsson, 2003) έχοντας κάνει μια έρευνα πάνω στις Φιλανδικές εταιρείες, διαπίστωσαν ότι τα κέρδη χειραγωγούνται στενά από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη των ιδίων επιχειρήσεων. Επομένως στην έρευνά τους χρησιμοποίησαν διάφορες τεχνικές ώστε να προσαρμόσουν τα κέρδη στο σωστό τους επίπεδο και να μετριάσουν αυτή την επιρροή.

1.4.4 Η θεωρία της Μέτρησης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας

Στις αρχές του 1990 υπό τον όρο αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας δημιουργήθηκε μια σχέση μεταξύ της λογιστικής πληροφορίας και των τιμών των μετοχών επιτρέποντας το επιτόκιο της αγοράς να ανανεώνεται συνεχώς. (Ryan et al., 2002 όπως επισημαίνεται από τον Nilsson, 2003).

Οι ερευνητές πίσω από τις μελέτες τους επικεντρώθηκαν περισσότερο στην ιδέα ότι η λογιστική πληροφορία συγκεντρώνει και αιχμαλωτίζει όλα τα γεγονότα που επηρεάζουν την εικόνα μιας εταιρείας κατά την δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων. (Easton, 1998 όπως παραπέμπει ο Nilsson, 2003).

Επομένως, οι ερευνητές σταμάτησαν να βασίζονται στην θεωρία της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας, η οποία απαιτεί συνεχώς καινούργιες πληροφορίες για την σωστή απόφαση που πρέπει να πάρουν οι επενδυτές, και κινήθηκαν πλέον πιο

στενά στην τελευταία θεωρία η οποία αναφέρεται στην θεωρία της μέτρησης της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας. (Marton, 1998).

Σύμφωνα με τον Skogsvik (2002), ο όρος που αποδίδει το περιεχόμενο της πληροφορίας και της αγοραίας αξίας έχει χρησιμοποιηθεί για να ερμηνεύσουν την λογιστική πληροφορία ούσα χρήσιμη για να μπορέσουμε να αξιολογήσουμε τα Ίδια Κεφάλαια μιας επιχείρησης. Υπό την θεωρία της μέτρησης της αγοραίας αξίας, η λογιστική πληροφορία αποκτά αξία όταν μπορεί να προσκομίζει και να συγκεντρώνει την απαραίτητη πληροφορία η οποία μπορεί να επηρεάζει τις τιμές των μετοχών στην αγορά (Francis και Schipper, 1999).

Ο Nilsson (2003, σελ .5) δηλώνει πως "εάν το αντικείμενο της λογιστικής έχει μια αξιόπιστη σχέση με την αγορά τότε και η λογιστική θα έχει την δυνατότητα να συγκεντρώνει αυτή την πληροφορία, η οποία θα είναι χρήσιμη για εκείνους που συμμετέχουν ενεργά στην αγορά, οι οποίοι θα είναι σε θέση να καθορίσουν τις τιμές των μετοχών". Αυτός είναι και ο ορισμός της αγοραίας αξίας της λογιστικής πληροφορίας που μας δίνει η θεωρία της Μέτρησης της αγοραίας αξίας.

Σύμφωνα με τον Nilsson (2003), η τιμή της μετοχής και η απόδοση του επιτοκίου χρησιμοποιούνται ως ένας τρόπος μέτρησης και αξιολόγησης της αγοράς, σε αντίθεση με άλλων μελετών που έχουν γίνει όσον αφορά τον όρο "το περιεχόμενο της πληροφορίας". Επίσης υποστηρίζει ότι όσοι ερευνητές χρησιμοποιούν την τιμή της μετοχής ως μονάδα μέτρησης και αξιολόγησης της αγοράς ουσιαστικά μελετούν την ισχύ που κατέχει η λογιστική πληροφορία ως ένα σύνολο από γεγονότα τα οποία έχουν συμβεί ή θα συμβούν και είναι ικανά να επηρεάσουν την εικόνα της επιχείρησης την συγκεκριμένη ημέρα.

Από την άλλη πλευρά όσες μελέτες βασίστηκαν πάνω στην απόδοση του επιτοκίου εξέτασαν την ικανότητα της λογιστικής πληροφορίας να συγκεντρώνει τα γεγονότα τα οποία είχαν επηρεάσει την αγοραία αξία της επιχείρησης.

Μια άλλη διαφορά μεταξύ της θεωρίας της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας και της Μέτρησης της αγοραίας αξίας είναι ότι ο χρόνος στον οποίο λαμβάνεται μια καινούργια πληροφορία είναι λιγότερο σημαντικός.

Η θεωρία της Πληροφορίας της αγοραίας αξίας δεν μας αποδεικνύει ότι πράγματι οι ερευνητές χρησιμοποιούν την λογιστική πληροφορία στις αναλύσεις τους. Είναι προτιμότερο να συλλέγουν την πληροφορία από γεγονότα που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών κατά την διάρκεια της μεταβολής των επιτοκίων.

Γι' αυτόν τον λόγο μια λογιστική πληροφορία δεν χρειάζεται να είναι απόλυτα ο μόνος παράγοντας για την λήψη των αποφάσεων εφόσον υπάρχουν ήδη κι άλλες πληροφορίες στην αγορά διαθέσιμες για τους επενδυτές και γι' αυτό δεν δίνεται τόσο

μεγάλη αξία. (Nilsson, 2003). Μια άλλη διάκριση μεταξύ των δύο θεωριών της αγοραίας αξίας της πληροφορίας και της πρόβλεψης είναι ότι εφαρμόζουν διαφορετικά μοντέλα και μεθόδους αναζήτησης για τις έρευνές τους.

Ο Nilsson (2003, σελ. 7) επισημαίνει ότι στις μελέτες που έχουν γίνει για το περιεχόμενο της πληροφορίας υιοθετούν την μέθοδο της έρευνας μέσα από τα γεγονότα που έχουν συμβεί.

Οι πιο πρόσφατες μελέτες σχετικά με την αγοραία αξία επικεντρώνεται στην θεωρία της μέτρησης της αγοραίας αξίας. (Easton, 1999). Σύμφωνα με τον Nilsson (2003), πολλές από αυτές τις μελέτες εξέτασαν την αγοραία αξία των κερδών, των ιδίων κεφαλαίων αλλά και τον συνδυασμό αυτών των δύο. (την έννοια τους θα δούμε αναλυτικά στα επόμενα κεφάλαια).

Συγκεκριμένα αναφέρει τους Easton et al. (1992) ως παράδειγμα από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Οι Easton et al. (1992) στην έρευνά τους συνάθροισαν τα κέρδη και την απόδοση των επιτοκίων για τουλάχιστον 10 χρόνια και συμπέραναν πως η απόδοση του επιτοκίου 10 ετών είναι ικανή να μας εξηγήσει την απόδοση των τιμών των μετοχών (Brimble, 2003).

Επιπλέον ορισμένες άλλες μελέτες ήταν των Runsten και Marton (1998). Οι Runsten και Marton χρησιμοποιώντας διάφορες προσεγγίσεις παρείχαν 19 στοιχεία της αγοραίας αξίας των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων στην Σουηδία.

Ο Runsten (1998) διαπίστωσε πως οι αλλαγές στα ίδια κεφάλαια θα μπορούσαν να περιγράψουν το ποσό της αύξησης των τιμών των μετοχών. Σύμφωνα με τον Runsten (1998, σελ. 302): 'Μια αλλαγή ενός οικονομικού στοιχείου στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης φαίνεται να επηρεάζει πολύ περισσότερο την τιμή των μετοχών απ' ότι την ίδια την επιχείρηση'.

Ο Marton (1998) εξέτασε την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών (την οποία έννοια θα την αναλύσουμε στο επόμενο κεφάλαιο) της Σουηδίας μεταξύ των ετών 1983 και 1995. Χρησιμοποίησε την απόδοση του επιτοκίου ενός έτους και εκείνης των 15 μηνών ώστε να εξετάσει την εναρμόνιση και την σταθεροποίηση της αγοράς πριν και μετά το ένα έτος. Αυτό που διαπίστωσε είναι ότι τα κέρδη είχαν την δυνατότητα να ερμηνεύσουν πάνω από 26 % της μεταβολής των τιμών των μετοχών για το διάστημα μικρότερο των 12 μηνών και κατά 8 % για το διάστημα άνω του ενός έτους. Επομένως συμπέρανε πως στην Σουηδία τα κέρδη έχουν αγοραία αξία και ότι η αξία αυτή έχει αυξηθεί λόγω της ύστατης προσπάθειας που έκανε η αγορά της χρονιάς 90' να εναρμονιστεί, να προσαρμοστεί και να σταθεροποιηθεί.

Κεφάλαιο 2: Η Αγοραία αξία των Λογιστικών Κερδών (Value Relevance of Earnings)

2.1 Η αρχή της έρευνας της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών

Οι έρευνες σχετικά με την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών ξεκινούν από τις αρχές του 1960 και φτάνουν μέχρι και τα μισά του 1990. Αποδεικτικά στοιχεία των ερευνών αυτών μας παρουσιάζουν πως υπάρχει μια στενή σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και των λογιστικών κερδών. (Ball και Brown, 1968; Barth, Collins, 1989).

Αυτές οι μελέτες βασίζονται συνήθως στα υποδείγματα των Miller και Modigliani's (1959) τα οποία εστιάζονται στην άποψη ότι τα τρέχοντα λογιστικά κέρδη είναι ένα επαρκές χαρακτηριστικό μέγεθος πάνω στο οποίο μπορούμε να εκτιμήσουμε τα αναμενόμενα - μελλοντικά λογιστικά κέρδη και τα διανεμηθέντα μερίσματα μιας εταιρίας. (Spremann και Gantenbein, 2002)

2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Σε αυτήν την ενότητα θα επικεντρωθούμε περισσότερο σε προγενέστερες μελέτες που ξεκινούν την χρονική περίοδο του 1960 μέχρι και 1999 και οι οποίες σχετίζονται με την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών και της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων.

2.2.1 Προγενέστερες έρευνες σε επίπεδο χρόνου

Οι Collins et al. (1997) στην έρευνά τους διεξήγαγαν τρία βασικά συμπεράσματα. Αρχικά, διαπίστωσαν πως η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών και της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης δεν έχει μειωθεί καθόλου από το 1960 κι ύστερα αλλά αντιθέτως φαίνεται να έχει πάρει μια αύξουσα κλίση.

Επίσης, οι Collins et al. (1997) από την έρευνά τους συμπέραναν ότι η σταδιακή αύξηση της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών δεν ξεπερνάει σε ποσοστό την αύξηση που έχει η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, απεναντίας παρουσιάζεται να μειώνεται. Γι' αυτό τον λόγο, οι Collins et al. (1997) , υπέθεσαν ότι αυτή η μεταβολή της αγοραίας αξίας των κερδών έναντι της λογιστικής αξίας της επιχείρησης μπορεί να αποδοθεί στην συχνή αύξηση των αρνητικών εσόδων και στην συχνή αλλαγή του μεγέθους των εταιρειών και κατ' επέκταση της μεταβολής των άυλων περιουσιακών στοιχείων των οποίων η αξία μεταβάλετε

διαχρονικά.

Πολλές άλλες μελέτες οι οποίες εξέτασαν τις αλλαγές της αγοραίας αξίας των κερδών ήταν των Lev και Zarowin et al. (1999). Αυτές οι μελέτες απέδειξαν ότι η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών είχε μια σημαντική μείωση την περίοδο 1978-1996. Το συμπέρασμα που διεξήχθη ήταν, ότι γενικά πολλές εταιρίες είναι πιο πιθανόν να δηλώσουν ζημιές κατά την πάροδο του χρόνου παρά κέρδη. Αυτό είχε σαν επακόλουθο να μειωθεί περαιτέρω η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών.

Παρόλο που ορισμένες μελέτες ανέφεραν μείωση της αγοραίας αξίας των κερδών ανά χρονικές περιόδους κάποιες άλλες μελέτες όπως των Barth, Beaver, και Landsman (1998) υποστήριζαν ότι η αγοραία λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων των εταιριών δεν είναι μεγαλύτερη των λογιστικών κερδών όταν οι εταιρίες αυτές δεν παρουσιάζουν ζημιές ή όταν μέσα στα κέρδη δεν συμπεριλαμβάνονται διάφορα άλλα παραγοντικά στοιχεία τα οποία δημιουργούν αναξιοπιστία στα συνολικά έσοδα.

Οι Chandra και Ro (2008) στην έρευνά τους διαπίστωσαν ότι η αγοραία αξία των κερδών και των εσόδων έχει παραμείνει σταθερή, με θετικό πρόσημο. Ενώ ξεχωριστά παίρνοντας την αγοραία αξία των κερδών από τα έσοδα διαπιστώσανε ότι έχει μειωθεί η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ενώ η αγοραία αξία των εσόδων έχει αυξηθεί λόγω της επίδρασης που ασκεί πάνω τους η τιμή της αγοράς.

Οι Jenkins, Kane, και Velury (2009) στην μελέτη τους συμπέραναν ότι η αγοραία αξία των κερδών είναι μεγαλύτερη κατά την διάρκεια μιας οικονομικής ανάκαμψης της οικονομίας μόνο εφόσον υπάρχει μια μεταβλητή, πάνω στο μοντέλο που εξετάζεται, και η οποία δείχνει ότι τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη είναι μεγαλύτερα, κατά την διάρκεια των εκτιμήσεων. Συνοπτικά διαπιστώνουμε ότι τα κέρδη και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κινούνται σε αντίθετες κατευθύνσεις.

2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών διαχρονικά

Στις προηγούμενες μελέτες που παρουσιάσαμε, διαπιστώσαμε πως η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών και του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων αλλάζει κατά την διάρκεια των χρόνων. Το γεγονός αυτό οφείλεται:

- Στη μεγάλη σημασία που δίνεται στην παροχή υπηρεσίας και στις επιχειρήσεις τεχνολογικού τομέα να επενδύσουν πάνω σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

- Στα συχνά και απρόσμενα γεγονότα που επηρεάζουν τα κέρδη όπως μια καταστροφή από πυρκαγιά, κάποια δικαστική χρέωση ή απόλυση εργαζομένων.
- Στην ύπαρξη αρνητικών κερδών
- Στον συνεχή αυξανόμενο αριθμό μικρών επιχειρήσεων στην λογιστική βάση δεδομένων CompuStat

2.4 Βιβλιογραφικά ανασκόπηση

Στην ενότητα αυτή θα αναφερθούμε αναλυτικά σε προγενέστερες μελέτες που αφορούν τους παραπάνω τέσσερις (4) παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών κατά την διάρκεια των χρόνων.

2.4.1 Προγενέστερες μελέτες πάνω στους παράγοντες που επηρεάζουν την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών

Αρχικά, θα αναφέρουμε τους Lev και Amir (1996) οι οποίοι στην έρευνά τους συμφώνησαν ότι η λογιστική πληροφορία έχει μειωμένη αγοραία αξία για τους επενδυτές όταν πρόκειται για επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών ή τεχνολογικές επιχειρήσεις που επενδύουν σε άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως (π.χ έρευνας και ανάπτυξης, ανθρώπινο κεφάλαιο). Ενώ τα άυλα περιουσιακά στοιχεία συμβάλλουν με έναν κυρίαρχο ρόλο στην αγορά, οι κανόνες της λογιστικής καταγράφουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όπως είναι η αγορά τους.

Συνεπώς, η λογιστική πληροφορία δεν είναι τόσο χρήσιμη όταν γίνεται η αξιολόγηση της αγοραίας αξίας μιας εταιρείας η οποία έχει μεγάλα μη καταγεγραμμένα ποσά άυλων περιουσιακών στοιχείων. Επομένως σύμφωνα με τα παραπάνω, όσο περισσότερο συμβαίνουν αυτά τόσο πιο συχνά η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών θα μειώνεται. (Lev και Amir 1996).

Στον δεύτερο παράγοντα που επηρεάζει την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών οι Elliott και Hanna (1996) στην μελέτη τους διαπίστωσαν πως οι αγορές δεν δίνουν ιδιαίτερη σημασία στα λοιπά παραγοντικά στοιχεία των κερδών τα οποία τα χαρακτηρίζουν και ως χαμηλής ποιότητας. Σε εμπειρικές έρευνες τα περισσότερα απρόσμενα γεγονότα συμβολίζουν απώλειες για την επιχείρηση και επομένως μείωση των κερδών τους.

Ο Basu (1997) στην έρευνά του συμπέρανε ότι τα απρόσμενα γεγονότα και κυρίως εκείνα που προσφέρουν αρνητικά αποτελέσματα για την επιχείρηση ασκούν λιγότερο επιρροή στην τιμή των μετοχών σε σχέση με ένα θετικό αποτέλεσμα, με συνέπεια η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών να μειώνεται. Επίσης, παρατήρησαν ότι υπάρχει μια τάση των εταιρειών να δηλώνουν μόνο τις θετικές συνιστώσες των κερδών. Αυτή η απόδειξη μας επισημαίνει ότι τα έσοδα ή οι ζημιές που προέρχονται από απρόσμενα γεγονότα μπορούν να ερμηνεύσουν μόνο ένα μέρος της αιτίας της μείωσης της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών κατά την πάροδο του χρόνου.

Όσον αφορά τον τρίτο παράγοντα ο Hayn (1995) στην μελέτη του αναφέρει το φαινόμενο όπου οι εταιρείες παρουσιάζουν αρνητικά έσοδα στον ισολογισμό τους, έχοντας λιγότερα έσοδα από πωλήσεις και ότι αυτό το φαινόμενο έχει αυξηθεί κατά την πάροδο του χρόνου. Σύμφωνα με τον ίδιο, αυτό ίσως να οφείλεται στην απόφαση των μετόχων ή των ιδιοκτητών μιας εταιρείας να αποφασίσουν να ρευστοποιήσουν ορισμένα περιουσιακά στοιχεία της ώστε να μπορέσουν να παρουσιάσουν θετικά έσοδα τα οποία στην πραγματικότητα είναι μη πραγματοποιηθέντα.

Ο Basu (1997) αυτήν την φορά εξετάζει τον ρόλο του συντηρητισμού στην λογιστική, επεξηγώντας ότι ο συντηρητισμός αυτός στα λογιστικά συστήματα των εταιρειών επιφέρει δυσμενή αποτελέσματα και ειδήσεις αναφερόμενος στα λογιστικά κέρδη έναντι μιας καλής είδησης. Εξαιτίας αυτής της ασυμμετρικής συμπεριφοράς των γεγονότων που συμβαίνουν η αξιοπιστία των λογιστικών κερδών μειώνεται και επίσης μειώνεται και η ικανότητα των λογιστικών κερδών να εξηγήσουν μια αλλαγή στην απόδοση του επιτοκίου της αγοράς. Σύμφωνα με τον ίδιο, το επίπεδο του συντηρητισμού έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια.

Σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα του Hayn's, αυτές οι ανακαλύψεις αποδεικνύουν ότι η συχνή αυξανόμενη τάση των αρνητικών εσόδων – κερδών κατά την διάρκεια των χρόνων έχει συμβάλει στην προσωρινή μείωση της αγοραίας αξίας των λογιστικών κερδών η οποία είχε την τάση να αυξάνεται.

Τέλος ο τέταρτος παράγοντας που επηρεάζει την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών διαχρονικά είναι η εμφάνιση μικρών επιχειρήσεων στη λογιστική βάση Compustat. Παλιότερες μελέτες και έρευνες μας απέδειξαν ότι η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει σημαντική αύξηση στην αγοραία της αξία για δύο λόγους : α) τα κέρδη δεν είναι ικανά ώστε να παρέχουν μια ευνοϊκή προσέγγιση που να μπορεί εκτιμήσει τα μελλοντικά λογιστικά κέρδη και β) οφείλεται στο γεγονός οι υπάρχουσες εταιρείες οι οποίες έρχονται αντιμέτωπες με την πιθανότητα της λύσης – εκκαθάρισης τους ή της ρευστοποίησης των περιουσιακών τους στοιχείων (Hayn ,1995).

Επομένως γίνεται μια υπόθεση ότι για όλες αυτές τις πιθανότητες σχετίζεται το μέγεθος της εταιρείας. Συγκεκριμένα, στις μικρές επιχειρήσεις και ιδίως στις νεοϊδρυθείσες η αποτίμηση της αξίας τους προέρχεται από τα μελλοντικά απερχόμενα κέρδη και όχι από τα πραγματικά τρέχοντα λογιστικά κέρδη (Hayn , 1995).

Ο Hayn (1995) αναφέρει ότι οι μικρές εταιρείες είναι πιο πιθανόν να δημοσιεύσουν ζημιές απ' ότι θα έκανε μια μεγάλη επιχείρηση. Επίσης, ένα άλλο ενδεχόμενο είναι ότι οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να αντιμετωπίσουν μια οικονομική ύφεση ή ένα οποιοδήποτε άλλο αρνητικό γεγονός το οποίο θα τις επηρεάσει αρνητικά και αυτό θα έχει μεγαλύτερη επίπτωση πάνω σε αυτές παρά εάν συνέβαινε σε κάποια από τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τα παραπάνω οι επενδυτές εφεξής δίνουν περισσότερη βαρύτητα στην αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων σε περίπτωση που θέλουν να αξιολογήσουν μια μικρή επιχείρηση παρά στην αγοραία αξία των λογιστικών κερδών. Τέλος, όσον αφορά τη λογιστική βάση Compustat μπορούμε να πούμε ότι διευρύνεται συνεχώς με την πάροδο του χρόνου με συνέπεια να συμπεριλαμβάνει περισσότερες μικρές επιχειρήσεις απ' ότι μεγάλες και η αναλογία αυτών να είναι μεγαλύτερη στη λογιστική βάση Compustat.

Κεφάλαιο 3: Η αγοραία αξία των Συνολικών Κερδών (Value Relevance of Comprehensive Income)

3.1 Η έννοια του εσόδου και του συνολικού εσόδου

Το έσοδο σαν έννοια αναφέρεται στις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων, εκτός από εκείνες που προκύπτουν από επενδυτικές δραστηριότητες των ιδίων των μετόχων, αλλά και από διανομές μερισμάτων προς σ' αυτούς. Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του εσόδου:

- Έσοδο ως μονάδα μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης και της διοίκησης
- Έσοδο ως μέσο για την ενίσχυση του πλούτου των επενδυτών.

Η πρώτη προσέγγιση θεωρεί ότι το εισόδημα παράγεται μόνο λόγω της συνήθους δραστηριότητας της επιχείρησης, ιδίως λόγω της επαναλαμβανόμενης ανάλωσης του ενεργητικού της, ενώ τα υπόλοιπα κέρδη και ζημίες που προκύπτουν από άλλες μη συνήθεις δραστηριότητες για τους σκοπούς της επιχείρησης αποκλείονται, και οι αλλαγές αυτές στην αξία του κεφαλαίου δεν αντιμετωπίζονται ως μέρος του εσόδου. Η προσέγγιση αυτή είναι επίσης γνωστή και ως η προσέγγιση της τρέχουσας λειτουργικής απόδοσης (Newberry, 2003).

Αντίθετα, στην δεύτερη προσέγγιση το έσοδο θεωρείται ως ένα μέσο για την ενίσχυση της έννοιας του πλούτου των επενδυτών και παρατηρείται από την οπτική γωνία του επενδυτή. Το έσοδο αυτό προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του ποσού που επένδυσε και του ποσού που είτε διανέμεται είτε είναι διαθέσιμο για διανομή (Newberry, 2003).

Στην πραγματικότητα, ο βασικός στόχος της προσέγγισης αυτής είναι η αύξηση του επενδυμένου πλούτου. Επομένως προέχει να γίνει μια σημαντική αξιολόγηση των εσόδων και των εξόδων, ώστε να απεικονιστεί η πραγματική τους αξία η οποία είναι σημαντική για την παρουσίαση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της επιχείρησης μια προσέγγιση η οποία ονομάζεται "all-inclusive" προσέγγιση του εισοδήματος (Newberry, 2003).

Η έννοια του "all-inclusive" εισοδήματος οδήγησε στη δημιουργία του όρου του συνολικού εσόδου, ο οποίος οφειλόταν στην επιθυμία των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων να έχουν κάποιο στοιχείο για τις όποιες αλλαγές των ιδίων κεφαλαίων που προέρχονται από εξωγενείς παράγοντες για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (Robinson, 1991).

Ειδικότερα, σύμφωνα με τον Robinson (1991), πολλά οικονομικά στοιχεία παρέκαμπταν την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και μεταφέρονταν απευθείας στα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών, γεγονός το οποίο οδήγησε σε πολλά αμφιλεγόμενα ζητήματα, τα οποία αποτέλεσαν τη βάση για την ύπαρξη ενός σχήματος που θα περιλαμβάνει όλες τις συνιστώσες του εισοδήματος, οι οποίες οδηγούν σε αλλαγές της συνολικής κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης των οργανισμών.

Τα γεγονότα αυτά σε συνδυασμό με τις ολοένα και πιο πολύπλοκες επιχειρηματικές συναλλαγές, με την συνεχή αύξηση της πολυμορφίας των επιχειρηματικών συναλλαγών, καθώς και το αυξανόμενο ενδιαφέρον των διαφόρων χρηστών ήταν ο λόγος για την εμβάθυνση της έννοιας του συνολικού εισοδήματος και ταυτόχρονα της προσέγγισης του ενεργητικού και του παθητικού ως μονάδα μέτρησης της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών. (Robinson, 1991)

Ειδικότερα, σαν συνολικό έσοδο (comprehensive income) ορίζουμε τη μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου από συναλλαγές και άλλα γεγονότα και περιστάσεις από πηγές μη προερχόμενες από τους μετόχους. Το συνολικό εισόδημα περιλαμβάνει όλες τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια μιας περιόδου εκτός εκείνων που προκύπτουν από επενδύσεις που πραγματοποιούν οι ίδιοι μέτοχοι για τους ίδιους καθώς και για διανομές προς αυτούς (Johnson et. al, 1995).

3.2 Η Θέσπιση του προτύπου 130 του FASB και η γέννηση της έννοια της Αγοραίας αξίας των Συνολικών Κερδών

Τον Ιούνιο του 1997, το Αμερικανικό Συμβούλιο Προτύπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής (FASB) προχώρησε στην έκδοση του Λογιστικού προτύπου με αριθμό 130, «Εκθέσεις Συνολικών Εσόδων», το οποίο ήταν το πρώτο πρακτικό βήμα για να εξασφαλίσει ότι οι εταιρείες θα προχωρούν στη δημοσίευση των συνολικών εσόδων τους (comprehensive income) (Official Release, FASB 130, 1997).

Η επίσημη κυκλοφορία του προτύπου (1997) ανέφερε επίσης ότι το πρότυπο απαιτεί, ότι όλα τα στοιχεία που αναγνωρίζονται ως συνιστώσες των συνολικών εσόδων σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα, θα πρέπει να αναφέρονται σε μια οικονομική δήλωση, η οποία θα είναι τόσο εμφανής όσο και οι άλλες οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, το πρότυπο δεν απαιτούσε ειδική μορφή για την παρουσίαση

των συνολικών εσόδων, αλλά όλες οι επιχειρήσεις έπρεπε να παρουσιάσουν την εικόνα για συνολικά έσοδα σε μια οικονομική κατάσταση (Official Release, FASB 130, 1997).

Επίσης, το πρότυπο αυτό απαιτούσε ότι οι οργανώσεις θα πρέπει να κατηγοριοποιήσουν τα στοιχεία των λοιπών συνολικών εσόδων από τη φύση τους σε μια οικονομική κατάσταση και να εμφανίζουν το συσσωρευμένο ποσό για τα λοιπά συνολικά έσοδα στην κατάσταση των ιδίων κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων σε αυτή είτε τα αδιανέμητα κέρδη είτε το πρόσθετο καταβεβλημένο κεφάλαιο, έχοντας επίσης σαν απαίτηση άλλου την ανακατάταξη των οικονομικών καταστάσεων για τις προηγούμενες περιόδους για σκοπούς συγκρίσεων.

3.3 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούμε σε δύο προγενέστερες μελέτες σχετικά με την αγοραία αξία των συνολικών κερδών (value relevance of comprehensive income). Συγκεκριμένα θα αναφερθούμε σε μελέτες των συνολικών εσόδων που βασίζονται πάνω στο πρότυπο 130 του FASB πριν αλλά και μετά την υιοθέτησή του.

3.3.1 Προγενέστερες έρευνες της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών βασιζόμενες στο πρότυπο 130 του FASB

Η θέσπιση του παραπάνω προτύπου αποτέλεσε το έρεισμα για την πραγματοποίηση ερευνών σχετικών με την αγοραία αξία των συνολικών εσόδων-κερδών με αποτέλεσμα σήμερα να έχουν πραγματοποιηθεί μια σειρά από έρευνες, οι οποίες εξέτασαν διεξοδικά το θέμα αυτό.

Μια τέτοια χαρακτηριστική έρευνα πραγματοποιήθηκε από τους Campbell et al (1999), οι οποίοι στην έρευνά τους μελέτησαν 73 εταιρείες, οι οποίες ήταν από τις πρώτες που υιοθέτησαν το πρότυπο 130, εξετάζοντας με αυτό τον τρόπο τις εναλλακτικές επιλογές που είχαν στη διάθεσή τους οι εταιρείες αυτές.

Το βασικό συμπέρασμα, στο οποίο κατέληξε η έρευνά τους ήταν ότι από τις 73 εταιρείες που μελετήθηκαν συνολικά, οι 39 δημοσίευσαν τα συνολικά έσοδα στην κατάσταση ιδίων κεφαλαίων, οι 22 επέλεξαν μια ξεχωριστή οικονομική κατάσταση και οι υπόλοιπες 12 μια συνδυαστική κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και κατάστασης ιδίων κεφαλαίων. Οι ερευνητές παρατήρησαν επίσης, ότι για την πλειοψηφία των εταιρειών που αναφέρθηκαν στα συνολικά έσοδα τους στην

κατάσταση των ιδίων κεφαλαίων, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών ήταν, κατά μέσο όρο, αδιάφορη ή αρνητική, ενώ για τις άλλες δύο ομάδες, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών ήταν σχετικά σημαντική και θετική σε αξία (Campbell et al, 1999).

Μια άλλη παρατήρηση που προέκυψε από τη συγκεκριμένη έρευνα ήταν, ότι οι εταιρείες που ήταν αρκετά μεγάλες επέλεξαν για τη κατάσταση των ιδίων κεφαλαίων την αναφορά των συνολικών εσόδων, γεγονός το οποίο ώθησε τους ερευνητές να συμπεράνουν ότι κάποιες εταιρείες είναι δυνατόν να αντιληφθούν την αγοραία αξία των συνολικών εσόδων τους ως λιγότερο ευνοϊκή, ενώ ένα μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών αυτών επέλεξαν για τη δημοσίευση τους το καθαρό λογιστικό τους εισόδημα στην κατάσταση των ιδίων κεφαλαίων τους (Campbell et al, 1999).

Από την άλλη πλευρά, στην έρευνά τους, οι Hirst και Hopkins (1998) προσπάθησαν να ερευνήσουν κατά πόσον η απόφαση των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων διαφέρει όταν παρέχονται σε αυτούς οι οικονομικές καταστάσεις χωρίς ολοκληρωμένη απεικόνιση των εσόδων (περίοδος πριν την υιοθέτηση του προτύπου) και πως όταν οι οικονομικές καταστάσεις παρέχονται σε αυτούς με απεικόνιση των συνολικών εσόδων στην κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας(περίοδος μετά την υιοθέτηση του προτύπου)

Οι ερευνητές παρατήρησαν, ότι η παρουσίαση των συνολικών εσόδων στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης παρείχε εύκολα κατανοήσιμες πληροφορίες στα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως είναι οι επενδυτές, και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η τελική αποτίμηση της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών αφήνεται στην κρίση των ενδιαφερόμενων μερών (Hirst και Hopkins, 1998) .

Τέλος, διαπιστώθηκε ότι η μελέτη αυτή παρείχε ενδείξεις αναφορικά με το ότι η αναφορά του συνολικού εισοδήματος στην κατάσταση αποτελεσμάτων θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και σαν μια μορφή ελέγχου των κερδών της διοίκησης, ενώ, από την άλλη πλευρά, η αναφορά τους στην κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και σαν μια μορφή κάλυψης των κερδών της διοίκησης από τις διάφορες δραστηριότητες της.

3.4 Συνιστώσες του συνολικού εσόδου

Σύμφωνα με τον Johnson et. al (1995), τα βασικότερα στοιχεία τα οποία αποτελούν τις συνιστώσες του συνολικού εσόδου σύμφωνα με το Αμερικανικό Συμβούλιο Προτύπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής (FASB) είναι τα ακόλουθα:

- Οι προσαρμογές σε ξένο νόμισμα
- Τα κέρδη και οι ζημιές από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, οι οποίες έχουν χαρακτηριστεί ως οικονομικές αντισταθμίσεις μιας καθαρής επένδυσης σε αλλοδαπή επιχείρηση, ξεκινούν από την ημερομηνία προσδιορισμού τους.
- Τα κέρδη και οι ζημιές από ενδοεταιρικές συναλλαγές σε ξένο νόμισμα που αποτελούν μια επένδυση με μακροπρόθεσμο χαρακτήρα (δηλαδή, ο διακανονισμός δεν έχει προγραμματιστεί ή αναμένεται να προκύψει στο εγγύς μέλλον), όταν οι φορείς της συναλλαγής ενοποιούνται, σε συνδυασμό ή λογιστικοποιούνται με τη μέθοδο της καθαρής θέσης στις οικονομικές καταστάσεις της μητρικής επιχείρησης.
- Μια αλλαγή στην αγοραία αξία της μελλοντικής σύμβασης που μπορεί να θεωρηθεί ως αντιστάθμιση ενός περιουσιακού στοιχείου στην εύλογη αξία, εκτός , αν σύμφωνα με την παράγραφο 11 του FASB, απαιτεί νωρίτερα αναγνώριση κέρδους ή απώλεια εισοδήματος, επειδή δεν έχει πραγματοποιηθεί υψηλή συσχέτιση.
- Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές διακράτησης διαθεσίμων προς πώληση χρεογράφων.
- Μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές διακράτησης που προκύπτουν από ένα χρεόγραφο που μεταφέρεται στην κατηγορία διαθέσιμα προς πώληση από την κατηγορία διακρατούμενα μέχρι τη λήξη.
- Επακόλουθες αυξήσεις στην εύλογη αξία των διαθεσίμων προς πώληση χρεογράφων, οι οποίες στο παρελθόν έχουν καταγραφεί ως απομειωμένες.
- Επακόλουθη μείωση της εύλογης αξίας των διαθεσίμων προς πώληση τίτλων, οι οποίοι προηγουμένως έχουν καταγραφεί σαν απομειωμένες.
- Η περίσσεια της πρόσθετης συνταξιοδοτικής υποχρέωσης πάνω από μη αναγνωρισμένο κόστος προϋπηρεσίας (δηλαδή, η καθαρή ζημία δεν έχει ακόμα αναγνωριστεί ως καθαρό κόστος συνταξιοδότησης) (Johnson et. al, 1995).

Αντίστοιχα, με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (IFRS), οι κυριότερες συνιστώσες του συνολικού εσόδου είναι οι ακόλουθες:

- Τα κέρδη και οι ζημιές από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, οι οποίες έχουν χαρακτηριστεί ως οικονομικές αντισταθμίσεις μιας καθαρής επένδυσης σε αλλοδαπή επιχείρηση, ξεκινούν από την ημερομηνία προσδιορισμού τους.
- Κέρδη και ζημιές από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση
- Αποτελεσματική αναλογία των κερδών και των ζημιών στην αντιστάθμιση των ταμειακών ροών
- Τα αναλογιστικά κέρδη και οι ζημιές από προγράμματα καθορισμένων παροχών
- Αλλαγές στην επανεκτίμηση του πλεονάσματος των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού
- Αλλαγές στην επανεκτίμηση του πλεονάσματος των άυλων περιουσιακών στοιχείων
- Μερίδιο στα λοιπά συνολικά έσοδα σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις
- Φόροι συνδεδεμένοι με τα λοιπά συνολικά έσοδα (OCI- Other Comprehensive income). (IASB, 2011)

3.5 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούμε σε προγενέστερες έρευνες σχετικά με την αποτίμηση της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών (value relevance of comprehensive income) και των συνιστωσών τους επεξηγώντας και αναλύοντας παράλληλα τις όποιες διαφορές υπάρχουν με τα καθαρά λογιστικά κέρδη αλλά και σε διεθνής προγενέστερες μελέτες.

3.5.1 Προγενέστερες μελέτες πάνω στην αγοραία αξία των συνολικών κερδών και των συνιστωσών τους – σύγκριση με τα λογιστικά κέρδη

Την περίοδο 1995-1996 οι Dhaliwal et al (1999) χρησιμοποιώντας δεδομένα από διάφορες επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών εξέτασαν την αγοραία αξία των συνολικών κερδών και τις κύριες συνιστώσες τους, όπως προαπαιτούσε το πρότυπο του FASB 130. Αυτό που ανακάλυψαν ήταν ότι η μόνη συνιστώσα των συνολικών

εσόδων- κερδών που βελτιώνει την σχέση μεταξύ του εισοδήματος και της απόδοσης του επιτοκίου είναι η προσαρμογή των χρεογράφων του ισολογισμού που είναι διαθέσιμα προς πώληση με τις τιμές της αγοράς γνωστό και ως "mark-to-market".

Επιπλέον, αυτό το αποτέλεσμα μας παροτρύνει πως πρόκειται για επιχειρήσεις που είναι πιο πολύ χρηματοοικονομικές στον κλάδο της δραστηριότητάς τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι ερευνητές να συμπεράνουν πως τα αγοραία συνολικά κέρδη δεν έχουν αξία διότι δεν παρέχουν αρκετή και σημαντική πληροφορία πέρα από την πληροφορία του καθαρού λογιστικού κέρδους.

Μια άλλη μελέτη πάνω στην αγοραία αξία των συνολικών κερδών και στις συνιστώσες τους ήταν εκείνη των Chambers et al (2006), οι οποίοι υποστήριξαν πως τα αποτελέσματα των ερευνών που έχουν γίνει είναι ελλιπή διότι υπάρχουν λάθη στην μέτρηση των μεταβλητών που είχαν χρησιμοποιηθεί. Αυτό οφείλεται σύμφωνα με τους Chambers et al (2006) στο γεγονός ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες οι επιχειρήσεις δεν κοινοποιούσαν το ακριβές μέγεθος των συνολικών εσόδων διότι δεν ήταν απαραίτητο την δεκαετία του 90'. Επομένως οι ερευνητές θα έπρεπε να εκτιμήσουν την απόκλιση που δημιουργούνται και συνεπώς παρουσίαζαν ψευδή αποτελέσματα στις μελέτες τους.

Οι ίδιοι πάλι ερευνητές Chambers et al (2006) διαπίστωσαν ότι οι συνιστώσες των συνολικών εσόδων όπως είναι τα κέρδη ή οι ζημιές από συναλλαγές που έχουν γίνει σε ξένο νόμισμα ή τα χρεόγραφα τα οποία προσαρμόζονται στον ισολογισμό με την αγοραία τους αξία δεν είχαν καθόλου αξία πριν το 1997, ενώ μετ' έπειτα απέκτησαν σημαντική αξία η οποία θα μπορούσε να ξεπεράσει την αξία του καθαρού λογιστικού κέρδους. Παρ' όλα αυτά τα καθαρά λογιστικά κέρδη εξακολουθούν και συνεχίζουν να κυριαρχούν έναντι των συνολικών κερδών διότι έχουν την δυνατότητα να παρέχουν αξιόπιστη πληροφορία και μπορούν να προβλέπουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές και το μελλοντικό καθαρό λογιστικό εισόδημα παράλληλα.

Σε μια άλλη παρόμοια μελέτη οι Biddle και Choi (2006) εξέτασαν εάν η αγοραία αξία των συνολικών κερδών με τις συνιστώσες τους έχουν αξία για την περίοδο μετά το 1997, για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Αυτό που διαπίστωσαν ήταν ότι το συνολικό έσοδο επικρατούσε έναντι του καθαρού λογιστικού εσόδου όσον αφορά στις μελλοντικές προβλέψεις του καθαρού κέρδους και των λειτουργικών ταμειακών ροών

Χρησιμοποιώντας ένα μικρό δείγμα από την Νέα Ζηλανδία οι Cahan et al (2000) δεν βρήκαν κάποιο αποδεικτικό ότι την χρονιά 1988-1997 υπήρχε κάποια αγοραία αξία πάνω στα συνολικά έσοδα και στις συνιστώσες τους. Το ίδιο διαπίστωσαν και οι Brimble και Hodgson (2005), οι οποίοι χρησιμοποίησαν δεδομένα από Αυστραλιακές

εταιρείες. Συγκεκριμένα, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών παρουσιάστηκε μικρότερη από το ατομικό καθαρό λογιστικό κέρδος και οι αποτελούμενες συνιστώσες του συνολικού κέρδους προσέφεραν ελάχιστες πληροφορίες στην αγορά, με αποτέλεσμα να θεωρηθούν πως είχαν χαμηλή αξία.

Τέλος, μια άλλη έρευνα που διεξήχθη ήταν εκείνη των Dhaliwal *et al* (1999), οι οποίοι μελέτησαν την σχέση της αγοραίας αξίας των συνολικών κερδών με την απόδοση των επιτοκίων της αγοράς και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπήρχε κάποια ουσιώδη απόδειξη που να αποδεικνύει ότι υπάρχει όντως στενή σχέση αυτών των δύο. Επίσης, δεν μπορούσε να υποστηριχθεί ότι τα συνολικά κέρδη είναι καλύτερα στο να ερμηνεύουν της μελλοντικές ταμειακές ροές απ' ό,τι το καθαρό εισόδημα και αυτό γιατί το καθαρό εισόδημα έχει αποδείξει έμπρακτα πως έχει στενή σχέση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και έχει την ιδιότητα να προβλέπει τις μελλοντικές ταμειακές ροές των εισοδημάτων με καλύτερο τρόπο (Dhaliwal *et al* 1999).

Επομένως, η μόνη συνιστώσα του συνολικού εσόδου η οποία βελτιώνει την σχέση του εισοδήματος με εκείνης των επιτοκίων της αγοράς είναι η συνιστώσα των χρεογράφων. Όλες οι άλλες συνιστώσες του συνολικού εισοδήματος λειτουργούν ως παραγοντικά στοιχεία που δημιουργούν αναξιοπιστία στα συνολικά έσοδα (Dhaliwal *et al* 1999).

3.5.2 Διεθνείς προγενέστερες έρευνες

Μια χαρακτηριστική έρευνα, πραγματοποιήθηκε από τους O'Hanlon και Pope (1999), οι οποίοι μελέτησαν την αξιοπιστία των συσσωρευμένων αποδόσεων των μετοχών και των ταμειακών ροών εστιάζοντας στη αγοραία αξία των λογιστικών εσόδων και των έκτακτων εσόδων για ένα δείγμα εταιριών στο Ηνωμένο Βασίλειο μεταξύ των ετών 1972 και 1992.

Το συμπέρασμα, στο οποίο κατέληξε η έρευνα αυτή ήταν ότι η αγοραία αξία των λογιστικών εσόδων ήταν περισσότερο αξιόλογη στην παροχή λογιστικής πληροφορίας προς τα ενδιαφερόμενα μέρη, σε αντίθετη περίπτωση με τα έκτατα έσοδα στα οποία δεν υπήρχαν ενδείξεις και επομένως δεν παρείχαν αξιόπιστες πληροφορίες.

Μια άλλη έρευνα των Cahan *et al.* (2000) διερεύνησε κατά πόσον η ύπαρξη ξεχωριστής αναφοράς των συνολικών εσόδων στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι περισσότερο αξιόπιστη με την περίπτωση κατά την οποία δεν υπήρχε. Η

μελέτη αυτή διερεύνησε κατά πόσον η αγοραία αξία των συνολικών κερδών σε σχέση με τα καθαρά λογιστικά κέρδη αυξάνεται μέσα από την «Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων». Η ανάλυση αυτή διεξήχθη για εταιρείες της Νέας Ζηλανδίας, για μια περίοδο που καλύπτει τα έτη μεταξύ 1992 έως 1997.

Τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι τα συνολικά έσοδα σε συγκεντρωτική βάση είχαν μικρότερη αγοραία αξία από ότι το καθαρό λογιστικό κέρδος. Επιπλέον, στην ίδια έρευνα συμπεράναν, ότι δεν υπάρχει κανένα όφελος από την ξεχωριστή αναφορά των συστατικών στοιχείων των λοιπών συνολικών εσόδων στις οικονομικές καταστάσεις. Εν συνέχεια διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις, που να επιβεβαιώνουν ότι η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων προκάλεσε αύξηση στην αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών αλλά και άλλων συστατικών των συνολικών εσόδων σε σχέση με το καθαρό λογιστικό έσοδο.

Από την άλλη πλευρά, χρησιμοποιώντας δεδομένα από εταιρείες της Αυστραλίας κατά την περίοδο 1988 – 1997, οι Brimble και Hodgson (2005) αναπαρήγαγαν τα συνολικά έσοδα με βάση τις προσαρμογές των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, για να ελέγξουν τη αγοραία αξία των συνολικών εσόδων και άλλων συστατικών του συνολικού εισοδήματος. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν, ότι τα συνολικά έσοδα είχαν μικρότερη αγοραία αξία από ότι έχει το λογιστικό εισόδημα, καθώς και ότι τα συστατικά των συνολικών εσόδων ήταν αναξιόπιστα παρέχοντας μη χρήσιμες πληροφορίες. Το γεγονός αυτό απεδείχθη ακόμη κι ύστερα από την εξέταση ενός μη-γραμμικού μοντέλου το οποίο είχε εισαχθεί ως μια νέα πτυχή αποτίμησης.

Μια άλλη μελέτη έγινε από τους Kubota et al. (2011), οι οποίοι χρησιμοποίησαν ένα δείγμα ιαπωνικών εταιρειών μεταξύ 2000 και 2008 για να αναλύσουν την αγοραία αξία των καθαρών λογιστικών εσόδων και τα στοιχεία των λοιπών συνολικών εσόδων. Στην πραγματικότητα, οι συγγραφείς ανέλυσαν τα παραπάνω, μέσω ελέγχου της σχέσης μεταξύ των σωρευτικών αποδόσεων και των διάφορων μέτρων του εισοδήματος. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν, ότι τα στοιχεία των λοιπών συνολικών εσόδων δεν παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για το περιεχόμενο της πληροφορίας και επομένως η αγοραία αξία των συνολικών κερδών μειώνεται.

Τέλος, η επόμενη μελέτη ήταν του Höhn (2011), ο οποίος ανέλυσε την αγοραία αξία των συνολικών εσόδων, καθώς και των άλλων συστατικών των συνολικών εσόδων για τις εισηγμένες εταιρείες στην Ελβετία, που εφαρμόζουν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης για μια περίοδο παρατήρησης μεταξύ των ετών 1987 και 2009. Η συγκεκριμένη μελέτη διερεύνησε τη σχέση μεταξύ των λογιστικών και των συνολικών κερδών και έδειξε, σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, ότι οι συναλλαγματικές διαφορές, τα κέρδη και οι ζημιές από τα

διαθέσιμα προς πώληση των χρεογράφων είναι στατιστικά σημαντικά και σχετίζονται με τις αποδόσεις των μετοχών και τις τιμές των μετοχών ενώ για τις άλλες συνιστώσες του λοιπού συνολικού εισοδήματος η μελέτη δεν μπορεί να επιβεβαιώσει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα με συνέπεια να παρουσιαστεί μια μικρή μείωση στην αγοραία αξία των συνολικών κερδών.

Κεφάλαιο 4: Εμπειρική Ανάλυση του Υποδείγματος

4.1 Εμπειρική ανάλυση

Σκοπός της εμπειρικής ανάλυσης είναι να εξεταστεί κατά πόσο η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών έναντι αυτής των συνολικών κερδών επηρεάζει την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος του Ohlson (1995) τόσο διαχρονικά όσο και μεταξύ των διαφόρων χωρών.

4.2 Μεθοδολογία

Το μοντέλο που χρησιμοποιείται για την γραμμική παλινδρόμηση είναι του Ohlson (1995), το οποίο εξετάζει κατά πόσο γραμμικά είναι η λογιστική αξία BV (Book value) και του καθαρού εισοδήματος NI (Net Income) στο τέλος της διαχειριστικής περιόδου με την αγοραία τιμή της μετοχής P (Market priced) 6 (έξι) μήνες μετά την διαχειριστική περίοδο. Επιπλέον ο Ohlson (1995) στο μοντέλο του χρησιμοποιεί την ψευδομεταβλητή DNI για να διαχωρίσει τα κέρδη από τις ζημιές.

Συγκεκριμένα το μοντέλο που χρησιμοποιεί είναι:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 DNI_{it} + \alpha_4 DNI_{it} * NI_{it} + \alpha_5 DNI_{it} * BV_{it} + \epsilon_{it}$$

Σ' αυτό το υπόδειγμα ο Ohlson (1995) εξετάζει κατά πόσο οι τιμές των μετοχών στην αγορά P (Market price) επηρεάζονται με βάση το καθαρό εισόδημα ανά μετοχή NI (Net Income per share) και την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή (Book value per share). Χρησιμοποιώντας την ψευδομεταβλητή DNI λαμβάνει υπόψη και τις κερδοφόρες και τις ζημιογόνες επιχειρήσεις. Η ψευδομεταβλητή DNI σύμφωνα με τον Ohlson (1995) λαμβάνει την τιμή 1 για όσες επιχειρήσεις έχουν ζημιές και την τιμή 0 για όσες επιχειρήσεις παρουσιάζουν κέρδη.

Επομένως, επειδή η έρευνά μας απαιτεί μόνο κερδοφόρες επιχειρήσεις, εξετάζονται μόνο τα κέρδη και η ψευδομεταβλητή DNI δεν χρειάζεται. Επίσης, για να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τα λογιστικά κέρδη από τα συνολικά θα διαχωρίσουμε την μεταβλητή NI (Net Income) σε δύο μεταβλητές, όπου η μία θα αφορά τα λογιστικά κέρδη που παίρνουμε από την ΚΑΧ (Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης) και η άλλη τα συνολικά κέρδη που παίρνουμε από την ΚΣΑΧ (Συνολική Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης)

Συγκεκριμένα το μοντέλο μας γίνεται ως εξής:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_{it}, \text{ όπου}$$

- **P:** Η τιμή της μετοχής έξι μήνες μετά την διαχειριστική περίοδο.
- **NI:** Τα συνολικά και λογιστικά κέρδη από ΚΣΑΧ και ΚΑΧ ανά μετοχή.
- **BV:** Η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή.

Το μοντέλο αυτό εξετάζει την ερμηνευτική ικανότητα R^2 των λογιστικών - συνολικών κερδών ανά μετοχή NI και της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή BV σε σχέση με την τιμή της μετοχής P.

4.3 Επιλογή του Δείγματος

Οι χρονολογίες που εξετάζει το υπόδειγμα μας είναι για 2 (δύο) χρόνια τα οποία απέχουν 5(πέντε) χρόνια μεταξύ τους. Ειδικότερα οι επιλεγμένες χρονιές είναι του 2006 και του 2010 στις 31/12 κάθε έτους που κλείνει η διαχειριστική περίοδος. Επέλεξα αυτές τις χρονιές διότι προτίμησα οι χώρες να έχουν υιοθετήσει όλες τα ΔΛΠ (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) ώστε να υπάρχει για όλες ένα μέτρο σύγκρισης και να μην δημιουργούνται αποκλίσεις στα αποτελέσματα τις έρευνας.

Για την συγκεκριμένη έρευνα έχουν επιλεγθεί μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις από 3 (τρεις) διαφορετικές χώρες όπως η Ισπανία, η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Η επιλογή των χωρών ήταν τυχαία. Πιο αναλυτικά, τα οικονομικά δεδομένα που παρουσιάζονται στην έρευνα είναι από επιχειρήσεις που είναι στο Ευρώ και συμμετέχουν στο Χρηματιστήριο της Μαδρίτης, στο Χρηματιστήριο του Δουβλίνου και στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου αντίστοιχα.

Η επιλογή των δεδομένων έχει γίνει μέσα από το πρόγραμμα Datastream. Συνολικά επιλέχθηκαν 157 επιχειρήσεις της Ισπανίας από το Χρηματιστήριο της Μαδρίτης, 113 επιχειρήσεις της Ιρλανδίας από το Χρηματιστήριο του Δουβλίνου και 82 επιχειρήσεις του Λουξεμβούργου από το χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου.

Για την επιλογή των οικονομικών δεδομένων της ΚΣΑΧ (Κατάσταση Συνολικών Αποτελεσμάτων Χρήσης) αποκτήθηκαν δεδομένα από την λογιστική βάση Thomsonone διότι δεν υπήρχαν διαθέσιμες πληροφορίες στη λογιστική βάση Datastream. Για τα οικονομικά δεδομένα των λογιστικών κερδών από ΚΑΧ Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης) χρησιμοποιήθηκε ο κωδικός WC10010, για την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή στις 31/12/2006 και 31/12/2010 χρησιμοποιήθηκε ο κωδικός WC05476 και για την αγοραία τιμή των μετοχών

χρησιμοποιήθηκε ο κωδικός WC5040 ο οποίος μετρά 6 (έξι) μήνες μετά την διαχειριστική περίοδο και μετρά την τιμή του Ιουνίου δηλαδή στις 30/06/2006 και 30/06/2010.

4.4 Αποτελέσματα της έρευνας των χωρών Ιρλανδίας, Λουξεμβούργου, Ισπανίας.

ΙΡΛΑΝΔΙΑ 2006 & 2010, όπου Ni τα λογιστικά κέρδη από ΚΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------|-----|----------|-----------|-----|-----|
| Pr | 101 | 54.69110 | 35.85972 | 1 | 121 |
| Ni | 96 | 42.30189 | 26.89492 | 1 | 91 |
| Bv | 96 | 50.23585 | 29.81580 | 1 | 101 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 121€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 91€ για τα κέρδη ανά μετοχή και στα 101€ για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Επίσης, για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 101 και 96 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Τέλος ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 42.30 μέχρι το 54.69 και η τυπική απόκλιση από 29.81 μέχρι το 35.85.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.5912 | 1.0000 | |
| Bv | 0.6232 | 0.7172 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 62,32% έναντι του λογιστικού κέρδους με 59,12%, όπως ακριβώς μας έλεγαν και οι μελέτες

που αναλύσαμε. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα λογιστικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την μεγαλύτερη συσχέτιση με τιμή 71,72%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών της Ιρλανδίας 2006 & 2010

Number of obs = 85

F (2, 82) = 48.21

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.4312

Root MSE = 26.141

Linear Regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .3958896 | .2639651 | 2.05 | 0.043 | .011932 | .7798472 |
| Bv | .4951315 | .2616831 | 2.27 | 0.007 | .141281 | .8489819 |
| _cons | 13.23776 | 4.624561 | 2.86 | 0.005 | 4.038037 | 22.43749 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 48,21 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική) το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 43,12%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.05 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 2.27. Η τιμή του p-value είναι 0.043 και 0.007 αντίστοιχα. Τέλος η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι αρκετά μικρή με τιμή 0.26 και για τις δυο μεταβλητές.

ΙΡΛΑΝΔΙΑ 2006 & 2010,
όπου Ni τα συνολικά κέρδη από ΚΣΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
| Pr | 101 | 54.66492 | 35.82491 | 1 | 121 |
| Ni | 91 | 34.75219 | 26.90740 | 1 | 141 |
| Bv | 98 | 51.20370 | 30.37238 | 1 | 102 |

Παρατηρούμε, η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 121€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 141€ για τα συνολικά κέρδη ανά μετοχή και στα 102€ για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Επίσης, για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 101 παρατηρήσεις των τιμών των μετοχών και 91 και 98 παρατηρήσεις αντίστοιχα για τα υπόλοιπα. Τέλος, ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 34.75 μέχρι το 54.66 και η τυπική απόκλιση από 26.90 μέχρι το 35.82.

B) Πίνακας συσχέτισης.

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.3861 | 1.0000 | |
| Bv | 0.5188 | 0.4955 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 51,88% έναντι του συνολικού λογιστικού κέρδους με 38,61%. Όπως ακριβώς μας έλεγαν και οι μελέτες που αναλύσαμε. Επίσης, από τον πίνακα παρατηρούμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν μια μέση συσχέτιση με τιμή 49,55%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών της Ιρλανδίας 2006 & 2010

Number of obs = 85

F (2, 67) = 51.93

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.3646

Root MSE = 28.735

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .0960141 | .081470 | 1.18 | 0.246 | -.0666007 | .2586290 |
| Bv | .7191871 | .118591 | 6.06 | 0.000 | .4824784 | .9558958 |
| _cons | 19.08164 | 7.135113 | 2.67 | 0.009 | 4.839895 | 33.32339 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 51,93 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική) το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με adjusted R² στα 36,46%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας διακυμαίνονται και δεν είναι όλες στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα, τα συνολικά κέρδη είναι στατιστικά μη σημαντικά εφόσον το t-statistic είναι στο 1.18 με p-value 0.246. Αντιθέτως η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων είναι στατιστικά σημαντική με t-statistic 6.06 όπου η τιμή του p-value είναι στο μηδέν 0.000. Τέλος η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι στο 0.08 για τα συνολικά κέρδη και 0.11 για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων.

4.4.1 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών της Ιρλανδίας

Από τα δύο αυτά υποδείγματα συμπεραίνουμε ότι η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών της Ιρλανδίας ερμηνεύεται καλύτερα από ότι η αγοραία αξία των συνολικών κερδών με ποσοστό adjusted R² 43,12% έναντι 36,36% των συνολικών κερδών. Επίσης, παρατηρούμε πως με την χρησιμοποίηση των συνολικών κερδών έναντι των λογιστικών κερδών, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών δεν ερμηνεύεται καλά με t-statistic να πέφτει από το 2.05 στο 1.18 το οποίο είναι λογικό εφόσον υπάρχουν συνιστώσες των συνολικών κερδών οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά τα κέρδη. Τέλος, η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων βλέπουμε να έχει αυξηθεί από το 2.27 στο 6.06.

ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ 2006 & 2010,
όπου Ni τα λογιστικά κέρδη από ΚΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
| Pr | 88 | 34.01136 | 18.96669 | 1 | 66 |
| Ni | 72 | 19 | 10.79973 | 1 | 38 |
| Bv | 72 | 19.85714 | 10.89097 | 1 | 38 |

Παρατηρούμε, η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 66€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 38€ για τα κέρδη ανά μετοχή και στα 38€ για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Επίσης για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 88 και 72 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Τέλος ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 19 μέχρι το 34.011 και η τυπική απόκλιση από 10.79 μέχρι το 18.96.

B) Πίνακας συσχέτισης.

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.4018 | 1.0000 | |
| Bv | 0.7759 | 0.3880 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 77,59% έναντι του λογιστικού κέρδους με 40,18%. Όπως ακριβώς μας έλεγαν και οι μελέτες που αναλύσαμε. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα λογιστικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την μικρότερη συσχέτιση με τιμή 38,80%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών του Λουξεμβούργου 2006 & 2010

Number of obs = 68

F (2, 14) = 19,14

Prob > F = 0.0001

Adj R-squared = 0.6260

Root MSE = 3.545

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------------|--------------|------------------|----------|-----------------|-----------------------------|----------|
| Ni | .2753828 | .0702869 | 2.07 | 0.012 | -.0753675 | .2261332 |
| Bv | .4164683 | .0674191 | 6.18 | 0.000 | .2718688 | .5610679 |
| _cons | 2.573244 | 2.099306 | 1.23 | 0.009 | -1.929321 | 7.075808 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 19,14 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0,01% το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 62,60%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.07 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 6.18. Η τιμή του p-value είναι 0.012 και 0.000 αντίστοιχα. Τέλος, η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι αρκετά μικρή με τιμή 0.70 και 0.67.

ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ 2006 & 2010,
όπου Ni τα συνολικά κέρδη από ΚΣΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
| Pr | 88 | 37.29167 | 20.6129 | 1 | 68 |
| Ni | 73 | 39.84683 | 53.2619 | 1 | 74 |
| Bv | 73 | 18.47826 | 10.9705 | 2 | 37 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 68€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 74€ για τα συνολικά κέρδη ανά μετοχή και στα 37€ για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Επίσης, για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 88 και 73 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Τέλος ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 18.47 μέχρι το 39.84 και η τυπική απόκλιση από 10.97 μέχρι το 53.26.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.5005 | 1.0000 | |
| Bv | 0.7202 | 0.4645 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 72,02% έναντι του συνολικού λογιστικού κέρδους με 50,05%. Όπως ακριβώς μας έλεγαν και οι μελέτες που αναλύσαμε. Επίσης, από τον πίνακα παρατηρούμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν μια μικρή συσχέτιση με τιμή 46,45%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών του Λουξεμβούργου 2006 & 2010

Number of obs = 68

F(2, 15) = 14.36

Prob > F = 0.0021

Adj R-squared = 0.4011

Root MSE = 19.94

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | 1.964698 | .6801544 | 2.89 | 0.011 | .5149829 | 3.414413 |
| Bv | .5073874 | .4517858 | 1.82 | 0.079 | -.4555711 | 1.470346 |
| _cons | 16.22305 | 12.30331 | 1.32 | 0.207 | -10.00083 | 42.44692 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 14,36 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0,02% , το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 40,11%. Επίσης, παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα συνολικά λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.85 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 1.82. Η τιμή του p-value είναι 0.011 και 0.079 αντίστοιχα. Τέλος, η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.68 και 0.45 αντίστοιχα.

4.4.2 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών του Λουξεμβούργου

Από τα δύο αυτά υποδείγματα συμπεραίνουμε ότι η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών του Λουξεμβούργου ερμηνεύεται καλύτερα από ότι η αγοραία αξία των συνολικών κερδών με ποσοστό adjusted R² 62.60% έναντι 40.11% των συνολικών κερδών. Επίσης, παρατηρούμε πως με την χρησιμοποίηση των συνολικών κερδών έναντι των λογιστικών κερδών, η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται με την χρησιμοποίηση των συνολικών κερδών με t-statistic να πέφτει από το 6,18 στο 1.82. Τέλος, η αγοραία αξία του κερδών έχει αυξηθεί από το 2.07 στο 2.89 που σημαίνει ότι το έτος 2010 ήταν αρκετά κερδοφόρο για τις επιχειρήσεις.

ΙΣΠΑΝΙΑ 2006 & 2010,
όπου Ni τα λογιστικά κέρδη από ΚΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
| Pr | 131 | 88.70992 | 53.82429 | 1 | 180 |
| Ni | 113 | 59.24096 | 38.93822 | 1 | 128 |
| Bv | 113 | 67 | 39.268 | 1 | 138 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 180€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 128€ για τα κέρδη ανά μετοχή και στα 138€ για την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Επίσης, για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 131 και 113 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Τέλος ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 59.24 μέχρι το 88.70 και η τυπική απόκλιση από 38.93 μέχρι το 53.82.

B) Πίνακας συσχέτιση

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.6697 | 1.0000 | |
| Bv | 0.6162 | 0.7810 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με τα λογιστικά κέρδη με τιμή συσχέτισης 66.97% . Επίσης, από τον πίνακα παρατηρούμε ότι τα λογιστικά κέρδη και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την μεγαλύτερη αυτοσυσχέτιση με τιμή 78,10%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών της Ισπανίας 2006 & 2010

Number of obs = 102

F (2, 59) = 35.48

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.5708

Root MSE = 38.466

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------------|--------------|------------------|----------|-----------------|-----------------------------|----------|
| Ni | .6620466 | .2375655 | 2.79 | 0.007 | .1866791 | 1.137414 |
| Bv | .3303223 | .2215126 | 1.49 | 0.141 | -.1129235 | .773568 |
| _cons | 25.29284 | 8.366258 | 3.02 | 0.004 | 8.551999 | 42.03369 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 35,48 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική), το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 57,08%. Επίσης, παρατηρούμε ότι τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.79 ενώ η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων είναι στατιστικά μη σημαντική με t-statistic 1.49. Η τιμή του p-value είναι 0.007 και 0.141 αντίστοιχα. Τέλος, η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι αρκετά μικρή με τιμή 0.23 και 0.22 αντίστοιχα.

ΙΣΠΑΝΙΑ 2006 & 2010,
όπου Ni τα συνολικά κέρδη από ΚΣΑΧ

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006 & 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|------------|-------------|------------------|------------|------------|
| Pr | 131 | 79.5 | 55.37773 | 1 | 182 |
| Ni | 115 | 62.50769 | 37.22781 | 3 | 127 |
| Bv | 115 | 73.81538 | 42.48562 | 3 | 139 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 182€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, ενώ τα συνολικά κέρδη και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων ξεκινούν με ελάχιστη τιμή τα 3€ και μέγιστη τα 127€ και 139€ ανά μετοχή αντίστοιχα. Επίσης, για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 131 και 115 παρατηρήσεις αντίστοιχα. Τέλος ο μέσος των μεταβλητών κυμαίνεται από το 62.5 μέχρι το 79.5 και η τυπική απόκλιση από 37.22 μέχρι το 52.37 αντίστοιχα.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006 & 2010

| | Pr | Ni | Bv |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pr | 1.0000 | | |
| Ni | 0.6640 | 1.0000 | |
| Bv | 0.7050 | 0.7174 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 70,50% έναντι του συνολικού κέρδους με 66,40%. Όπως ακριβώς μας έλεγαν και οι μελέτες που αναλύσαμε. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την υψηλότερη συσχέτιση με τιμή 71,74%.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των εταιριών της Ισπανίας 31-12-2006 & 2010

Number of obs = 102

F(2, 55) = 48.32

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.4486

Root MSE = 37.123

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .4867628 | .2203546 | 2.21 | 0.031 | .0451623 | .9283633 |
| Bv | .6242823 | .2153443 | 2.90 | 0.005 | .1927228 | 1.055842 |
| _cons | 4.494868 | 8.336326 | 0.54 | 0.592 | -12.2115 | 21.20124 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 48,32 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική), το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 44,86%. Επίσης, παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα συνολικά λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.21 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 2.90. Η τιμή του p-value είναι 0.031 και 0.005 αντίστοιχα. Τέλος, η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.22 και 0.21 αντίστοιχα.

4.4.3 Σύγκριση των λογιστικών με των συνολικών κερδών της Ισπανίας

Από τα δύο αυτά υποδείγματα συμπεραίνουμε ότι η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών του Λουξεμβούργου ερμηνεύεται καλύτερα από ότι η αγοραία αξία των συνολικών κερδών με ποσοστό adjusted R² 57.08% έναντι 44.86% των συνολικών κερδών. Επίσης, παρατηρούμε πως με την χρησιμοποίηση των συνολικών κερδών έναντι των λογιστικών κερδών η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται με t-statistic από 1,49 σε 2,90 και η αγοραία αξία των κερδών μειώνεται ελαφρώς με τιμή t-statistic από το 2.79 στο 2.21 το οποίο είναι λογικό εφόσον υπάρχουν συνιστώσες των συνολικών κερδών οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά τα κέρδη.

4.5 Αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης των Λογιστικών Κερδών και σύγκριση της κάθε Χώρας μεταξύ της, για τα έτη 2006 & 2010

Number of obs = 85

ΙΡΛΑΝΔΙΑ

F (2, 82) = 48.21

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.4312

Root MSE = 26.141

Linear Regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .3958896 | .2639651 | 2.05 | 0.043 | .011932 | .7798472 |
| Bv | .4951315 | .2616831 | 2.27 | 0.007 | .141281 | .8489819 |
| _cons | 13.23776 | 4.624561 | 2.86 | 0.005 | 4.038037 | 22.43749 |

Number of obs = 68

ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ

F(2, 14) = 19,14

Prob > F = 0.0001

Adj R-squared = 0.6260

Root MSE = 3.545

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .2753828 | .0702869 | 2.07 | 0.012 | -.0753675 | .2261332 |
| Bv | .4164683 | .0674191 | 6.18 | 0.000 | .2718688 | .5610679 |
| _cons | 2.573244 | 2.099306 | 1.23 | 0.009 | -1.929321 | 7.075808 |

Number of obs = 102

ΙΣΠΑΝΙΑ

F(2, 59) = 35.48

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.5708

Root MSE = 38.466

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .6620466 | .2375655 | 2.79 | 0.007 | .1866791 | 1.137414 |
| Bv | .3303223 | .2215126 | 1.49 | 0.141 | -.1129235 | .773568 |
| _cons | 25.29284 | 8.366258 | 3.02 | 0.004 | 8.551999 | 42.03369 |

Από τους παραπάνω πίνακες, συμπεραίνουμε ότι το Λουξεμβούργο ερμηνεύει αρκετά καλύτερα την γραμμική παλινδρόμηση που έχουμε επιλέξει να τρέξουμε το μοντέλο μας με R²-adjusted στο 62.60% . Επίσης και στις 3 (τρεις) χώρες διαπιστώνουμε πως η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών είναι στατιστικά σημαντική με πρώτη χώρα την Ισπανία, με t-statistic 2.79 και p- value 0.007. Τέλος, εκτός της Ισπανία, η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων βγαίνει στατιστικά σημαντική με πρώτη χώρα το Λουξεμβούργο με t-statistic 6.18 και p-value 0.000.

4.6 Αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης των Συνολικών Κερδών και σύγκριση της κάθε Χώρας μεταξύ της για τα έτη 2006 & 2010

Number of obs = 85

ΙΡΛΑΝΔΙΑ

F (2, 67) = 51.93

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.3646

Root MSE = 28.735

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .0960141 | .081470 | 1.18 | 0.246 | -.0666007 | .2586290 |
| Bv | .7191871 | .118591 | 6.06 | 0.000 | .4824784 | .9558958 |
| _cons | 19.08164 | 7.135113 | 2.67 | 0.009 | 4.839895 | 33.32339 |

Number of obs = 68

ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ

F (2, 15) = 14.36

Prob > F = 0.0021

Adj R-squared = 0.4011

Root MSE = 19.94

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | 1.964698 | .6801544 | 2.89 | 0.011 | .5149829 | 3.414413 |
| Bv | .5073874 | .4517858 | 1.82 | 0.079 | -.4555711 | 1.470346 |
| _cons | 16.22305 | 12.30331 | 1.32 | 0.207 | -10.00083 | 42.44692 |

Number of obs = 102

ΙΣΠΑΝΙΑ

F (2, 55) = 48.32

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.4486

Root MSE = 37.123

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-------|----------|-----------|------|-------|----------------------|----------|
| Ni | .4867628 | .2203546 | 2.21 | 0.031 | .0451623 | .9283633 |
| Bv | .6242823 | .2153443 | 2.90 | 0.005 | .1927228 | 1.055842 |
| _cons | 4.494868 | 8.336326 | 0.54 | 0.592 | -12.2115 | 21.20124 |

Από τους παραπάνω πίνακες, συμπεραίνουμε ότι η Ισπανία ερμηνεύει λίγο καλύτερα την γραμμική παλινδρόμηση που έχουμε επιλέξει να τρέξουμε το μοντέλο μας με R²-adjusted στο 44,86%. Επίσης και στις 3 (τρεις) χώρες διαπιστώνουμε πως η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων είναι στατιστικά σημαντική με πρώτη χώρα την Ιρλανδία, με t-statistic 6.06 και p-value 0.000. Τέλος, εκτός της Ιρλανδίας, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών βγαίνει στατιστικά σημαντική με πρώτη χώρα το Λουξεμβούργο με t-statistic 2.89 και p-value 0.011.

4.7 Αποτελέσματα του μοντέλου για Όλες τις Χώρες για τα έτη 2006 & 2010

Για να εφαρμόσουμε την γραμμική παλινδρόμηση για όλες τις χώρες θα προσθέσουμε στο μοντέλο μας δυο ψευδομεταβλητές με την ονομασία Country1 και Country2. Οι δύο αυτές ψευδομεταβλητές μας βοηθούν στο να εντοπίσουμε εάν υπάρχει κάποια επίπτωση της μίας χώρας πάνω στην άλλη και μας επηρεάζει το μοντέλο μας.

Συγκεκριμένα το μοντέλο μας παίρνει την μορφή

$$Pit = \alpha_0 + \alpha_1 NI_t + \alpha_2 BV_t + \text{Country1} + \text{Country2} + \epsilon_t, \text{ όπου}$$

- Country1 παίρνει την τιμή 1 για την Ιρλανδία και 0 για τις υπόλοιπες χώρες
- Country2 παίρνει την τιμή 1 για την Ισπανία και 0 για τις υπόλοιπες χώρες

4.7.1 Με βάση τα Λογιστικά τους Κέρδη έτος 2006

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2006

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|-----|----------|-----------|-----|-----|
| Pr | 153 | 131.4922 | 80.34581 | 1 | 269 |
| Ni | 130 | 83.68333 | 52.8424 | 1 | 177 |
| Bv | 135 | 97.16807 | 57.02264 | 1 | 191 |
| Country1 | 352 | .3247863 | .4689635 | 0 | 1 |
| Country2 | 352 | .4472934 | .4979241 | 0 | 1 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 269€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 177€ όσον αφορά τα λογιστικά κέρδη ανά μετοχή και στα 191€ όσον αφορά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Οι ψευδομεταβλητές έχουν πάρει μέγιστο και ελάχιστον 1 και 0 αντίστοιχα. Επίσης, για την τιμή της μετοχής χρησιμοποιήθηκαν 153 παρατηρήσεις, για λογιστικά κέρδη 130 παρατηρήσεις και για την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων 135. Στη συνέχεια αναφέρεται ο μέσος όρος τους και η τυπική τους απόκλιση με την τιμή της μετοχής να πρωτοπορεί με 131.49 μέσο όσο και 80.34 τυπική απόκλιση.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006

| | Pr | Ni | Bv | Country1 | Country2 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|-----------------|
| Pr | 1.0000 | | | | |
| Ni | 0.5727 | 1.0000 | | | |
| Bv | 0.5203 | 0.7313 | 1.0000 | | |
| Country1 | -0.4666 | -0.5500 | -0.5587 | 1.0000 | |
| Country2 | -0.1064 | -0.0848 | -0.1868 | -0.4907 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών εκτός των ψευδομεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών με τιμή συσχέτισης στο 57.27% έναντι της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης 52,03%. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την υψηλότερη συσχέτιση με τιμή 73,13%. Τέλος, να αναφέρουμε ότι οι τιμές των ψευδομεταβλητών είναι αρνητικές που σημαίνει ότι δεν συσχετίζονται με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος και επομένως δεν επηρεάζονται οι χώρες μεταξύ τους.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των λογιστικών κερδών όλων των χωρών στο έτος 2006

Number of obs = 124

F (4, 68) = 11.43

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.4721

Root MSE = 32.993

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------------|--------------|------------------|----------|-----------------|-----------------------------|----------|
| Ni | .5551022 | .2689036 | 2.06 | 0.043 | .0185135 | 1.091691 |
| Bv | .2144934 | .2292076 | 1.94 | 0.053 | -.2428832 | .67187 |
| Country1 | -24.90458 | 23.02155 | -1.08 | 0.283 | -70.84337 | 21.03421 |
| Country2 | 7.410433 | 30.65366 | 0.24 | 0.810 | -53.75799 | 68.57885 |
| _cons | 68.93556 | 29.13145 | 2.37 | 0.021 | 10.80465 | 127.0665 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 11.43 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική) το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 47,21%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα

λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.06 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 1.94. Η τιμή του p-value είναι 0.043 και 0.053 αντίστοιχα. Η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.26 και 0.22 αντίστοιχα. Τέλος να αναφέρουμε ότι οι ψευδομεταβλητές Country1 και Country2 είναι στατιστικά μη σημαντικές με t-statistic -1.08 και 0.24 και του p-value 0.283 και 0.810 αντίστοιχα.

4.7.2 Με βάση τα Λογιστικά τους Κέρδη έτος 2010

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|-----|----------|-----------|-----|-----|
| Pr | 167 | 125.0376 | 83.69519 | 1 | 271 |
| Ni | 151 | 84.76768 | 52.44488 | 1 | 176 |
| Bv | 146 | 102.303 | 56.49281 | 3 | 193 |
| Country1 | 352 | .3247863 | .4689635 | 0 | 1 |
| Country2 | 352 | .4472934 | .4979241 | 0 | 1 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 271€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 176€ όσον αφορά τα λογιστικά κέρδη ανά μετοχή και στα 193€ όσον αφορά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Οι ψευδομεταβλητές έχουν πάρει μέγιστο και ελάχιστον 1 και 0 αντίστοιχα. Επίσης για την τιμή της μετοχής χρησιμοποιήθηκαν 167 παρατηρήσεις και 151 για τα λογιστικά κέρδη και για την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων 146 παρατηρήσεις. Στη συνέχεια αναφέρεται ο μέσος όρος τους και η τυπική τους απόκλιση με την τιμή της μετοχής να πρωτοπορεί με 125.03 μέσο όσο και 83.65 τυπική απόκλιση.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2010

| | Pr | Ni | Bv | Country1 | Country2 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|-----------------|
| Pr | 1.0000 | | | | |
| Ni | 0.5929 | 1.0000 | | | |
| Bv | 0.6267 | 0.6845 | 1.0000 | | |
| Country1 | -0.5137 | -0.4978 | -0.4542 | 1.0000 | |
| Country2 | -0.3365 | -0.0027 | -0.1646 | -0.6048 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών εκτός των ψευδομεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής

παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την αγοραία αξία της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης στο 62.67% έναντι των λογιστικών κερδών με τιμή συσχέτισης 59,29%. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα λογιστικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την υψηλότερη συσχέτιση με τιμή 68,45%. Τέλος, να αναφέρουμε ότι οι τιμές των ψευδομεταβλητών είναι αρνητικές που σημαίνει ότι δεν συσχετίζονται με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος και επομένως δεν επηρεάζονται οι χώρες μεταξύ τους.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των Λογιστικών Κερδών όλων των Χωρών στο έτος 2010

Number of obs = 131
F(4, 74) = 31.55
Prob > F = 0.0000
Adj R-squared = 0.51,99
Root MSE = 30.066

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------------|--------------|------------------|----------|-----------------|-----------------------------|----------|
| Ni | .5725976 | .2386233 | 2.40 | 0.019 | .0971302 | 1.048065 |
| Bv | .4855874 | .2147878 | 2.26 | 0.027 | .0576133 | .9135614 |
| Country1 | -4.128263 | 24.07255 | -0.17 | 0.864 | -52.09387 | 43.83735 |
| Country2 | -1.888251 | 23.98287 | 0.16 | 0.534 | 4.101337 | 99.67515 |
| _cons | 16.42919 | 28.97031 | 0.57 | 0.572 | -41.29542 | 74.15379 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 31.55 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική), το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 51.99%. Επίσης, παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.40 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 2.26. Η τιμή του p-value είναι 0.019 και 0.027 αντίστοιχα. Η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.23 και 0.21 αντίστοιχα. Τέλος να αναφέρουμε ότι οι ψευδομεταβλητές Country1 και Country2 είναι στατιστικά μη σημαντικές με t-statistic -0.17 και 0.16 και του p-value 0.864 και 0.534 αντίστοιχα.

4.7.3 Σύγκριση Λογιστικών Κερδών ετών 2006 & 2010

Συγκρίνοντας τις δύο αυτές χρονιές διαπιστώνουμε ότι την χρονιά 2010 το μοντέλο μας ερμηνεύεται καλύτερα με R^2 51,99% σε σχέση με την χρονιά 2006 η οποία ερμηνευόταν σωστά μόνο στο 47,21%. Επίσης και στις δυο χρονικές περιόδους οι ανεξάρτητες μεταβλητές παραμένουν στατιστικά σημαντικές και παρουσιάζουν μια αύξηση της στατιστικής σημαντικότητάς τους. Συγκεκριμένα η στατιστική σημαντικότητα των λογιστικών κερδών αυξάνεται από το 2.05 στο 2.40 και της λογιστικής αξίας από το 1.94 στο 2.26. Επομένως διαπιστώνουμε πως η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών αυξάνεται με τον πιο γρήγορα ρυθμό απ' ότι αυξάνεται η αγοραία αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, αξίζει να αναφέρουμε ότι οι ψευδομεταβλητές και στα δυο χρόνια παραμένουν στατιστικά μη σημαντικές και επομένως οι χώρες που έχουμε επιλέξει δεν επηρεάζονται μεταξύ τους.

4.7.4 Με βάση τα Συνολικά τους Κέρδη έτος 2006

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|-----|----------|-----------|-----|-----|
| Pr | 153 | 128.705 | 78.50522 | 1 | 263 |
| Ni | 130 | 12.78138 | 77.70697 | 1 | 741 |
| Bv | 135 | 90.62 | 54.57754 | 1 | 186 |
| Country1 | 352 | .2820513 | .4507211 | 0 | 1 |
| Country2 | 352 | .3653846 | .4823114 | 0 | 1 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 263€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 741€ όσον αφορά τα συνολικά κέρδη ανά μετοχή και στα 186€ όσον αφορά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Οι ψευδομεταβλητές έχουν πάρει μέγιστο και ελάχιστον 1 και 0 αντίστοιχα. Επίσης για την τιμή της μετοχής χρησιμοποιήθηκαν 153 παρατηρήσεις και 130 για τα συνολικά κέρδη και 135 για την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια αναφέρεται ο μέσος όρος τους και η τυπική τους απόκλιση με την τιμή της μετοχής να πρωτοπορεί με 128.7 μέσο όσο και 78.5 τυπική απόκλιση.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006

| | Pr | Ni | Bv | Country1 | Country2 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|-----------------|
| Pr | 1.0000 | | | | |
| Ni | 0.3635 | 1.0000 | | | |
| Bv | 0.4471 | 0.3102 | 1.0000 | | |
| Country1 | -0.3597 | -0.0782 | -0.3882 | 1.0000 | |
| Country2 | -0.4097 | -0.0280 | -0.4720 | -0.6515 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών εκτός των ψευδομεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την αγοραία αξία της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης στο 44,71% έναντι των λογιστικών κερδών με τιμή συσχέτισης 36,35%. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν την χαμηλότερη συσχέτιση με τιμή 31,02%. Τέλος, να αναφέρουμε ότι οι τιμές των ψευδομεταβλητών είναι αρνητικές που σημαίνει ότι δεν συσχετίζονται με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος και επομένως δεν επηρεάζονται οι χώρες μεταξύ τους.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των Συνολικών Κερδών όλων των Χωρών στο έτος 2006

Number of obs = 122

F(4, 54) = 11.29

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.3890

Root MSE = 37.545

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------------|--------------|------------------|----------|-----------------|-----------------------------|----------|
| Ni | 7704434 | .2579658 | 2.99 | 0.004 | .2532532 | 1.287634 |
| Bv | .36006 | .1869627 | 1.93 | 0.059 | -.0147777 | .7348977 |
| Country1 | 16.01166 | 25.26857 | 0.63 | 0.529 | -34.64878 | 66.6721 |
| Country2 | -36.79581 | 24.61084 | -1.50 | 0.141 | -86.13759 | 12.54596 |
| _cons | 109.3869 | 27.54053 | 3.97 | 0.000 | 54.17148 | 164.6024 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 11.29 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική) το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 38.90%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι

στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.99 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 1.93. Η τιμή του p-value είναι 0.004 και 0.059 αντίστοιχα. Η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.25 και 0.18 αντίστοιχα. Τέλος να αναφέρουμε ότι οι ψευδομεταβλητές Country1 και Country2 είναι στατιστικά μη σημαντικές με t-statistic 0,63 και -1.50 και του p-value 0.529 και 0.141 αντίστοιχα

4.7.5 Με βάση τα Συνολικά τους Κέρδη έτος 2010

A) Πίνακας περιγραφικής στατιστικής

Summarize Year 2010

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------------|-----|----------|-----------|-----|-----|
| Pr | 167 | 121.1311 | 81.68928 | 1 | 265 |
| Ni | 149 | 6.656884 | 28.17560 | 1 | 251 |
| Bv | 151 | 98.25556 | 54.90289 | 3 | 188 |
| Country1 | 352 | .2820513 | .4507211 | 0 | 1 |
| Country2 | 352 | .3653846 | .4823114 | 0 | 1 |

Παρατηρούμε, ότι η τιμή των μεταβλητών για την γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόστηκε ξεκινάει από το 1€ και φτάνει στα 265€ όσον αφορά την τιμή της μετοχής, στα 251€ όσον αφορά τα συνολικά κέρδη ανά μετοχή και στα 188€ όσον αφορά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή. Οι ψευδομεταβλητές έχουν πάρει μέγιστο και ελάχιστον 1 και 0 αντίστοιχα. Επίσης για την τιμή της μετοχής χρησιμοποιήθηκαν 167 παρατηρήσεις και 149 για τα συνολικά κέρδη και 151 για την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια αναφέρεται ο μέσος όρος τους και η τυπική τους απόκλιση με την τιμή της μετοχής να πρωτοπορεί με 121.13 μέσο όσο και 81.68 τυπική απόκλιση.

B) Πίνακας συσχέτισης

Correlation Year 2006

| | Pr | Ni | Bv | Country1 | Country2 |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Pr | 1.0000 | | | | |
| Ni | 0.2557 | 1.0000 | | | |
| Bv | 0.6201 | 0.2907 | 1.0000 | | |
| Country1 | -0.2584 | -0.2649 | -0.3363 | 1.0000 | |
| Country2 | -0.5129 | -0.1666 | -0.4235 | -0.6171 | 1.0000 |

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση όλων των μεταβλητών εκτός των ψευδομεταβλητών. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει περισσότερη συσχέτιση με την αγοραία αξία της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων με τιμή συσχέτισης στο 62,01% έναντι των λογιστικών κερδών με τιμή συσχέτισης 25,57%. Επίσης, από τον πίνακα συμπεραίνουμε ότι τα συνολικά κέρδη με την λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν μια μεσαία συσχέτιση με τιμή 29,07%. Τέλος, να αναφέρουμε ότι οι τιμές των ψευδομεταβλητών είναι αρνητικές που σημαίνει ότι δεν συσχετίζονται με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος και επομένως δεν επηρεάζονται οι χώρες μεταξύ τους.

Γ) Γραμμική παλινδρόμηση των Συνολικών Κερδών όλων των Χωρών στο έτος 2010

Number of obs = 133

F(4, 54) = 17.82

Prob > F = 0.0000

Adj R-squared = 0.49.09

Root MSE = 30.478

Linear regression, robust

| Pr | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|----------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| Ni | .3545108 | .1185184 | 2.99 | 0.004 | -.5908882 | -.1181333 |
| Bv | .8212635 | .1659489 | 4.95 | 0.000 | .490289 | 1.152238 |
| Country1 | -23.85351 | 23.09735 | -1.03 | 0.305 | -69.91972 | 22.21271 |
| Country2 | -63.13339 | 22.96515 | -2.75 | 0.408 | -108.9359 | -17.33084 |
| _cons | 88.32889 | 27.93109 | 3.16 | 0.002 | 32.62209 | 144.0357 |

Παρατηρούμε, ότι με την τιμή του F-statistic στο 17.82 και την πιθανότητα να είναι λάθος είναι 0 (μηδενική) το υπόδειγμά μας ερμηνεύεται σωστά με Adjusted R² στα 49.09%. Επίσης παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές των δεδομένων μας είναι

στατιστικά σημαντικές και η τιμή του p-value είναι αρκετά χαμηλή. Συγκεκριμένα, τα λογιστικά κέρδη είναι στατιστικά σημαντικά με t-statistic 2.99 και η λογιστική αξία του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων στατιστικά σημαντική με t-statistic 4.95. Η τιμή του p-value είναι 0.004 και 0.000 αντίστοιχα. Η τυπική απόκλιση των μεταβλητών είναι 0.11 και 0.16 αντίστοιχα. Τέλος να αναφέρουμε ότι οι ψευδομεταβλητές Country1 και Country2 είναι στατιστικά μη σημαντικές με t-statistic -1.03 και -2.75 και του p-value 0.305 και 0.408 αντίστοιχα πράγμα που σημαίνει ότι χώρες δεν ασκούν επιρροή η μία στην άλλη.

4.7.6 Σύγκριση Λογιστικών Κερδών ετών 2006 & 2010

Συγκρίνοντας τις δύο αυτές χρονιές διαπιστώνουμε ότι την χρονιά 2010 το μοντέλο μας ερμηνεύεται καλύτερα με R^2 49,09% σε σχέση με την χρονιά 2006 η οποία ερμηνευόταν σωστά μόνο στο 38,90%. Επίσης και στις δυο χρονικές περιόδους οι ανεξάρτητες μεταβλητές παραμένουν στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα, η αγοραία αξία των συνολικών κερδών παρέμεινε σταθερή με t-statistic 2.99 ενώ η στατιστική σημαντικότητα της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε από το 1.93 στο 4.95. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων γίνεται περισσότερο αξιόπιστη κατά την πάροδο του χρόνου. Τέλος, παρατηρούμε ότι οι ψευδομεταβλητές και στα δυο χρόνια παραμένουν στατιστικά μη σημαντικές και επομένως οι χώρες που έχουμε επιλέξει δεν επηρεάζονται μεταξύ τους

Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία εξετάσαμε την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας μέσα από μια σειρά μελετών οι οποίες μας απέδειξαν πως με την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια και πως είναι κατάλληλη για να παρθούν σωστές αποφάσεις από την πλευρά των ενδιαφερόμενων που θέλουν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Επίσης, εξετάσαμε την αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας σε επίπεδο χώρας και καταλήξαμε στο συμπέρασμα πως στο παρελθόν οι χώρες που ακολουθούσαν το Αγγλοσαξονικό πρότυπο βασισμένο πάνω στο Αμερικάνικο λογιστικό πρότυπο ευδοκίμουν περισσότερο εφόσον η αγοραία αξία της λογιστικής πληροφορίας ερμηνευόταν καλύτερα και υπήρχε μεγαλύτερη εισροή κεφαλαίων. Επομένως, σύμφωνα με τις μελέτες που έχουν γίνει, εκείνο που καθορίζει την αγοραία αξία των λογιστικών πληροφοριών είναι το "περιεχόμενο" της πληροφορίας το οποίο παρουσιάζεται στις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών. Ακολουθώντας στην εργασία αυτή, ασχοληθήκαμε εκτενέστατα με την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών και των συνολικών κερδών. Όσον αφορά την αγοραία αξία των λογιστικών κερδών, διαπιστώσαμε ότι αγοραία αυτή αξία με την πάροδο του χρόνου μειώνεται ή αυξάνεται με μικρότερο ρυθμό από ότι η αγοραία αξία της λογιστικής αξίας του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων, αναφέροντας σαν κύρια αιτία την ύπαρξη αρνητικών κερδών αλλά και πολλών μικρών επιχειρήσεων οι οποίες επηρεάζονται εύκολα από την διεθνή αγορά. Στην συνέχεια αναφέραμε την αγοραία αξία των συνολικών κερδών και σύμφωνα με τις μελέτες που έχουν γίνει η αγοραία αξία των συνολικών κερδών είναι μικρότερη των καθαρών λογιστικών κερδών. Αυτό συμβαίνει, διότι μέσα στα συνολικά κέρδη συμπεριλαμβάνονται και συνιστώσες των εσόδων όπως είναι τα κέρδη ή οι ζημιές από τις συναλλαγές με ξένο νόμισμα. Εκτός από την συνιστώσα της πώλησης των χρεογράφων με τιμή μεγαλύτερης της εύλογης αξία των διαθεσίμων, όλες οι υπόλοιπες συνιστώσες επιδρούν αρνητικά στην αγοραία αξία των συνολικών κεφαλαίων. Τέλος, σύμφωνα και με την εμπειρική μελέτη που εφαρμόσαμε με το μοντέλο του Ohlson (1995) αποδείχτηκε ότι όντως η αγοραία αξία των συνολικών κερδών είναι μικρότερη των λογιστικών κερδών και πως διαχρονικά η αγοραία αξία των λογιστικών κερδών είτε θα παραμείνει σταθερή είτε θα παρουσιάζει ένα μικρό ρυθμό αύξησης της αγοραίας αξίας της, ενώ πρέπει να τονιστεί ότι αν και το δείγμα των επιχειρήσεων στις συγκεκριμένες χώρες ήταν μικρό τα αποτελέσματα βγήκαν τα ίδια .

Βιβλιογραφία

Μονογραφίες – Βιβλία

- 1) Ali, A. and Hwang, L. S. (1999), “Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data”.
- 2) Barth, M. E., Beaver, W. H. and Landsman, W. R., (2000), “The Relevance of Value Relevance Research”.
- 3) Brimble, M., & Hodgson, A. (2004), “The Value Relevance of Comprehensive Income and Components for Industrial Firms”.
- 4) Oyerinde, D.T. (2009), “Value relevance of accounting information in emerging stock market in Nigeria: The Case of Nigeria”.
- 5) Marton, Accounting and stock markets. Grafikerna I Kungälv AB,1998
- 6) Runsten, M. The Association between Accounting information and Stock Prices. Elanders Gotab, 1998

Άρθρα σε συλλογικούς τόμους

- 1) Arce, M., and 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*, Vol. 11, pp. 573–599
- 2) Camodeca, R., Almici, A., Bernardi, M. (2013), “Goodwill impairment testing under IFRS before and after financial crisis: evidence from the UK larger listed companies”, *Problems and Perspectives in Management*, Vol. 11 (3).
- 3) Chambers, D., Linsmeier, T. J., Shakespeare & Sougiannis, T. (2007). An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosures. *Review of Accounting Studies*, Vol.12, pp. 557-593
- 4) Chambers, D., Linsmeier, T. J., Shakespeare & Sougiannis, T. (2007). An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosures. *Review of Accounting Studies*, Vol.12, pp. 557-593
- 5) Chandra, U., & Ro, B. T. (2008). The role of revenue in firm valuation. *Accounting Horizons*, 22(2), 199-222
- 6) FASB, (2011), “Accounting Standards Update -Comprehensive Income (Topic 220), No. 2011
- 7) Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261.

- 8) Newberry, S. (2003), “Reporting Performance: Comprehensive Income and its Components”, *Abacus*, Vol. 39, No. 3, pp. 325-339.
- 9) Nilsson, H. *Essays on the value relevance of financial statement information* Print & Media, 2003.
- 10) O’Hanlon, J. and P. Pope (1999). ‘The Value Relevance of U.K. Dirty Surplus Accounting Flows’, *British Accounting Review*, Vol 31, 459-482
- 11) Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–688
- 12) Pervan, I. and Bartulović, M. (2014), “Value relevance of accounting information: evidence from South Eastern European countries”, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 27, No. 1, pp. 181-190.
- 13) Robinson, L.E. (1991), “The Time Has Come to Report Comprehensive Income”, *Accounting Horizons*, pp. 107-112.
- 14) Sloan, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, Vol 71(3), 289–315.
- 15) Sougiannis, T. (1994). The accounting based valuation of corporate R&D. *The Accounting Review*, 69(01), 44-68.
- 16) Takacs, L. M., (2012), “The Value Relevance of Earnings in a transition economy: evidence from Romanian stock market”, *Annales Universitatis Apulensis series Oeconomica*, Vol. 14, No.1.

Περιοδικές Εκδόσεις

- 1) Amir, E., T. S. Harris and E. K. Veuti (1993). ‘A Comparison of the Value-Relevance of US vs. Non-US GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations’, *Journal of Accounting Research*, 31, pp.230-264.
- 2) Ball, R. and Brown, P. (1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Accounting Research*, pp. 159-178.
- 3) Barth, M. E., Beaver, W. H. and Landsman, W.R. (2001), “The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31.
- 4) Barth, M E., (2000), “Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research”, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 40, 7 -31

- 5) Barth, M., Beaver, W. H. and Landsman, W.R. (1998), "Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health", *Journal of Accounting and Economics*.
- 6) Basu, S. (1997). The conservatism principle and the the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), 3.
- 7) Bauman, "A Review of Fundamental Analysis in Research Accounting", *Journal of Accounting Literature*, 1996, 15: PP 2-10
- 8) Biddle, G. C., & Choi, J. H. (2006). Is Comprehensive Income Useful? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, pp. 1-37
- 9) Cahan, S.F., Courtenay, S. M., Gronewoller, P. L., and Upton, D. R. (2000), "Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27, No. 9 and 10, pp. 1273-1301
- 10) Campbell, L., Crawford, D., and Franz, D. R. (1999), "How Companies are Complying with the Comprehensive Income Disclosure Requirements", *The Ohio CPA Journal*, pp. 13-20.
- 11) Collins, D.W., Maydew, E.L. and Weiss, I.S. (1997), "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Equity Book Values over The Past Forty Years", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24.
- 12) Devalle, A., Onali, E., and Magarin, R. (2010), "Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 22, pp. 85–119
- 13) Dhaliwal, D., K. Subramnyam and R. Trezevant (1999). 'Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance?', *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp.43-67
- 14) Easton, P., & Harris. "Earnings as an Explanatory Variable for Returns" *Journal of Accounting Research*, 1991, 29: PP 19–36.
- 15) Elliot, J. A., & Hanna, J. D. (1996). Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. *Journal of Accounting Research*, 34(3), 135-155
- 16) Foster, N. and N.L. Hall (1996). 'Reporting Comprehensive Income: Shedding More Light on Items Reported Directly in Equity', *CPA Journal*, October, 66(10), pp.16-9.
- 17) Francis, J. and Schipper, K. (1999), "Have financial statements lost their relevance?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37 (2), pp. 319-352.
- 18) Hirst, D.E., and Hopkins, P. (1998), "Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgments", *Journal of Accounting Research*, pp. 47-75.

- 19) 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.
- 20) Hayn, C., "The information content of losses ", *Journal of Accounting and Economics*, 1995, 20: PP 125–153
- 21) Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2009). Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9), 1041-1058.
- 22) Kargin, S. (2013), "The Impact of IFRS on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Turkish Firms", *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, No. 4, pp. 1 – 10.
- 23) King, R. D., & Langli, J. C. (1998), "Accounting diversity and firm valuation", *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, pp. 529–567.
- 24) Kothari, S. P., and Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings: Implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, No. 2 και3, pp. 143-171
- 25) Kubota, K., K. Suda, and H. Takehara. (2011), "Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 2, pp. 145–168.
- 26) Lev, B. (1989). 'On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research' *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp.153-92.
- 27) Ou, J., Penman, S. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 11:295 329, 1989.
- 28) Vijitha, P. and Nimalathasan, B., "Value relevance of accounting information and share price: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka", *Merit Research Journal of Business and Management* Vol. 2 (1) pp. 1-6, January, 2014.
- 29) Wang, Y., W. Buijink, and R. Eken. (2006), "The value relevance of dirty surplus accounting flows in The Netherlands", *The International Journal of Accounting* Vol. 41, No. 4, pp. 387–405.

Μη δημοσιευμένες μελέτες

- 1) Garcia-Ayuso, M., Monterrey, J., & Pineda, C. (1998), “A comparative analysis of the value relevance of accounting information in the capital markets of the European Union”, University of Seville, Working paper
- 2) Höhn, B. (2011), “Die ökonomische Relevanz des Other Comprehensive Income”, Ph.D. thesis, University of Zürich. Schulthess, Zürich, Switzerland
- 3) IASB, (2011), “Presentation of Items of Other Comprehensive Income (Amendments to IAS 1)”, Project Summary and Feedback Statement from June 16
- 4) Spremann, K and P.Gantenbein, (2002). The Value-Relevance of Book Value for Equity Valuation: A Practical and Empirical Analysis. Doctoral Seminar in Corporate Finance, University of St. Gallen.
- 5) Skogsvik, S. Redovisningsmått, ärderelevansoch informations effektivitet Ph.D. thesis, Stockholm School of Economics 2002

Ηλεκτρονική

- 1) <http://www.fasb.org> (τελευταία πρόσβαση στις 18/09/2016)
- 2) <http://www.ifrs.org> (τελευταία πρόσβαση στις 21/09/2016)
- 3) <http://finabase.blogspot.gr/2011/03/datastream-company-accounts-database.html>
(τελευταία πρόσβαση στις 15/11/2016)

Παράρτημα Ι

Επιχειρήσεις του Λουξεμβούργου που χρησιμοποιήθηκαν

| | | |
|----------------------------|----------------------------------|--|
| A & A BULL AND BEAR PE | ECHO POLSKA PROPERTIES | MATRIX TECH |
| ARBED | EDIFY | MINORCO |
| ARBED SA | ELA AGRIL.D.OPPOR.FD. | OBERONCREDIFII |
| ARCELOR RODANGE | ESPIRITO SANTO FINL.GP. | PART GROUP SEC |
| ARISTA | ESPIRITO SANTO FINL.GP. REGD. | PARTNERS GRP |
| ARROW VENTURES | ETOILE | PEGAS NONWOVENS SA |
| ATHANOR EQUITIES | EURO AUDACES | REINET INVESTMENTS SCA |
| ATLANTIC MAN. | EUROP CONTINENT HOLDING | RNTSMEDIA PE |
| AYYAPPA EQUITIES | FIDELITY FE.FD.NPV. | RTL GROUP |
| BALTIC FINCIAL HOLDINGS | FLE SICAV FIS B | ST.CROIX HLDG.IMMOBIL. |
| BASELL AF | FONDITALIA GLOBAL | SEC A |
| BASINCO HOLDINGS SAH | FOYER | SEC B |
| BELGO-MINEIRA PRIV | GALLION II | SELANGOR HDG. |
| BIP INVESTMENT PARTNERS | GANESH EQUITIES | SEO PRVB |
| BLAKE NEY INVESTORS | GDF SUEZ | SES FDR |
| BOLTON GROUP | GEMPLUS INTL | SOCFIL |
| BRAIT | IDB HOLDINGS | SOCFISIA |
| BRAIT SE. | IMPERIO INTERTIOL | SOCIETE ELECTRIQUE DE LOUR |
| CEDEC | INTERCULTURES | SOCIETE EUROPEENNE DE COMMUNICATIONS SA |
| CEGEDEL | INTERTIOL GOLF LEIS. | SOCIETE EUROPEENNE DES SATELLITES |
| COFI | INTERTIOL HOTEL GROUP | SOUNDARYA EQUITIES |
| COFINEC | JABELMALUX | STOCKTON HOLDINGS |
| CONVERTFUND INTL | KUBOTA EDR | TEKSID ALUMINUM |
| CYGNUS VENTURES2 A | LUX AIRPORT CERT | UTOPIA |
| CYGNUS VENTURES2 B | LUXEMPART | VENTOS |
| DEVONSHIRE 2 ORD | MAS REAL ESTATE N | YEOMAN INTL.HOLDING |
| DEVONSHIRE 2 PRV | MATEL MAGYAR GDR | ZATTO DEAD |

Παράρτημα II

Επιχειρήσεις της Ιρλανδίας που χρησιμοποιήθηκαν

| | | | |
|-----------------------------|-----------------------------------|---|------------------------|
| ABBEY | ELAN | IRISH CONT.GP.UNT. | PROVIDENCE RES |
| ADARE PRINTING GP. | ENNEX INTL. | IRISH RESD.PPTYS REIT | QUALCERAM SHIRES |
| AER LINGUS GROUP | EUROPEAN LEISURE | IWP INTERTIOL | READYMIX |
| AGI THERAPEUTICS | FBD HOLDINGS | JAMES CREAN | REFLEX GROUP |
| ALPHYRA GROUP | FIRST ACTIVE | JONES GROUP | RIVERDEEP GROUP |
| AMINEX | FYFFES (DETACHED) | JURYS DOYLE HTL.GP. | RYAIR HOLDINGS |
| ARCON INTL.RES. | FYFFES (ESM) | KENMARE RESOURCES | SEAFIELD |
| ARNOTTS | GAELIC OIL | KERRY GROUP 'A' | SHERRY FITZGERALD |
| ATHLONE EXTRUSIONS | GAELIC RESOURCES | KINGSPAN GROUP | SITESERV |
| BALMORAL INTL.LAND | GLANBIA | MALIN CORPORATION | SMARTFORCE PLC |
| BARLO GROUP | GLENCAR MINING | MARLBOROUGH INTL. | SMF TECHNOLOGIES |
| BOUNDARY CAPITAL | GOLDEN VALE | MCINERNEY HOLDINGS | SMURFIT (JEF.) GP. |
| BULA RES.HDG. | GREAT WESTERN MNG. (ESM) CORP. | MERRILL LYNCH JPAN ENH. | SMURFIT KAPPA GROUP |
| C&C GROUP | GREEN PROPERTY | MERRILL LYNCH JPAN ENH.N PERFORMANCE | SOUTH WHARF |
| CALYX GROUP | GREEN REIT | MERRION PHARMS | THIRDFORCE |
| CELTIC RES.HDG. | GREENCORE GROUP | MINMET | TOTAL PRODUCE |
| CLONDALKIN GP. | GRESHAM HOTEL GP. | NEWCOURT GROUP | TRIBUNE NWSP. |
| CLONDALKIN INDUSTRIES | HEITON GROUP | NORISH | TRINTECH GR.PLC. |
| CONDUIT | HIBERNIA REIT | NORKOM GROUP (ESM) | TUSKAR RES. |
| CONROY GD.& TRES | HIBERNIAN GROUP | OGLESBY & BUTLER GP. | TVC HOLDINGS |
| CPL RESOURCES | HINERNIA FOODS PLC. | ORIGIN ENTERPRISES | UNIDARE |
| DALATA HOTEL GROUP | HORIZON TECHNOLOGY GP. | ORMONDE MINING (ESM) | UNITED DRUG |
| DATALEX | ICON (DUB) | OVOCA GOLD (ESM) | VERIS |
| DONEGAL INVESTMENT GROUP | IFG GROUP | PADDY POWER BETFAIR | WATERFORD FOODS 'A' |
| DRAGON OIL | IMPISHIRE THORBDS. | PETROCELTIC | WTF.WEDG.UNITS |
| DUNLOE EWART | INDEPENDENT NEWS & MEDIA | PETROCELTIC INTL. | WOODCHESTER INVS. |
| EIRCOM | IO TECHNOLOGIES | PETRONEFT RESOURCES(ESM) | WORLDSREADS GROUP |
| EIRCOM GROUP | IRE-TEX GROUP | PRIME ACTIVE CAPITAL | ZAMANO |

Παράρτημα III

Επιχειρήσεις της Ισπανίας που χρησιμοποιήθηκαν

| | | | |
|---|---|-----------------------------------|--------------------------------------|
| AB CEUTA LIMITED DATA | CIA LOG.DE HICRS.CLH | FRIMANCHA | MONTEBALITO |
| ABERTIS | CINSA | GEN.DE ESTUDIO | NEFINSA |
| ACERALIA | CINTRA CONCESIONES | GINES VARRO CON. | OBRAS SERVICIOS PUBLICOS LTD DATA |
| ACERINOX NEW(1000) | CITROEN HISPANIA | GMU LIMITED DATA | PASCUAL HERMANOS LIMITED DATA |
| ACESA UNITS | COBOS EMPRESAS REUNIDAS | GRUCYCSA LIMITED DATA | PATRIMONIO DE TITU |
| AEGIS ESPA LIMITED DATA | COFIR NRFD. | GRUPO AYA | PETROLEOS DEL NORTE SA |
| AGUAS DE SABADELL B | COMPANIA INMOBILIARIA VALENCIA S A | GRUPO TORRAS SA | PLARREGA INVEST 2000 |
| AHORRO FAMILIAR LIMITED DATA | COMPANIA LOGISTICA DE HIDROCARBUROS CLH SA | HISPA HOLDINGS | POPULARINSA |
| AJALVIR LTD DATA | COMPANIA LOGISTICA DE HIDROCARBUROS CLH SA | HISPAMER BANCO FINCIER O | POPULARINSA LIMITED DATA |
| ALCINVER SA | COMPANIA ROCA- RADIADORES SA | HISPANICA DE PETROLEOS | PRIM BONUS RIGHTS 15/11/04 |
| ALTOS DEL MEDITERRANEO | CO.DE IND.AGRICOLAS | HUARTE | PROCISA LTD DATA |
| ALUMI ESPANOLA SA | CORPORACION UCEM | HULLERA VASCO LEONESA LTD.DATA | PROSEGUR SEGURIDAD 1000 |
| ALUMINIO ESPANOL SA | CORP.FINCA.REUNIDA | IBERCOM A | RENFILA LIMITED DATA |
| ALZA REAL ESTATE ALZAMORA PACKAGING SA | CORP.FINC.HISPA | IBERDROLA NEW | RENOVALIA ENERGY SA |
| AMCI HABITAT | COVAL | IMISA LIMITED DATA | RONSA |
| ANTE | CROSA | INCRECISA | SA NOBO |
| ASCORP SA | CUBIERTAS NRFD | INCUSA LIMITED DATA | SABA APARCAMIENTOS LIMITED DATA |
| ASLAND CAT Y DEL MED | DALTAR | INDUSTRIAL DE BILBAO | SAN MIGUL FABCERVEZA MA |
| AUMAR UTS. | DAMM | IND.ESPL.DEL ALUMINIO | SANTA MOTOR |
| AYCO GRUPO INMOBILIARIO | DSRLS.ESPECIALES DE STC. | INFORMES Y PROYECTOS | SARRIO |
| AYCO GRUPO INMOBILIARIO NIL PAID 08/11/16 | DURO-FELGUERA 500PTS | INMOB CARROGGIO SA | SEAT |
| BANCA CATALA | ECCOWOOD INVEST | INMOB URBIS SA | SISTEMAS FINCIEROS |
| BASCADI LIMITED DATA | EDIFICACIONES EN MADRID | INMOB VALENCIA B | SMURFIT VARRA SA LIMITED DATA |
| BODEGAS BILBAIS | EL ENCIR DE LOS REYES | INMOFIBAN | SOC.GEN.AZUCARERA SPAIN |
| BORGES AGRICULTURE | EL SARDINERO SA | INMOLEVANTE LIMITED DATA | SUPERDIPLO |
| BUTANO | ELOSUA | INPACSA | TERREVA SA LTD DATA |
| CAESA | EMSA.HIDRO.RIBAGORZA | INVERFIATC | TITULOS VALAZQUEZ |
| CAJA AHORROS VAL CAST | EMPRESSA MADEIRENFE 230P | INVERMAPFRE | TORRAS DOMENECH |
| | ENERGIA E IND.ARAGON ⁸⁵ | INVERPYME SCR | TR HOTEL |

| | | | |
|---|---|---|--|
| CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELO CARTASA | EUROPISTAS NRFD | INVERSIONES AZALBA | TRANSFESA DEAD LIMITED DATA |
| INVERSIONES LIMITED DATA | FASA REULT LIMITED DATA | INVERS.MOBILIARI BARCINO LIMITED DATA | TRANSPORTES INVERSIONES LTD DATA |
| CARTERA GENERAL CARTERA INDUSTRIAL REA | FIBLET LTD DATA FIN.INMUEBLES CISNEROS | JUMBERCA KOXKA | TRASMEDITERRANEA UNION CATALA DVL. |
| CARTERA PIRINEO SIM | FINCIERA BANSANDER | LA SEDA DE BARCELO | UNION DE VALORES UNIVAL LIMITED DATA |
| CARTERAS REUNIDAS SA | FINCIERA ESPANOLA | LIBERTAS 7 | UNION EUROPEA DE INVERS |
| CEMENTOS LEMO LIMITED DATA DEAD | FINCIERA TOLINVER LTD DATA | LIWE ESPANOLA BONUS RIGHTS | UNION EUROPEA DE INVERS LTD DATA 11/12/06 |
| CEMENTOS MOLINS | FINC.PONFERRADA | LIWE ESPANOLA LIMITED DATA | UN.GEN.DE INVERSIONES |
| CEPSA CO.ESP.DE PETROL | FLETAMIENTOS MARITIMOS A LIMITED DATA | MINERSA | URBAR INGENIEROS LTD DATA |
| CEVASA | FLETAMIENTOS MARITIMOS B LIMITED DATA | MOBILIARIA MONESA | ZARDOYA OTIS NRFD. |