

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS**

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΛΗΡΟΥΣ & ΜΕΡΙΚΗΣ ΦΟΙΤΗΣΗΣ
ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ: ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ
ΤΩΝ ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΩΝ ΦΟΡΩΝ**

ΣΚΛΑΒΟΥ ΕΙΡΗΝΗ – Α.Μ. 152529

**Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης
Αθήνα**

{Αύγουστος, 2017}

Εγκρίνουμε την εργασία της
Σκλάβου Ειρήνης

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΧΕΒΑΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2017

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/ΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΣΚΛΑΒΟΥ ΕΙΡΗΝΗ

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	29
2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	29
2.2 ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	29
2.3 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ	29
2.4 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ.....	37
3.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	37
3.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ.....	37
3.3 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	44
3.4 ΈΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	49
3.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΑΠΑΛΛΑΓΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	61
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	63

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το θέμα που διαπραγματεύεται η παρούσα εργασία είναι η συνάφεια και το πληροφοριακό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φόρων τριών χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωση (Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία) κατά τα έτη 2005-2010.

Η έννοια των αναβαλλόμενων φόρων εισήχθη με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 12, το οποίο έχει ως σκοπό να περιγράψει τον λογιστικό χειρισμό των φόρων εισοδήματος σε περιπτώσεις που η λογιστική αντιμετώπιση ενός στοιχείου του ενεργητικού ή μιας υποχρέωσης διαφέρει από την αντίστοιχη φορολογική και υιοθετεί τη μέθοδο του πληρωτέου φόρου στον Ισολογισμό. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην έννοια της προσωρινής διαφοράς, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ της φορολογικής βάσης ενός στοιχείου και της αντίστοιχης μεταφερόμενης λογιστικής του αξίας. Επίσης, το παρόν πρότυπο απαιτεί την γνωστοποίηση των αναβαλλόμενων φόρων στις οικονομικές καταστάσεις. Συνεπώς, αυτό που επιδιώκουμε να εξετάσουμε με την παρούσα διπλωματική εργασία είναι το κατά πόσο η γνωστοποίηση των αναβαλλόμενων φόρων στις οικονομικές καταστάσεις επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και κατ' επέκταση τις απόψεις των συμμετεχόντων στην αγορά.

Πιο αναλυτικά, το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα, αποτελείται από εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Μιλάνου και Λισαβόνας κατά τα έτη 2005 – 2010, ενώ από την ανάλυση εξαιρέθηκαν οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού κλάδου καθώς και του κλάδου υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Με βάση το υπόδειγμα των Feltham και Ohlson(1995) διερευνήθηκε η συσχέτιση μεταξύ αναβαλλόμενης φορολογίας και αγοραίας αξίας της τιμής μιας επιχείρησης. Το υπόδειγμα εξετάζει χωριστά την συσχέτιση του αναβαλλόμενου φόρου στο Παθητικό του Ισολογισμού και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης με την χρηματιστηριακή τιμή της εκάστοτε εταιρείας. Η χρηματιστηριακή τιμή ισούται με την αξία της μετοχής 3 μήνες μετά το κλείσιμο της οικονομικής χρήσης.

Συμπερασματικά, η εμφάνιση του αναβαλλόμενου φόρου στις οικονομικές καταστάσεις δεν επιδρά σημαντικά στη τιμή της μετοχής. Ο συντελεστής της

μεταβλητής που αναπαριστά τον αναβαλλόμενο φόρο, δεν κρίνεται στατιστικά σημαντικός για κανένα από τα έτη της παρούσας έρευνας και σε καμία χώρα, υποδηλώνοντας ότι ο αναβαλλόμενος φόρος δεν επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών των εταιρειών της Ελλάδας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας κατά τα έτη 2005-2010.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δημιούργησαν κοινές αποδεκτές λογιστικές αρχές, οι οποίες αυξάνουν τη συνοχή, τη διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων. Στη παρούσα έρευνα θα ασχοληθούμε συγκεκριμένα με το Δ.Λ.Π.12 «Φόροι εισοδήματος», το οποίο εισήγαγε για πρώτη φορά την έννοια της αναβαλλόμενης φορολογίας.

Στις περιπτώσεις σύνταξης των οικονομικών στοιχείων με βάση τα ΔΛΠ, συνήθως το αποτέλεσμα που βλέπουμε να έχει πραγματοποιήσει η εταιρεία δεν λαμβάνεται καθόλου υπόψη για τους εγχώριους φορολογικούς σκοπούς και για αυτό συντάσσεται άλλη κατάσταση αποτελεσμάτων φορολογίας. Δηλαδή, με απλά λόγια, το λογιστικό κέρδος δεν ταυτίζεται με το φορολογικό κέρδος για τις εταιρείες που εφαρμόζουν διεθνή λογιστικά πρότυπα. Αυτό συμβαίνει γιατί οι φορολογικές πρακτικές διαφέρουν από τις ισχύοντες λογιστικές πολιτικές στο τρόπο προσδιορισμού του λογιστικού αποτελέσματος. Οι φορολογικοί κανόνες εξυπηρετούν το ταμειακό συμφέρον του δημοσίου ενώ οι λογιστικοί κανόνες αποσκοπούν στην ορθή απεικόνιση των οικονομικών καταστάσεων και στον ορθό υπολογισμό του λογιστικού αποτελέσματος. Η αναβαλλόμενη φορολογία έχει ως σκοπό την απεικόνιση αυτών των διαφορών, με σκοπό την διευκόλυνση της συγκρισιμότητας των οικονομικών καταστάσεων χωρών που έχουν διαφορετική φορολογική νομοθεσία.

Αναλυτικότερα, οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι η διαφορά μεταξύ του ποσού των φόρων που υπολογίζονται στη τρέχουσα οικονομική περίοδο, με βάση την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία και του ποσού των φόρων που θα προέκυπτε για την ίδια περίοδο με βάση τα λογιστικά κέρδη και τον ισχύοντα φορολογικό συντελεστή. Το ΔΛΠ12 για τον προσδιορισμό των αναβαλλόμενων φόρων υιοθετεί τη μεθοδολογία του “Ισολογισμού”. Για τον υπολογισμό της αναβαλλόμενης φορολογίας στο πλαίσιο της μεθοδολογίας αυτής, πρέπει να καθορίσουμε τις προσωρινές διαφορές της οντότητας. Συγκρίνει δηλαδή τη λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων με τη φορολογική τους βάση (δηλαδή, το ποσό που αποδίδεται στον ίδιο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση για φορολογικούς σκοπούς), ώστε να προσδιοριστούν οι

προσωρινές διαφορές και ο αντίστοιχος αναβαλλόμενος φόρος. Ο αναβαλλόμενος φόρος χωρίζεται σε αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις ανάλογα με το εάν η φορολογική βάση είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη της λογιστικής βάσης.

Όσον αφορά την ορθή απεικόνιση των αναβαλλόμενων φόρων στις οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με το ΔΛΠ1 «Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων» οι τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις καθώς και οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις θα πρέπει να παρουσιάζονται στον Ισολογισμό ως ιδιαίτερα κονδύλια. Οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις πρέπει να παρουσιάζονται στα μη κυκλοφορούν στοιχεία και οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο αναβαλλόμενος φόρος παρουσιάζεται και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, καθώς αποτελεί μέρος του φόρου έξοδο (έσοδο) και απεικονίζει την χρέωση (πίστωση) του λογαριασμού της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης (υποχρέωσης).

Ο λογισμός του τρέχοντος φόρου και των αναβαλλόμενων φόρων συνδέεται με το είδος της συναλλαγής, δηλαδή εάν αφορά Αποτελέσματα ή αν έχει άμεση επίδραση στη Καθαρή Θέση. Ο τρέχων και ο αναβαλλόμενος φόρος λογίζεται στα Αποτελέσματα Χρήσης εκτός και αν αφορά συναλλαγή που επιδρά κατευθείαν στη Καθαρή Θέση ή συνένωση. Οι αναβαλλόμενοι φόροι μπορεί να αντιστραφούν χωρίς να γίνει συναλλαγή. Για παράδειγμα, εάν αλλάξουν οι συντελεστές φορολογίας ή εάν αλλάξουν οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επιδράσεις καταχωρούνται είτε στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης είτε στη Καθαρή Θέση ανάλογα με τη φύση της αρχικής συναλλαγής. Αν μια συναλλαγή είναι μικτή, δηλαδή επιδρά ταυτόχρονα και στα δυο, γίνονται υπολογισμοί και λογικές παραδοχές για τον διαχωρισμό των αναβαλλόμενων φόρων.

Αφορμή για τη παρούσα έρευνα ήταν το γεγονός ότι η αναβαλλόμενη φορολογία είναι μια καινοτομία για τα ελληνικά δεδομένα, και οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις έπρεπε να αρχίζουν να το εφαρμόζουν από τη 1^η Ιανουαρίου 2005 και εξής.

Η παρούσα μελέτη πρόκειται να αναλύσει το θέμα του πληροφοριακού περιεχομένου των αναβαλλόμενων φόρων, δηλαδή κατά πόσο η απεικόνιση του αναβαλλόμενου φόρου στις οικονομικές καταστάσεις επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και τις απόψεις των ενδιαφερόμενων μερών. Καθώς ο αναβαλλόμενος φόρος μπορεί να λογισθεί είτε στον Ισολογισμό είτε στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, η παρούσα έρευνα θα εξετάσει τη σημαντικότητα και την επίδραση του αναβαλλόμενου φόρου που καταγράφεται και στις δυο οικονομικές καταστάσεις.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα, αποτελείται από εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο κεντρικό χρηματιστήριο Αθηνών, του Μιλάνου και της Λισαβόνας κατά τα έτη 2005-2010 ενώ από την ανάλυση εξαιρέθηκαν οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού κλάδου και του κλάδου των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Με βάση το μοντέλο των Feltham και Ohlson (1995), διερευνήθηκε η συσχέτιση της αξίας της επιχείρησης με το πληροφοριακό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φόρων. Ο λογισμός του αναβαλλόμενου φόρου ανάλογα με τη φύση της αρχικής συναλλαγής οδήγησε στην ανάλυση του μοντέλου από δυο πλευρές. Στο πρώτο μοντέλο, τα δεδομένα του αναβαλλόμενου φόρου προέρχονται από τη Κατάσταση Χρηματοοικονομική Θέσης (Ισολογισμός) και στο δεύτερο μοντέλο, τα δεδομένα προέρχονται από τη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.

Η μελέτη αυτή θα ολοκληρωθεί μέσα από τέσσερις ενότητες, όπου η πρώτη ενότητα θα εστιάζει στην ανασκόπηση βιβλιογραφίας, στην οποία θα αναφερθούν παλαιότερες έρευνες σχετικές με το υπό ανάπτυξη θέμα. Στη δεύτερη ενότητα παρατίθεται το μοντέλο της έρευνας, ο τρόπος συλλογής του δείγματος, η μεθοδολογική προσέγγιση και μια εκτίμηση για τα αποτελέσματα της έρευνας. Στη τρίτη ενότητα, θα ακολουθήσει η ανάλυση του μοντέλου και σχολιασμός των ευρημάτων. Τέλος, στη τέταρτη ενότητα θα καταγραφούν τα συμπεράσματα και θα δοθούν προτάσεις για μελλοντικές έρευνες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Στο παρελθόν έχουν υπάρξει εκτενείς έρευνες σχετικά με το θέμα της αναβαλλόμενης φορολογίας, καθώς οι Γενικές Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (GAAP) εφαρμόζονταν ήδη στην Αμερική και την Αγγλία πριν την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρουσιάζεται η επισκόπηση των άρθρων της διεθνούς βιβλιογραφίας, όπου αναφέρονται μελέτες σχετικά με την συνάφεια και το πληροφορικό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων και απαιτήσεων.

Από τότε που η καταγραφή των προσωρινών διαφορών μεταξύ φορολογικής και λογιστικής βάσης εντάχθηκε στις Γενικές Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (GAAP), κάποιοι ερευνητές ισχυρίζονται ότι οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις (απαιτήσεις) έχουν αξία ακόμα και εάν δεν εξαρτάται από το εάν ή το πότε θα αντιστραφούν. Για παράδειγμα, στην έρευνα του ο Sansing (1998) αξιολογεί εάν οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις επηρεάζουν την αποτίμηση της επιχείρησης, με την υπόθεση ότι δεν προεξοφλούνται και δεν μπορούν να αντιστραφούν ποτέ. Χρησιμοποιώντας ένα θεωρητικό μοντέλο εταιρικών επενδύσεων διαπίστωσε ότι η αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση που σχετίζεται με την μέθοδο απόσβεσης παίζει ρόλο στην αποτίμηση της επιχείρησης, ακόμα και όταν δεν αντιστρέφεται ποτέ λόγω της συνεχούς επανεπένδυσης από την επιχείρηση. Πιο αναλυτικά, επιδεικνύει ότι οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι ένα πραγματικό οικονομικό βάρος και ενώ η αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση που σχετίζεται με την μέθοδο απόσβεσης δεν είναι πραγματική υποχρέωση, θα πρέπει να προεξοφληθεί με βάση το συντελεστή φορολογικής απόσβεσης προς αυτόν το συντελεστή συν το κόστος ιδίων κεφαλαίων ($\delta/\delta+\rho$). Επίσης, δείχνει ότι στην περίπτωση που οι δηλωθείσες αναβαλλόμενες υποχρεώσεις δεν αντιστρέφονται ποτέ, η διαφορά μεταξύ της φορολογικής και της λογιστικής απόσβεσης μειώνεται διαχρονικά, επειδή οι φορολογικές βάσεις των περιουσιακών στοιχείων αποκλίνουν σταδιακά από τη λογιστική τους αξία. Ακόμα και αν η επιχείρηση εφαρμόσει τη στρατηγική της επανεπένδυσης, η διαφορά μεταξύ της φορολογικής και λογιστικής απόσβεσης μειώνεται με την πάροδο του χρόνου, καθώς η φορολογική βάση του στοιχείου σταδιακά αποκλίνει από το κόστος αντικατάστασής του. Αφού ο χαμηλότερος

συντελεστής απόδοσης της φορολογικής επένδυσης είναι αμετάβλητος, η επιχείρηση συνεχίζει να έχει έμμεσους φόρους, αλλά δεν λαμβάνει πλέον φορολογικό πλεονέκτημα από την πλεονάζουσα φορολογική απόσβεση.

Έπειτα, οι Guenther και Sansing (2000) επεκτείνουν την έρευνα του Sansing(1998) με δυο τρόπους. Αρχικά, η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί ένα αναλυτικό μοντέλο για τη διερεύνηση της αξίας της επιχείρησης όταν υπάρχουν προσωρινές διαφορές μεταξύ της χρονικής στιγμής κατά την οποία αναγνωρίζονται τα έσοδα και τα έξοδα για λόγους φορολογικής και χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Το μοντέλο δείχνει ότι οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις μετατρέπουν τις λογιστικές αξίες των υποκείμενων υποχρεώσεων και απαιτήσεων σε εκτιμήσεις των ταμειακών ροών μετά φόρων επί των οποίων βασίζεται η αγοραία αξία της επιχείρησης. Η ανάλυση δείχνει ότι εάν οι φορολογικές εκπτώσεις γίνονται σε ταμειακή βάση και εάν οι υποκείμενες απαιτήσεις και υποχρεώσεις καταχωρούνται στην παρούσα αξία των σχετικών μελλοντικών ταμιακών ροών, τότε η αξία των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων είναι η καταγεγραμμένη, ανεξάρτητα από το πότε η απαίτηση θα πραγματοποιηθεί ή πότε η υποχρέωση θα αντιστραφεί. Εάν δεν πραγματοποιούνται φορολογικές ελαφρύνσεις κατά την πραγματοποίηση των δαπανών (π.χ. αποσβέσεις) ή εάν οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις καταγράφονται σε μεγαλύτερη αξία από τη παρούσα αξία των σχετικών μελλοντικών ταμιακών ροών τους (π.χ. υποχρεώσεις από εγγύηση), τότε η αγοραία αξία των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων είναι μικρότερη από τη καταγεγραμμένη αξία τους. Δεύτερον, απέδειξαν ότι ο αναμενόμενος χρόνος αναστροφής του αναβαλλόμενου φόρου δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Σε συνέχεια της παραπάνω μελέτης τους, οι Guenther και Sansing (2004) επικεντρώνονται στη σημασία της αντιστροφής. Εκτιμώντας τις αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις που προκύπτουν από τη διαφορά στο τρόπο υπολογισμού των λογιστικών και φορολογικών αποσβέσεων, δείχνουν ότι η αξία των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων δεν είναι συνάρτηση του αναμενόμενου χρόνου αναστροφής. Η εξήγησή τους είναι ότι το χρονοδιάγραμμα

της αντιστροφής μπορεί να επηρεάσει την αποτίμηση μόνο εάν έχει επιπτώσεις στις ταμειακές ροές. Καθώς το ποσοστό αντιστροφής είναι συνάρτηση της λογιστικής απόσβεσης και δεν έχει επιπτώσεις στις ταμειακές ροές, δεν πρέπει να έχει επιπτώσεις και στην αποτίμηση. Ένα άλλο συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν είναι ότι η αξία των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων δεν ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μεταβολών τους. Καθώς η αξία τους εξαρτάται μόνο από ταμειακές ροές που σχετίζονται με την φορολογική απόσβεση, ενώ οι μεταβολές τους εξαρτάται και από τη φορολογική και από τη λογιστική απόσβεση. Αυτά τα αποτελέσματα δεν εξαρτώνται από το εάν η επένδυση που αφορά την αγορά του περιουσιακού στοιχείου έχει μια μηδενική ή θετική καθαρή παρούσα αξία.

Επιπροσθέτως, μια ακόμα θεωρητική έρευνα είναι των Amir et al. (2001), οι οποίοι μέσα από την έρευνα τους προσπαθούν να δώσουν απάντηση σε δύο ερωτήματα που σχετίζονται με το πληροφοριακό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φόρων. Πρώτον, εάν το έξοδο του αναβαλλόμενου φόρου και οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις αποτιμώνται το ίδιο με τα λειτουργικά κέρδη και τις λειτουργικές απαιτήσεις αντίστοιχα. Δεύτερον, ποια λογιστική μέθοδος πρέπει να χρησιμοποιείται για την αναγνώριση των αναβαλλόμενων φόρων προκειμένου να διατηρούνται οι κλασικές λογιστικές αρχές, δηλαδή οι αναβαλλόμενοι φόροι θα πρέπει να αποτιμώνται ως ίδια κεφάλαια, ως χρέος, ή ως συνδυασμός αυτών των κατηγοριών; Η απάντηση στη πρώτη ερώτηση είναι όχι. Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο αποσβέσιμων περιουσιακών στοιχείων και δυναμικής ταμειακών ροών όμοιων με των Feltham και Ohlson (1996) διαπίστωσαν ότι ο συνυπολογισμός δεν εμπεριέχεται στις τρέχουσες γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές για τους αναβαλλόμενους φόρους. Αντιθέτως, το έξοδο του αναβαλλόμενου φόρου αποτιμάται σε μικρότερη αξία από το εισόδημα και οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις αποτιμώνται σε μικρότερη αξία από τα ίδια κεφάλαια. Για να απαντήσουν στο δεύτερο ερώτημα, έψαχναν μια μέθοδο όπου επενδύσεις με μηδενική καθαρή παρούσα αξία οδηγούν σε μηδενικά μη κανονικά κέρδη. Η απαίτηση αυτή τηρείται μόνο εάν οι λογιστικές καταγραφές γίνονται στη καθαρή παρούσα αξία των αναβαλλόμενων φόρων και ως εξόδου και ως υποχρέωσης. Γενικά, μέσα από την έρευνα τους απέδειξαν ότι

“οι αναβαλλόμενοι φόροι προσθέτουν αξία επειδή αντιπροσωπεύουν την αναβολή της καταβολής των φόρων, οπότε η αξία τους είναι η καθαρή παρούσα αξία των φορολογικών ελαφρύνσεων” και υποστηρίζουν ότι το ποσοστό επανεπένδυσης δεν έχει καμία επίδραση στην αξία της αναβαλλόμενης φορολογικής υποχρέωσης, ενώ το ποσοστό αναστροφής των αναβαλλόμενων φόρων παίζει σημαντικό ρόλο στην αγοραία αξία τους. Εν κατακλείδι, οι Amir et al. (2001) αποκτούν θεωρητικά αποτελέσματα πολύ παρόμοια με εκείνα των Sansing (1998) και Guenther and Sansing (2000). Ωστόσο, υποστηρίζουν ότι η μερική πρόβλεψη (the partial-provision method) μπορεί να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να παρουσιάσουν μια μειωμένη υποχρέωση ακόμη και με ένα λογιστικό πρότυπο που απαγορεύει προεξόφληση.

Οι Gordon και ο Joos (2004) εξετάζουν εάν το φορολογικό έξοδο μπορεί να παίζει ρόλο στη διαχείριση των κερδών. Η Βρετανία χρησιμοποίησε τη μερική μέθοδο αναγνώρισης των αναβαλλόμενων φόρων. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, οι οικονομικές καταστάσεις αναγνωρίζουν μόνο τα αναβαλλόμενα φορολογικά υπόλοιπα τα οποία αναμένεται να αντιστραφούν στο ορατό μέλλον. Έτσι, οι διαχειριστές έχουν κάποια διακριτική ευχέρεια στην επιλογή των αναβαλλόμενων φόρων για καταγραφή. Μη καταγράφοντας τις αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις (απαιτήσεις), μια εταιρεία μπορεί να αυξήσει (μειώσει) το εισόδημα και το μετοχικό κεφάλαιο. Οι Gordon και Joos (2004) διαπιστώνουν ότι οι διευθυντές των βρετανικών εταιρειών χρησιμοποίησαν ευκαιριακά τη διακριτική τους ευχέρεια για να διαχειριστούν τη χρηματοοικονομική τους μόχλευση (μέσω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου), αλλά όχι για να εξομαλύνουν τα κέρδη. Εν τέλει, η έρευνα απέδειξε ότι τα συστατικά στοιχεία των αναβαλλόμενων φόρων προβλέπουν τόσο τις μελλοντικές αναστροφές του αναβαλλόμενου φόρου όσο και τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο Citron (2001) είχε ασχοληθεί και αυτός παλιότερα με το ζήτημα του κατά πόσο η μερική πρόβλεψη των αναβαλλόμενων φόρων, όπως φαίνεται στους Ισολογισμούς των Βρετανικών εταιρειών, παρέχει ένα αξιόπιστο μέτρο της αναβαλλόμενης φορολογικής υποχρέωσης. Συν τοις άλλοις, επιδιώκει να ελέγξει εάν το δυνητικό ποσό του αναβαλλόμενου φόρου, που εμφανίζεται μόνο στις υποσημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, παρέχει πληροφορίες για την

μελλοντική ανάπτυξη των εταιρειών. Χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο αποτίμησης αγοράς για 1.512 εταιρείες ανά χρόνο, για τη χρονική περίοδο από το 1989 έως το 1991, ο ερευνητής διαπιστώνει ότι η συνολική αξία του αναβαλλόμενου φόρου δεν εμπεριέχει καμία πληροφορία χρήσιμη για την αγορά. Εντούτοις, μόλις αναλυθεί αυτό το ποσό στα δυο συστατικά του στοιχεία, την πρόβλεψη του ισολογισμού και το δυνητικό ποσό του αναβαλλόμενου φόρου που θα καταγραφεί στις υποσημειώσεις των λογαριασμών, θα προκύψει μια σαφέστερη εικόνα. Ενώ η μέθοδος της μερικής πρόβλεψης φαίνεται να μετρά αξιόπιστα την υποχρέωση, το δυνητικό ποσό που καταγράφεται στις σημειώσεις δεν αποτιμάται ως υποχρέωση. Αντιθέτως, μεταφέρει πληροφορίες σχετικά με την ανάπτυξη της επιχείρησης που αποδίδεται στις μελλοντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες. Από τη στιγμή, όμως, που η μεταβλητή των ενσώματων παγίων εισάγεται στο μοντέλο αποτίμησης της αγοράς, καθίσταται εμφανές ότι το δυνητικό τμήμα της αναβαλλόμενης φορολογίας δεν παρέχει αυξητική ερμηνευτική ισχύ για τις αγοραίες αξίες. Εν ολίγοις, το κύριο όφελος από την ανάλυση του πλήρους ποσού του αναβαλλόμενου φόρου στις δύο συνιστώσες που μελετήθηκαν είναι ότι παρέχει ένα εύλογα αξιόπιστο μέτρο της αποτίμησης της υποχρέωσης.

Οι Kumar και Visvanathan (2003), στη μελέτη τους ερεύνησαν την επιρροή που είχε η γνωστοποίηση των αλλαγών αποτίμησης στην αναβαλλόμενη φορολογία στην αξία της επιχείρησης και πως οι επενδυτές ερμηνεύουν αυτές τις γνωστοποιήσεις. Για την έρευνα τους, χρησιμοποίησαν τριμηνιαίες σωρευτικές αποδόσεις του μοντέλου αγοράς, επικεντρωμένες στην ημερομηνία γνωστοποίησης, σε απροσδόκητες μεταβολές της αποζημίωσης αποτίμησης των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων για το εκάστοτε τρίμηνο γνωστοποίησης. Τα πορίσματα τους έδειξαν ότι οι γνωστοποιήσεις των μεταβολών αποτίμησης της αναβαλλόμενης φορολογίας παρέχουν περαιτέρω πληροφορίες, διαφορετικές από αυτές που δημοσιεύονται στις οικονομικές καταστάσεις, τις οποίες οι επενδυτές χρησιμοποιούν με σκοπό να συμπεράνουν τις προσδοκίες της διοίκησης σχετικά με τη ρευστότητα και το μελλοντικό φορολογητέο εισόδημα και συνεπώς να αντλήσουν πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης.

Μια ακόμα μελέτη που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τους επενδυτές είναι η μελέτη του Zeng (2003), ο οποίος εξετάζει το βαθμό τον οποίο οι ζημιές επομένων χρήσεων επηρεάζουν την τιμή των μετοχών. Χρησιμοποιώντας ως βάση το μοντέλο των Feltham-Ohlson (1995), ανέπτυξε ένα θεωρητικό μοντέλο που συνδέει την αγοραία αξία της επιχείρησης με τα λογιστικά δεδομένα που αφορούν την εταιρική φορολογία. Η μελέτη αυτή εξετάζει χωριστά την αξία των ζημιών επομένων χρήσεων και της μεταφερόμενης αχρησιμοποίητης φορολογικής πίστωσης επενδύσεων. Δείχνοντας ότι μόνο οι ζημιές επομένων χρήσεων ενισχύουν την αγοραία αξία της επιχείρησης. Γενικότερα, ο Zeng (2003) κατατάσσει τις ζημιές σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τους περιορισμούς της δικαιοδοσία τους, της πηγής τους και τους χρονικούς περιορισμούς. Αξιολογώντας και αποδεικνύοντας ότι οι ζημιές επομένων χρήσεων με λιγότερους περιορισμούς είναι πιθανότερο να χρησιμοποιηθούν από τις επιχειρήσεις τα επόμενα χρόνια και, ως εκ τούτου, θα αυξήσουν την τιμή των μετοχών. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι η ταξινόμηση των ζημιών επομένων χρήσεων σύμφωνα με τους περιορισμούς έκπτωσης τους παρέχουν σημαντικές πληροφορίες. Κλείνοντας, η μελέτη αυτή διαπιστώνει ότι οι εκπεστές προσωρινές διαφορές και η μεταφερόμενη αχρησιμοποίητη φορολογική πίστωση για επενδύσεις δεν έχουν αξία, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές δεν αναμένουν ότι θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον.

Οι Bauman και Das (2004) επεκτείνουν, επίσης, τη βιβλιογραφία για την αποτίμηση των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων εστιάζοντας σε ένα δείγμα επιχειρήσεων που κυριαρχείται από πλήρως καταγεγραμμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις. Τα εμπειρικά τους αποτελέσματα έδειξαν ότι πριν από τη διόρθωση της αγοράς οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων του Διαδικτύου συνδέονταν με τις προσδοκίες για μελλοντική κερδοφορία, όπως αντικατοπτρίζεται στη θετική αποτίμηση των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεών τους. Αυτό το αποτέλεσμα προκύπτει μετά τον έλεγχο για παράγοντες που έχουν αποδειχθεί ότι είναι σημαντικοί για τον τομέα του Διαδικτύου, όπως η κυκλοφορία στο διαδίκτυο. Διαπιστώνοντας ότι τόσο η αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση όσο και η διαδικτυακή κυκλοφορία σχετίζονται σημαντικά με την τιμή των μετοχών. Το πιο σημαντικό κομμάτι της

έρευνας τους, είναι ότι ανακάλυψαν μια σημαντική αύξηση σε επίπεδο μελλοντικής κερδοφορίας που εμπεριέχεται στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων, εξετάζοντας τις τιμές κατά το δεύτερο τρίμηνο του οικονομικού έτους 2000 με επιχειρηματικά μοντέλα που βασίζονται στην διαδικτυακή κίνηση. Αυτό δείχνει ότι η γνώμη των επενδυτών για την αποτίμηση της επιχείρησης εξαρτάται από τα οικονομικά μεγέθη.

Οι Barragato και Weiden (2004) επέκτειναν τις προηγούμενες έρευνες, ερευνώντας το πληροφοριακό περιεχόμενο όχι μόνο των προσωρινών αλλά και των μόνιμων διαφορών. Συγκεκριμένα, ερεύνησαν τις συνέπειες αποτίμησης των μόνιμων και προσωρινών διαφορών των επιχειρήσεων που χορηγούν δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Για να διεξάγουν αυτή την έρευνα επέκτειναν το μοντέλο των Amir et al. (1997) προσθέτοντας τη μεταβλητή για τις μόνιμες διαφορές και ενσωματώνοντας προσαρμογές για την επίδραση της αποζημίωσης αποθεμάτων. Αυτό που ανακάλυψαν είναι ότι οι αναβαλλόμενοι φόροι που αναγνωρίζονται για σκοπούς χρηματοοικονομικής λογιστικής και οι μη αναγνωρισμένες φορολογικές απαιτήσεις που σχετίζονται με τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών έχουν και τα δυο πληροφοριακό περιεχόμενο. Συνολικά, τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν την άποψη ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά υπολογίζουν τις μόνιμες διαφορές που σχετίζονται με πληρωμές που βασίζονται σε μετοχές, όπως οι πληρωμές που δίνονται στους υπαλλήλους βάσει μετοχών.

Σύμφωνα με τους Jung και Pulhiam (2006), οι οποίοι θέλησαν να ερευνήσουν την προγνωστική ικανότητα της αποζημίωσης αποτίμησης (“valuation allowance”), οι αλλαγές στην εκτίμηση των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων μέσα από την γνωστοποίηση τους στις οικονομικές καταστάσεις μπορούν να δώσουν επιπρόσθετες πληροφορίες στους επενδυτές. Επειδή, όμως, αυτές οι πληροφορίες, μπορεί να είναι χρήσιμες για τη πρόβλεψη μελλοντικών εσόδων ή μελλοντικών ταμειακών ροών, ενδέχεται η διοίκηση να χρησιμοποιήσει αυτές τις εκτιμήσεις για τη διαμόρφωση του αποτελέσματος. Με αποτέλεσμα να τις καταστήσει λιγότερο πληροφοριακές.

Οι Lynn et al (2008) υποστήριξαν εμπειρικά τα ευρήματα των παραπάνω μελετών (Sansing (1998), Guenther and Sansing (2000, 2004) and Amir et al. (2001)). Στην έρευνα τους εξετάζουν εάν η χρήση της μερικής μεθόδου παρέχει αυξημένη πληροφόρηση στους επενδυτές. Στην ανάλυση τους χρησιμοποίησαν το μοντέλο που σχεδιάστηκε από τους Amir et al. (1997) και το οποίο στηριζόταν στο μοντέλο των Feltham και Ohlson (1995), χωρίζοντας όμως τους αναβαλλόμενους φόρους σε αναγνωρισμένους και μη. Απέδειξαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης ανάμεσα στο μέγεθος του αναβαλλόμενου φόρου μια επιχείρησης και στις τιμές των μετοχών της. Επιπλέον, υπογράμμισαν ότι οποιαδήποτε αλλαγή στην αξία της αναβαλλόμενης φορολογίας παρέχει στοιχειώδη πληροφορίες χρήσιμες στους επενδυτές. Αν και απέδειξαν ότι ο χρόνος αναστροφής δεν είναι σημαντικός για την αποτίμηση των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων, δεν προκύπτει κατ' ανάγκη ότι οι πληροφορίες σχετικά με τους αναβαλλόμενους φόρους, που σύμφωνα με το πρότυπο SSAP 15 πρέπει να καταγράφονται στις υποσημειώσεις, δεν προσθέτουν αξία.

Σε μια μελέτη των Chang et al. (2009), ερεύνησαν τη συνάφεια και το αυξημένο πληροφοριακό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φόρων που αναφέρονται στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Μέσα από την έρευνα τους, η οποία στηρίχθηκε κατά ένα μέρος στο μοντέλο επιπέδων του Ohlson (1995) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ των αναγνωρισμένων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και της αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον, με τη χρήση ενός μοντέλου αποδόσεων συμπέραναν ότι οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις απεικονίζουν τις μελλοντικές φορολογικές πληρωμές και το υπόλοιπο των μη αναγνωρισμένων φορολογικών απαιτήσεων παρέχει αρνητικό σήμα στην αγορά για την μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Από την άλλη μεριά, υπάρχουν και ερευνητές, οι οποίοι αντιτίθενται στην άποψη ότι η γνωστοποίηση των αναβαλλόμενων φόρων παρέχουν αξία. Ο Dotan (2003) κατέδειξε με τη μελέτη του ότι ενώ ορισμένοι αναβαλλόμενοι φόροι έχουν αξία, αυτοί που σχετίζονται με την απόσβεση δεν έχουν καθόλου αξία, ανεξάρτητα από τη περίοδο αντιστροφής αυτών των προσωρινών διαφορών. Με άλλα λόγια, οι αναβαλλόμενοι φόροι που σχετίζονται με την απόσβεση δεν έχουν

αξία λόγω του ότι δεν έχουν συνέπεια στις ταμειακές τους ροές. Για να καταλήξει σε αυτό το συμπέρασμα, στο μοντέλο αποτίμησης του Sansing (1998) χρησιμοποίησε ως κατάλληλη αξία του περιουσιακού στοιχείου την αξία χρήσης. Αναφέρει επίσης ότι “ η χρήση λανθασμένης αξίας του περιουσιακού στοιχείου από τον Sansing τον αναγκάζει να εισάγει και να προσαρμόζει τον συντελεστή (που ισούται με την προεξοφλημένη αξία της αναβαλλόμενης φορολογικής υποχρέωσης), προκειμένου να επιτευχθεί η σωστή αξία των ιδίων κεφαλαίων. Αυτός ο συντελεστής προσαρμογής ερμηνεύεται λανθασμένα από την Sansing ως υποχρέωση.” Τέλος, μέσα από την έρευνα του δείχνει ότι η αξία των αναβαλλόμενων φόρων εξαρτάται από τη χρονική στιγμή των πληρωμών ή των εισπράξεων του φόρου και όχι από την πιθανή αντιστροφή τους.

Μια ακόμα ενδιαφέρουσα έρευνα είναι η μελέτη της Hanlon (2005) για το δυνητικό πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών – φορολογικών διαφορών. Επικεντρώνεται κυρίως στις χρονικές διαφορές και εξετάζει κατά πόσο οι διαφορές αυτές επηρεάζουν τη διατήρηση των κερδών, των ταμειακών ροών και των δεδουλευμένων εσόδων και εν συνεχεία πως επηρεάζεται η γνώμη των επενδυτών. Διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις με τις πιο ακραίες διαφορές έχουν χαμηλότερη διατήρηση κερδών, ταμειακών ροών και δεδουλευμένων εσόδων και συνεπώς χαμηλότερη ποιότητα στα κέρδη τους. Μέσα από αυτή την έρευνα, αποδεικνύεται για μια ακόμα φορά ότι η πληρέστερη γνωστοποίηση των λογιστικών – φορολογικών διαφορών στις οικονομικές καταστάσεις (όπως η λεπτομερέστερη γνωστοποίηση των συστατικών στοιχείων της μεταβολής των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων και ο συνδυασμός της συνολικής μεταβολής με το αναβαλλόμενο φορολογικό έξοδο) θα παρείχε επιπρόσθετη πληροφόρηση που θα βοηθούσαν τους επενδυτές να εκτιμήσουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών – φορολογικών διαφορών.

Επιπροσθέτως, οι Hanlon et al. (2005) εξέτασαν και σύγκριναν εάν το πληροφοριακό περιεχόμενο του φορολογητέου εισοδήματος παρέχει στην αγορά πληροφορίες που είναι σταδιακά χρήσιμες πέρα από το λογιστικό εισόδημα εκτελώντας τρεις δοκιμές. Αρχικά, εφάρμοσαν ένα μοντέλο παλινδρόμησης σύγχρονων αποδόσεων τόσο για τη μεταβολή του λογιστικού εισοδήματος προ φόρων όσο και για τη μεταβολή του εκτιμώμενου φορολογητέου εισοδήματος.

Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι και τα δυο μέτρα εξηγούν τις αποδόσεις. Δεύτερον, σύγκριναν τον προσαρμοσμένο συντελεστή R^2 από την παλινδρόμηση αποδόσεων της μεταβολής του λογιστικού εισοδήματος προ φόρων με τον προσαρμοσμένο συντελεστή R^2 από την παλινδρόμηση αποδόσεων της μεταβολής του εκτιμώμενου φορολογητέου εισοδήματος. Διαπίστωσαν ότι ο προσαρμοσμένος συντελεστής R^2 του λογιστικού εισοδήματος προ φόρων είναι μεγαλύτερος από τον προσαρμοσμένο συντελεστή R^2 του εκτιμώμενου φορολογητέου εισοδήματος. Συνεπώς, το λογιστικό εισόδημα είναι πιο «χρήσιμο» από το φορολογικό εισόδημα. Τέλος, εξέτασαν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων για να αξιολογήσουν τις αποδόσεις που μπορούν να κερδηθούν με την εκ των προτέρων γνώση της μεταβολής του εισοδήματος. Βρήκαν ότι η εκ των προτέρων γνώση του μεγέθους και του πρόσημου (θετικό ή αρνητικό) της μεταβολής του εισοδήματος (φορολογικού/λογιστικού) όντως μπορεί να αυξήσει τις αποδόσεις. Γενικότερα, οι Hanlon et al. (2005) μέσα από την έρευνα τους απέδειξαν ότι και οι δυο υπολογισμοί του εισοδήματος παρουσιάζουν αυξημένη επεξηγηματική ισχύ. Δεδομένου, λοιπόν, ότι η εκτίμηση του φορολογητέου εισοδήματος (που προκύπτει από τις τρέχουσες γνωστοποιήσεις) έχει υψηλό πληροφοριακό περιεχόμενο, είναι πιθανό ότι οι γνωστοποιήσεις σχετικά με τη διαφορά μεταξύ λογιστικού και φορολογητέου εισοδήματος θα παρέχουν πρόσθετες χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές.

Ενώ στην προηγούμενη βιβλιογραφία, οι Hanlon et al. (2005) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι λογιστικές – φορολογικές διαφορές γνωστοποιούν πληροφορίες σχετικά με τη τιμή των μετοχών, τα ευρήματα της έρευνας των Comrix et al. (2011) δείχνουν ότι υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα μέσα σ' αυτές τις πληροφορίες και ότι οι επενδυτές δεν αντλούν με συνέπεια τα ίδια συμπεράσματα από αυτήν. Πιο συγκεκριμένα, οι Comrix et al. (2011) θέλησαν να εξετάσουν κατά πόσο αυτές οι διαφορές, μόνιμες και προσωρινές, συνδέονται με την απόκλιση των απόψεων των συμμετεχόντων στην αγορά. Ανέμεναν ότι οι διαφορές αυτές θα συνδέονταν θετικά με μέτρα αβεβαιότητας και διαφωνίας μεταξύ των συμμετεχόντων. Καθώς οι διαφορές των απόψεων μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά δεν είναι άμεσα μετρήσιμες, χρησιμοποίησαν τρεις σχετικές με την αγορά ψευδομεταβλητές, α) τον κύκλο των εργασιών, β)

πρόβλεψη της διασποράς των αναλυτών και γ) μεταβλητότητα αποδόσεων. Για να καταγράψουν καλύτερα την αβεβαιότητα στις διαθέσιμες πληροφορίες για μια επιχείρηση χρησιμοποίησαν και μοντέλο επιπέδων και τη μεταβλητότητα με τη πάροδο του χρόνου. Αποδεικνύοντας ότι η αβεβαιότητα που περιέχεται στις λογιστικές – φορολογικές διαφορές, κυρίως στις μόνιμες, μπορεί να επηρεάσει την ακρίβεια των πληροφοριών που μεταφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις.

Ο Chluddek (2011) μελέτησε κατά πόσο οι αναβαλλόμενες φορολογικές πληροφορίες ενημερώνουν για μελλοντικές ταμειακές ροές, χρησιμοποιώντας ένα εκτεταμένο μοντέλο που συσχετίζει τους καταβεβλημένους φόρους με τους κύριους καθοριστικούς παράγοντες του τρέχοντος ποσού των καταβληθέντων φόρων (τρέχων έξοδο φόρου, ετήσια μεταβολή των πληρωτέων φόρων εισοδήματος και αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις. Μέσα από αυτές τις αναλύσεις, έδειξε ότι όντως οι αναβαλλόμενοι φόροι μπορεί πράγματι να έχουν έγκαιρες συνέπειες στις ταμειακές ροές, ακόμη και στη περίπτωση των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, αν και ο βασικός σκοπός της διαχρονικής κατανομής των φόρων είναι να ενημερώνουν για μελλοντικές ταμειακές πληρωμές και μελλοντικά φορολογικά οφέλη, τα συνολικά αποτελέσματα της μελέτης του Chluddek έδειξαν ότι δεν υπάρχει συνάφεια μεταξύ των αναγνωρισμένων αναβαλλόμενων φόρων και των (μελλοντικών) ταμειακών ροών.

Σε μια ακόμη έρευνα του ο Chluddek (2011) παρέχει τη πρώτη ανάλυση σχετικά με τη καταλληλότητα των γνωστοποιήσεων του αναβαλλόμενου φόρου σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσο και πώς οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τις πληροφορίες που είναι σχετικές με τους αναβαλλόμενους φόρους, βάσισε το μοντέλο παλινδρόμησης στο μοντέλο αποτίμησης των Feltham και Ohlson (1995). Συσχετίζοντας την αγοραία αξία των μετοχών με τα καθαρά λειτουργικά και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη. Αναλύοντας τα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία σε καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία πριν τους αναβαλλόμενους φόρους, αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Αυτή η εμπειρική ανάλυση υπογραμμίζει τη γενική έλλειψη συνάφειας των πληροφοριών που παρέχουν οι

αναβαλλόμενοι φόροι αποκαλύπτοντας ότι οι επενδυτές – οι κύριοι αποδέκτες των οικονομικών καταστάσεων- δεν λαμβάνουν υπόψιν γενικά τα υπόλοιπα των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων για να παρέχουν σχετικές πληροφορίες για την αξιολόγηση της αξίας της επιχείρησης, δηλαδή για να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές φορολογικές ταμειακές ροές. Η έλλειψη προσοχής μπορεί να οφείλεται σε αβεβαιότητες σχετικά με το χρονοδιάγραμμα και την πιθανότητα αντιστροφής του αναβαλλόμενου φόρου και την αντίληψη ότι η πλειονότητα των αναβαλλόμενων φόρων προκύπτει από επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές, με αποτέλεσμα το υπόλοιπο του λογαριασμού του αναβαλλόμενου φόρου στον ισολογισμό να μην έχει καμία σχέση με την παρούσα αξία του πληρωτέου φόρου.

Εν συνεχεία, ο Laux (2013) εξετάζει εμπειρικά εάν οι αναβαλλόμενοι φόροι παρέχουν επιπρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές πληρωμές φόρων και εξετάζει κατά πόσο αυτό εξαρτάται από την πιθανότητα και το χρόνο αντιστροφής του αναβαλλόμενου φόρου. Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται σε αυτή τη μελέτη δείχνουν ότι υπάρχει ασύμμετρη σχέση μεταξύ αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων και μελλοντικών φορολογικών πληρωμών. Συγκεκριμένα, οι παλινδρομήσεις τόσο των μελλοντικών φορολογικών πληρωμών όσο και της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων με τα συστατικά στοιχεία των αναβαλλόμενων φόρων παρέχουν αποδείξεις οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις που σχετίζονται με τα έσοδα και τα έξοδα που περιλαμβάνονται στη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης πριν από το φορολογητέο εισόδημα πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές φορολογικές πληρωμές, δεν ισχύει το ίδιο όμως για τις πληροφορίες που σχετίζονται με τα έσοδα και τα έξοδα που περιλαμβάνονται στη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μετά το φορολογητέο εισόδημα. Επιπλέον, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι νέες προσωρινές διαφορές που προκύπτουν δεν αντισταθμίζουν τις φορολογικές συνέπειες της αντιστροφής των προσωρινών διαφορών. Τέλος, τα αποτελέσματα αμφισβητούν αν το όφελος από τις πληροφορίες που παρέχονται από αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις υπερβαίνει το κόστος παροχής και χρήσης των πληροφοριών.

Λόγω της αναθεώρησης του ΔΛΠ 12, που καθιστά αναγκαίο μια οικονομική οντότητα να γνωστοποιεί χωριστά τους αναβαλλόμενους φόρους επί λοιπών στοιχείων εισοδήματος είτε στη Συνολική Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, είτε στις σημειώσεις για ετήσιες περιόδους ξεκινώντας από την 1η Ιουλίου 2012 και μετά. Βασισμένοι σ' αυτή την αλλαγή, οι Eberhartinger και Lee (2014) εστιάζουν στο εάν οι φορολογικές πληροφορίες που δίνονται είναι σχετικές για τον αναγνώστη των οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιώντας ένα πειραματικό σχέδιο που τους επιτρέπει να χειρίζονται μόνο την ύπαρξη φορολογικών πληροφοριών, όλων των άλλων μεταβλητών σταθερών. Δεν μπόρεσαν να επιβεβαιώσουν ότι οι αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με τον αναβαλλόμενο φόρο ανά στοιχείο ήταν σχετικές με την κρίση των αναγνωστών των οικονομικών καταστάσεων σχετικά με την οικονομική απόδοση, την κατάσταση των επενδύσεων και τη φορολογική θέση του μοντέλου της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, το συμπέρασμα που κατέληξαν είναι ότι οι φορολογικές πληροφορίες δεν επηρέασαν σημαντικά τη κρίση των συμμετεχόντων στις δοκιμές.

Άλλες πρόσφατες μελέτες που συνδέουν τα χαρακτηριστικά των λογιστικών – φορολογικών διαφορών με ορισμένα αρνητικά οικονομικά αποτελέσματα είναι, για παράδειγμα, των Ayers et al. (2010), οι οποίοι εξετάζουν κατά πόσο οι πιστωτικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τις λογιστικές διαφορές στις αναλύσεις πιστωτικού κινδύνου. Δεδομένου του τρόπου σύνδεσης των μεταβολών της πιστοληπτικής ικανότητας με τις μεγάλες θετικές και τις μεγάλες αρνητικές μεταβολές στις διαφορές των λογιστικών – φορολογικών διαφορών, στον ισολογισμό, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι διαφορές αυτές (θετικές ή αρνητικές) επηρεάζουν το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων. Διαπίστωσαν με αυτό τον τρόπο ότι οι λογιστικές-φορολογικές διαφορές σχετίζονται με τις αλλαγές των αξιολογήσεων, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι οι επενδυτές δεν είναι οι μόνοι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων που θεωρούν ότι οι πληροφορίες αυτές είναι σχετικές. Ομοίως, οι Dhaliwal et al. (2008) θέλησαν να εξετάσουν τη σύνδεση των χρονικών αυτών διαφορών με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μια επιχείρησης. Για να μπορέσουν να αντλήσουν στοιχεία για τη μελλοντική συμπεριφορά της διοίκησης και την αξία της επιχείρησης,

χρησιμοποίησαν το μέσο όρο των λογιστικών – φορολογικών διαφορών και όχι τις απόλυτες τιμές τους μέσα σε ένα χρόνο. Με αυτό τον τρόπο, αντικατόπτρισαν μια χρονολογική σειρά αποφάσεων και δραστηριοτήτων διοίκησης, οι οποίες προσφέρουν μια πιο αξιόπιστη ένδειξη μελλοντικής διαχειριστικής συμπεριφοράς. Βρήκαν, λοιπόν, μια θετική συσχέτιση ανάμεσα στην απόκλιση των διαφορών αυτών και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, αποδίδοντας το αποτέλεσμα αυτό σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι οι λογιστικές – φορολογικές διαφορές συμβάλλουν στην αβεβαιότητα που επικρατεί στην αγορά. Και οι δύο μελέτες αποδίδουν τα ευρήματά τους στις λογιστικές – φορολογικές διαφορές, οι οποίες έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην ποιότητα και την ακρίβεια των πληροφοριών που γνωστοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ανάπτυξη Υποδείγματος

2.1 Ορισμός του αντικειμένου της έρευνας

Η παρούσα έρευνα, που διεξάγεται στο πλαίσιο εκπόνησης της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, έχει ως σκοπό να εξετάσει την επίδραση της αναβαλλόμενης φορολογίας στη πληροφόρηση που παρέχεται σε τρίτα μέρη, και πιο συγκεκριμένα στους επενδυτές, μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών.

2.2 Στόχος της έρευνας

Οι εισηγμένες εταιρείες χρησιμοποιούν τις οικονομικές καταστάσεις ως ένα μέσο επικοινωνίας με τους μετόχους. Σκοπός των καταστάσεων αυτών είναι να παρέχουν στους επενδυτές όλη την απαραίτητη πληροφόρηση για να αξιολογήσουν την εταιρεία.

Ένα λογιστικό μέγεθος είναι σχετικό με την αξία της επιχείρησης, δηλαδή συνδέεται με τη τιμή της μετοχής, μόνο εφόσον αντισταθμίζει πληροφορία στους επενδυτές και μετρείται αξιόπιστα. Μόνο τότε παίζει ρόλο στη τιμή των μετοχών και να κάνει τη διαφορά στη λήψη αποφάσεων από τους επενδυτές.

Στη παρούσα έρευνα επιχειρείται να εξεταστεί εάν οι αναβαλλόμενοι φόροι παρέχουν πληροφόρηση στους επενδυτές, η οποία χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της εταιρείας μέσω της μεταβολής των τιμών των μετοχών.

2.3 Ερευνητικό υπόδειγμα

Οι Feltham και Ohlson (1995) παρουσιάζουν ένα μοντέλο στο οποίο η αγοραία αξία των μετοχών ισούται με την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (το άθροισμα των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, το άθροισμα των καθαρών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και των καθαρών αναβαλλόμενων φόρων) συν τυχόν μη καταχωρημένη υπεραξία. Δείχνουν ότι, υπό την προϋπόθεση της "καθαρού λογιστικού πλεονάσματος" (δηλαδή, η μεταβολή της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων είναι ίση με το καθαρό εισόδημα μείον τα μερίσματα), η μη καταχωρημένη υπεραξία ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μη κανονικών κερδών, τα οποία

ορίζονται ως πραγματικό κέρδος μείον λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ένα χρόνο πριν πολλαπλασιαζόμενη με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης . Υποστηρίζουν επίσης ότι εάν μόνο τα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία παράγουν μη κανονικά λειτουργικά κέρδη, η μη καταχωρημένη υπεραξία πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μη κανονικών λειτουργικών κερδών, τα οποία ορίζονται ως πραγματικό λειτουργικό εισόδημα μείον το κόστος κεφαλαίου πολλαπλασιαζόμενο με τα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία στην αρχή της περιόδου.

Σύμφωνα με τους Feltham και Ohlson (1995),λοιπόν, συσχετίζουμε την αγοραία αξία της μετοχής (P) με τα Καθαρά Λειτουργικά Στοιχεία (NOA), τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία (NFA), τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη (AOE), τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη προηγούμενων χρήσεων (LAE) και τον αναβαλλόμενο φόρο (DT). Το υπόδειγμα είναι το ακόλουθο:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NOA_{it} + \alpha_2 NFA_{it} + \alpha_3 AOE_{it} + \alpha_4 LAE_{it} + \alpha_5 DT_{it} + \sum \delta_t YEAR_t + e_t$$

Όπου i είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων που θα χρησιμοποιηθούν, t είναι η χρονική περίοδος που θα εξετασθεί και e_t ο διαταρακτικός όρος . Η περίοδος έρευνας καλύπτει τα οικονομικά έτη 2005 έως 2010. Το παραπάνω μοντέλο χρησιμοποιήθηκε για κάθε χώρα ξεχωριστά.

2.4 Δεδομένα και επιλογή δείγματος

Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο για τα έτη 2005-2010 για τις ακόλουθες τρεις χώρες: Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία. Οι χώρες αυτές επιλέχθηκαν για δυο λόγους: 1) και οι τρεις αυτές χώρες εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και 2) τη περίοδο 2008-2011 βρίσκονταν σε κρίση κάτι το οποίο επηρέασε τις επενδύσεις. Το 2005 επιλέχθηκε ως έτος βάσης γιατί η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων κατέστη υποχρεωτική από το 2005 για όλες τις χώρες της Ευρώπης. Συγκεκριμένα για τις παραπάνω χώρες συλλέξαμε δεδομένα με τη βοήθεια του προγράμματος Datasream, μέσω του οποίου δεν επιλέχθηκαν καθόλου εταιρείες που ανήκαν στον χρηματοπιστωτικό τομέα, όπως τράπεζες, εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ασφαλειών και

ακίνητης περιουσίας, καθώς σ' αυτές τις επιχειρήσεις η διαδικασία αποτίμησης διαφέρει. Αναλυτικότερα, για την Ελλάδα αρχικά είχαν επιλεγεί 167 εταιρείες από τις οποίες αφαιρέσαμε 2 εταιρείες γιατί δεν ανήκαν στον κεντρικό χρηματιστήριο Αθηνών, από τις υπόλοιπες 165 εταιρείες αφαιρέθηκαν επιπλέον 3 εταιρείες οι οποίες ανήκαν στον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και δεν έπρεπε να επιλεγούν για τον ίδιο λόγο με τις εταιρείες του χρηματοπιστωτικού κλάδου, και άλλες 6 διαγράφηκαν καθώς δεν υπήρχαν δεδομένα για την τιμή της μετοχής τους. Συνεπώς για την Ελλάδα, το τελικό δείγμα αποτελείται από 156 εταιρείες. Για την Ιταλία, το αρχικό δείγμα περιελάμβανε 169 εταιρείες από τις οποίες αφαιρέθηκαν 7 εταιρείες οι οποίες δεν ανήκαν στο κεντρικό χρηματιστήριο του Μιλάνο, άλλες 7 εταιρείες καθώς ανήκαν στον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και 5 εταιρείες οι οποίες ανήκαν σε εταιρείες άλλων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το τελικό δείγμα της Ιταλίας αποτελούταν από 150 εταιρείες. Και τέλος, για την Πορτογαλία το αρχικό δείγμα είχε 46 εισηγμένες εταιρείες από τις οποίες 2 εταιρείες αφαιρέθηκαν γιατί ανήκαν στο κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και άλλες 3 διαγράφηκαν γιατί δεν υπήρχαν δεδομένα. Συνολικά το τελικό δείγμα της Πορτογαλίας έχει 41 εταιρείες.

Τα λογιστικά δεδομένα έχουν συλλεχθεί σύμφωνα με τους κωδικούς της βάσης δεδομένων Thomson Reuters Worldscope. Το P είναι η τιμή της μετοχής τρεις μήνες μετά το τέλος της χρήσης. Τρεις μήνες είναι ένα χρονικό διάστημα για να διασφαλιστεί ότι οι οικονομικές καταστάσεις έχουν ήδη δημοσιευθεί και υπάρχουν όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες. Σύμφωνα με τους Feltham και Ohlson (1995) τα καθαρά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (NFA) ορίζονται ως τα ταμειακά διαθέσιμα, τα ισοδύναμα μετρητών και οι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις μείον συνολικό χρέος συμπεριλαμβανομένων των προνομιούχων μετοχών. Τα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία πριν από αναβαλλόμενους φόρους (NOA) υπολογίζονται ως η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων μείον τα καθαρά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία συν τον αναβαλλόμενο φόρο. Τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη (AOE) υπολογίζονται ως τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (προσεγγίζονται με τα προσαρμοσμένο στο φόρο Κέρδη προ τόκων και φόρων δηλαδή το ΚΠΤΦ πολλαπλασιάζεται με το ένα μείον το έξοδο φόρου εισοδήματος διαιρούμενο με

τα Κέρδη προ φόρων μείον τα αναμενόμενα κανονικά λειτουργικά κέρδη (10% των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων ένα χρόνο πριν). Παρομοίως με τους Amir et al. (1997) επιλέγω το 10% ως εκτίμηση του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης. Η μεταβλητή LAE είναι τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη ένα χρόνο πριν.

Ο συντελεστής DT είναι το αντικείμενο έρευνας, δηλαδή ο αναβαλλόμενος φόρος. Καθώς θεωρήθηκε χρήσιμο να ερευνηθεί το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου, ο οποίος βρίσκεται τόσο στην οικονομική κατάσταση του Ισολογισμού όσο και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης, ο αναβαλλόμενος φόρος υπολογίστηκε με δυο τρόπους. Αρχικά, αναπαριστά τη μεταβολή του υπολοίπου του λογαριασμού του αναβαλλόμενου φόρου στον Ισολογισμό (Παθητικό) έτσι ώστε να ερευνηθεί κατά πόσο μια αύξηση ή μείωση του υπολοίπου του λογαριασμού επηρεάζει τις απόψεις των επενδυτών. Στη συνέχεια, προκειμένου να δούμε την επίδραση που έχει ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος που απεικονίζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, ο οποίος αφορά τις προσωρινές διαφορές που δημιουργήθηκαν στη τρέχουσα περίοδο και επηρεάζουν τα αποτελέσματα, ορίστηκε ο αναβαλλόμενος φόρος ως το άθροισμα του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος στην ημεδαπή και στο εξωτερικό.

Σύμφωνα , το μοντέλο διαμορφώνεται ως εξής:

Υπόδειγμα 1:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 NOA1_{it} + \beta_2 NFA_{it} + \beta_3 AOE_{it} + \beta_4 LAE_{it} + \beta_5 DT1_{it} + \Sigma \delta_t YEAR_t + e_t$$

Υπόδειγμα 2:

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 NOA2_{it} + \gamma_2 NFA_{it} + \gamma_3 AOE_{it} + \gamma_4 LAE_{it} + \gamma_5 DT2_{it} + \Sigma \delta_t YEAR_t + e_t$$

Όλες οι μεταβλητές διαιρούνται με τον αριθμό των κοινών μετοχών που είναι σε κυκλοφορία.

Ακολουθούν πίνακες επεξήγησης του τρόπου υπολογισμού των μεταβλητών του μοντέλου:

Στον παρακάτω πίνακα 1 παρουσιάζονται αναλυτικά οι βασικές μεταβλητές του μοντέλου:

Πίνακας 1. Καθορισμός μεταβλητών και κωδικών της πηγής προέλευσης

<i>Μεταβλητή</i>	<i>Υπολογισμοί</i>	<i>Κωδικός</i>
A. Εξαρτημένη Μεταβλητή		
Τιμή Μετοχής (P)	Τιμή κλεισίματος μετοχής τρεις μήνες μετά το τέλος χρήσης	Datastream item P
B. Ανεξάρτητες Μεταβλητές		
NOA, net operating assets before deferred taxes	book value of equity _t –NFA _t -DT _t	
NFA, net financial assets	Cash & Short Term Investment _t - Total Debt	
AOE, current abnormal operating earnings	[EBIT*(1-[income taxes/EBT]) – 0.10*(book value of equity _{t-1} – NFA _{t-1})]	
LAE, lagged abnormal operating earnings	Εντολή STATA lag AOE	
DT1, deferred tax	Υπόλοιπο αναβαλλόμενου φόρου στο Παθητικό	(WC03263)
DT2, deferred income tax	Deferred Domestic Income Tax + Deferred Foreign Income Tax	
NOSH, Common Shares Outstanding	Αριθμός των κοινών μετοχών που είναι σε κυκλοφορία	Datastream item NOSH

Στον παρακάτω πίνακα 2 παρουσιάζονται οι επιμέρους μεταβλητές βάσει των οποίων έγιναν οι υπολογισμοί των βασικών μεταβλητών του υποδείγματος:

Πίνακας 2. Καθορισμός επιμέρους μεταβλητών και κωδικών της πηγής προέλευσης

Μεταβλητή	Υπολογισμοί	Κωδικός
Cash & Short Term Investments	Ταμειακά διαθέσιμα (μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις) και εμπορικές επενδύσεις άμεσα ρευστοποιήσιμες	(WC02001)
Total Debt	Συνολικές δανειακές υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες)	(WC03255)
book value of equity	Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων	(WC03501)
Earnings before Interest and Taxes	Κέρδη προ τόκων και φόρων	(WC18191)
income taxes	Φόρος εισοδήματος	(WC01451)
Earnings before Taxes	Κέρδη προ φόρων	(WC01401)
Deferred Domestic Income Tax	Αναβαλλόμενος εγχώριος φόρος εισοδήματος	(WC18188)
Deferred Foreign Income Tax	Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος εξωτερικού	(WC18189)

Σύμφωνα με το θεωρητικό μοντέλο, οι συντελεστές παλινδρόμησης της μεταβλητής των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA) και των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) θα πρέπει να είναι ίσοι με ένα σε περίπτωση που εφαρμόζεται αμερόληπτη λογιστική και μεγαλύτεροι του ένα εάν εφαρμόζεται συντηρητική λογιστική. Εμείς αναμένουμε ο συντελεστής παλινδρόμησης του NOA να είναι μεγαλύτερος του συντελεστή παλινδρόμησης του NFA, εάν εφαρμόζεται πιο συντηρητική λογιστική για τα λειτουργικά στοιχεία. Ο συντελεστής του ΑΟΕ αναπαριστά τη διαχρονική διατήρηση των τρεχόντων μη κανονικών λειτουργικών κερδών. Οι συντελεστές των DT1 και DT2 είναι τα αντικείμενα αυτής της έρευνας. Τέλος, αναμένουμε οι συντελεστές του αναβαλλόμενου φόρου να μην είναι στατιστικά σημαντικοί εάν οι επενδυτές δεν θεωρούν ότι η πληροφορία που εμπεριέχεται στον αναβαλλόμενο φόρο τόσο του Ισολογισμού όσο και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων χρήσης είναι σχετική και μπορεί να προσδώσει αξία στην αξιολόγηση της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αποτελέσματα της έρευνας και σχολιασμός

3.1 Μεθοδολογία της έρευνας

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκε περιγραφική και επαγωγική στατιστική. Αρχικά μέσω της περιγραφικής στατιστικής παρουσιάζονται οι μεταβλητές του μοντέλου. Στη συνέχεια για κάθε μεταβλητή αφού αφαιρέθηκαν οι ακραίες τιμές παρουσιάζονται τα τροποποιημένα δεδομένα. Το επόμενο βήμα ήταν να γίνει ανάλυση συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών χρησιμοποιώντας τον δείκτη συσχέτισης Spearman(ρ). Στη συνέχεια διεξήχθη έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας και στο τελευταίο βήμα είναι η πραγματοποίηση της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε με το στατιστικό πρόγραμμα STATA.

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται αρχικά τα περιγραφικά στοιχεία των αρχικών και των τροποποιημένων μεταβλητών. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα διαγράμματα διασποράς μαζί με την ανάλυση συσχέτισης. Έπειτα, ο έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας και στο τέλος παρουσιάζεται η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση απαλλαγμένη του προβλήματος ετεροσκεδαστικότητας, εάν υπάρχει.

3.2 Περιγραφική Στατιστική

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική για τις μεταβλητές του μοντέλου για όλες τις εταιρείες που απαρτίζουν το δείγμα για τα έτη 2005-2010, ανά χώρα. Πιο συγκεκριμένα, έχει υπολογισθεί ο μέσος, η τυπική απόκλιση, το ανώτατο και κατώτατο όριο και τα τεταρτημόρια (p25, p50, p75)

Προκειμένου να γίνει έλεγχος για ακραίες τιμές προστέθηκε στους παρακάτω πίνακες περιγραφικής στατιστικής μια στήλη (Diff), η οποία απεικονίζει την διαφορά μεταξύ ανώτατου και κατώτατου ορίου.

Πίνακας 3. Περιγραφική Στατιστική για τα αρχικά δεδομένα, 2005-2010, Ελλάδα

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	936	3.80	7.37	0.00	0.71	1.61	4.10	108.50	108.50
NOA1	760	4.54	3.89	0.00	1.88	3.44	6.23	27.41	27.41
NOA2	904	4.55	3.88	0.00	1.84	3.45	6.17	27.41	27.41
NFA	911	-1.55	4.50	-20.77	-2.67	-1.25	-0.41	53.03	73.80
AOE	904	-0.16	2.13	-30.95	-0.40	-0.17	-0.01	50.35	81.30
LAE	888	-0.12	0.82	-3.72	-0.34	-0.13	0.01	10.24	13.96
DT1	760	0.01	0.12	-0.88	-0.01	0.00	0.02	1.81	2.69
DT2	904	0.00	0.06	-1.02	0.00	0.00	0.00	0.28	1.30

Από τον παραπάνω πίνακα 3 παρατηρούμε ότι η μικρότερη τιμή της μετοχής είναι μηδέν ή κοντά στο μηδέν, ενώ το 25% των παρατηρήσεων της τιμής της μεταβλητής αυτής είναι κάτω από το 0.71 και συγκεκριμένα πολύ κοντά στο 0.00 και το 75% πάνω από 4.10 και η μεγαλύτερη σε αξία μετοχή έχει τιμή 108.50. Γενικότερα, παρατηρούμε ότι σχεδόν σε όλες τις μεταβλητές υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ του ανώτατου και του κατώτατου ορίου. Αναφορικά με τις μεταβλητές που σχετίζονται αναβαλλόμενο φόρο, DT1 και DT2, παρατηρούμε ότι τόσο ο μέσος όσο και η διάμεσος τους είναι πολύ κοντά στο μηδέν. Αναλύοντας τα δεδομένα του πίνακα, βλέπουμε ότι για τη μεταβλητή DT1 το 75% των παρατηρήσεων είναι πάνω από 0.02, με τη μεγαλύτερη να είναι πάνω από 1.81 και το 25% κάτω από -0.01 και η μικρότερη παρατήρηση είναι -0.88. Αυτό σημαίνει ότι στο 75% των παρατηρήσεων του δείγματος, το υπόλοιπο του λογαριασμού του αναβαλλόμενου φόρου αυξανόταν, δηλαδή αναγνωρίζονταν περισσότερες αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις από αυτές που μπορεί να αντιστρέφονταν. Από την άλλη μεριά, το 25% των παρατηρήσεων της μεταβλητής DT2 είναι κάτω από το μηδέν και το 75% πάνω από το μηδέν, με τη χαμηλότερη τιμή του είναι -1.02 και την ανώτατη 0.28. Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι στο δείγμα της Ελλάδας υπάρχουν ακραίες τιμές.

Πίνακας 4. Περιγραφική Στατιστική για τα αρχικά δεδομένα, 2005-2010, Ιταλία

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	900	2047.48	23371.90	0.00	1.04	2.88	7.54	375571	375571
NOA1	816	9.44	28.23	-3.97	1.55	3.72	7.19	333.79	337.76
NOA2	815	9.47	28.16	-3.07	1.54	3.73	7.28	311.51	314.58
NFA	816	-3.59	14.31	-185.96	-2.60	-0.98	-0.06	25.04	211.00
AOE	816	-0.31	6.16	-126.46	-0.34	-0.05	0.16	97.45	223.91
LAE	775	-0.24	6.24	-126.46	-0.30	-0.04	0.19	97.45	223.91
DT1	816	-0.02	1.11	-22.28	-0.05	0.00	0.02	18.77	41.05
DT2	815	-0.04	0.25	-3.20	0.03	0.00	0.01	1.00	4.2

Από το παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος και η διάμεσος έχουν μεγάλη διαφορά. Πιο ξεκάθαρο είναι στη μεταβλητή της τιμής της μετοχής όπου ο μέσος όρος είναι 2047.48 και η διάμεσος 2.88. Από την υψηλή τυπική απόκλιση της μεταβλητής P (23371.9) παρατηρούμε ότι τα στοιχεία απλώνονται πάνω από ένα ευρύτερο φάσμα των τιμών, δηλαδή υπάρχει μεγάλη διασπορά. Αυτό υποδηλώνει ότι τα δεδομένα δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή. Παρατηρώντας την μεταβλητή των Καθαρών Χρηματοοικονομικών στοιχείων, βλέπουμε ότι υπάρχει μεγάλη διαφορά (diff=211) μεταξύ ανώτατης και κατώτατης τιμής. Επίσης, το 25% των στοιχείων είναι κάτω από -2.60 και το 75% πάνω από -0.06 με ανώτατη τιμή το 25.04. Συνεπώς και στο δείγμα της Ιταλία υπάρχουν ακραίες τιμές.

**Πίνακας 5. Περιγραφική Στατιστική για τα αρχικά δεδομένα, 2005-2010,
Πορτογαλία**

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	246	4.18	6.57	0.00	0.65	2.20	5.36	43.70	43.70
NOA1	231	14.38	27.13	-1.31	2.05	4.32	9.93	135.52	136.83
NOA2	225	14.66	27.48	-1.56	2.05	4.42	10.17	135.45	137.01
NFA	232	-8.16	18.61	-87.41	-5.94	-2.02	-0.02	27.10	114.51
AOE	193	-0.36	3.96	-35.78	-0.42	-0.09	0.20	17.08	52.86
LAE	185	-0.34	3.85	-35.78	-0.42	-0.08	0.20	17.08	52.86
DT1	231	0.02	0.33	-2.92	-0.01	0.00	0.04	2.16	5.08
DT2	226	0.01	0.05	-0.27	0.00	0.00	0.01	0.33	0.60

Από τον πίνακα 5 συμπεραίνουμε ότι και εδώ υπάρχουν ακραίες τιμές. Η διαφορά μεταξύ μικρότερη και υψηλότερης τιμής της μεταβλητής του DT1 είναι 5.08. Στο ίδιο συμπέρασμα θα καταλήξουμε εάν παρατηρήσουμε το πρώτο και τρίτο τεταρτημόριο. Από τα οποία φαίνεται ότι το 25% των δεδομένων βρίσκεται κάτω από το -0.01 και το 75% αυτών είναι πάνω από το 0.04. Μεγαλύτερη ένδειξη για την ύπαρξη ακραίων τιμών βρίσκουμε στην μεταβλητή των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων όπου η διαφορά είναι πάνω από 100 (136.83 και 137.01)

Συνοψίζοντας, παρατηρούμε ότι και για τις τρεις χώρες το δείγμα δεν ακολουθεί την κανονική κατανομή εφόσον ο μέσος και η διάμεσος έχουν σημαντική διαφορά και υπάρχουν ακραίες τιμές. Προκειμένου, λοιπόν, να προκύψουν αξιόπιστα αποτελέσματα πρέπει να εξομαλύνουμε το δείγμα με σκοπό τα δεδομένα να ακολουθεί τη κανονική κατανομή. Αυτό θα γίνει με την εφαρμογή της εντολής winsor2 στο Stata.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι πίνακες περιγραφικής στατιστικής και για τις τρεις χώρες μετά την τροποποίηση των δεδομένων από τους οποίους φαίνεται ότι πλέον το δείγμα ακολουθεί την κανονική κατανομή.

Πίνακας 6. Περιγραφική Στατιστική για τα τροποποιημένα δεδομένα, 2005-2010, Ελλάδα

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	936	3.20	3.74	0.00	0.19	1.61	4.10	13.95	13.95
NOA1	760	4.34	3.10	0.00	0.77	3.45	6.23	11.60	11.60
NOA2	904	4.34	3.10	0.00	0.70	3.45	6.17	11.55	11.55
NFA	911	-1.78	1.94	-20.77	-6.64	-1.25	-0.41	0.76	21.53
AOE	904	-0.22	0.38	-30.95	-1.08	-0.17	-0.01	0.53	31.48
LAE	888	-0.17	0.35	-3.72	-0.94	-0.13	0.01	0.55	4.27
DT1	760	0.01	0.05	-0.88	-0.10	0.00	0.02	0.13	1.01
DT2	904	0.00	0.02	-1.02	-0.04	0.00	0.00	0.05	1.07

Στον πίνακα 6 παρουσιάζεται η κατανομή των δεδομένων της Ελλάδας μετά από την αφαίρεση των ακραίων τιμών. Ο μέσος όρος της τιμής της μετοχής είναι 3.20. Ο μέσος όρος των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA) είναι 4.34, περίπου το 74% της αγοραίας αξίας της μετοχής ανά αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία. Τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία είναι περίπου το 56% του μέσου όρου της χρηματιστηριακής τιμής. Το αρνητικό πρόσημο δείχνει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δανεισμό που εκπίπτει από τον φόρο εισοδήματος για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Ο αναβαλλόμενος φόρος και ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος είναι περίπου το 0.3% της μέσης τιμής της μετοχής. Το θετικό πρόσημο του μέσου όρου του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος DT2 και της μεταβολής του αναβαλλόμενου φόρου ως κονδύλι στον Ισολογισμό DT1 δείχνει ότι οι περισσότερες εισηγμένες ελληνικές εταιρείες αναγνωρίζουν κατά κύριο λόγο αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Το εύρημα αυτό ήταν αναμενόμενο καθώς το ΔΛΠ12 δεν επιτρέπει την αναγνώριση αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων εκτός εάν αναμένεται ότι θα υπάρχουν φορολογητέα κέρδη από τα οποία θα καταστεί δυνατή η αξιοποίηση της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης. Τέλος, το αρνητικό πρόσημο της μέσης τιμής των μη κανονικών κερδών τρεχουσών και παρελθούσας χρήσης δείχνει ότι η κατανομή τους έχει κλίση προς τα αριστερά.

Πίνακας 7. Περιγραφική Στατιστική για τα τροποποιημένα δεδομένα, 2005-2010, Ιταλία

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	900	6.44	8.32	0.00	1.04	2.88	7.54	30.72	30.72
NOA1	816	6.16	6.91	0.15	1.55	3.72	7.19	26.17	26.02
NOA2	815	6.19	6.94	0.17	1.54	3.73	7.28	26.35	26.18
NFA	816	-2.19	3.98	-15.17	-2.60	-0.98	-0.06	2.49	17.66
AOE	816	-0.13	0.63	-1.77	-0.34	-0.05	0.16	1.11	2.88
LAE	775	-0.10	0.63	-1.72	-0.30	-0.04	0.19	1.19	2.91
DT1	816	-0.02	0.15	-0.42	-0.05	0.00	0.02	0.30	0.72
DT2	815	-0.02	0.09	-0.29	-0.03	0.00	0.01	0.12	0.41

Στον πίνακα 7 παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική για τα δεδομένα της Ιταλίας μετά την διόρθωση για ακραίες τιμές. Ο μέσος όρος της τιμής της μετοχής είναι 6.44. Ο μέσος όρος των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA) είναι 6.16 για το πρώτο υπόδειγμα και 6.19 για το δεύτερο υπόδειγμα, περίπου το 96% της τιμής της μετοχής. Τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία είναι περίπου το 34% του μέσου όρου της τιμής της μετοχής. Το αρνητικό πρόσημο, όπως και στη περίπτωση της Ελλάδας, δείχνει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δανεισμό που εκπίπτει από τον φόρο εισοδήματος για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Ο αναβαλλόμενος φόρος και ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος είναι περίπου το 0.3% της μέσης τιμής της μετοχής, το ίδιο με της Ελλάδας. Το γεγονός ότι το 75% των παρατηρήσεων της μεταβολής του αναβαλλόμενου φόρου στον Ισολογισμό και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος είναι πάνω από 0.01 και 0.01 αντίστοιχα δείχνει ότι οι περισσότερες εταιρείες στην Ιταλία έχουν περισσότερες αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις από ότι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις. Τέλος, η διάμεσος των τρεχόντων και παρελθόντων μη κανονικών λειτουργικών χρεών είναι κοντά στο μηδέν. Το αρνητικό πρόσημο της μέσης τιμής των μη κανονικών κερδών τρεχουσών και παρελθούσας χρήσης δείχνει ότι η κατανομή τους έχει κλίση προς τα αριστερά.

Πίνακας 8. Περιγραφική Στατιστική για τα τροποποιημένα δεδομένα, 2005-2010, Πορτογαλία

Variable	n	Mean	S.D.	Min	p25	Median	p75	Max	Diff
Price	246	3.77	4.70	0.00	0.64	2.2	5.36	20.00	20.00
NOA1	231	13.64	24.44	0.00	2.05	4.32	9.93	94.02	94.02
NOA2	225	13.90	24.73	-0.04	2.05	4.42	10.17	94.02	94.06
NFA	232	-7.71	16.14	-63.00	-5.94	-2.02	-0.02	2.33	65.33
AOE	193	-0.27	1.46	-4.70	-0.42	-0.09	0.20	2.16	6.86
LAE	185	-0.18	1.29	-3.71	-0.42	-0.08	0.20	2.16	5.87
DT1	231	0.02	0.12	-0.17	-0.01	0.00	0.04	0.36	0.53
DT2	226	0.01	0.03	-0.04	0.00	0.00	0.01	0.09	0.13

Στον πίνακα 8 παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική για τα δεδομένα της Πορτογαλίας μετά την διόρθωση για ακραίες τιμές. Ο μέσος όρος της τιμής της μετοχής είναι 3.77. Ο μέσος όρος των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA) είναι 13.64 για το πρώτο υπόδειγμα και 13.90 για το δεύτερο υπόδειγμα. Το αρνητικό πρόσημο των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων, όπως και στη περίπτωση της Ελλάδας και της Ιταλίας, δείχνει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δανεισμό που εκπίπτει από τον φόρο εισοδήματος για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Ο αναβαλλόμενος φόρος και ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος είναι περίπου το 0.5% της μέσης τιμής της μετοχής, το ίδιο με της Ελλάδας. Το θετικό πρόσημο της μέσης τιμής και των δυο μεταβλητών που ερευνούν τον αναβαλλόμενο φόρο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις στη Πορτογαλία αναγνωρίζουν κατά κύριο λόγο αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Τέλος, η διάμεσος των τρεχόντων και παρελθόντων μη κανονικών λειτουργικών χρεών είναι κοντά στο μηδέν. Το αρνητικό πρόσημο της μέσης τιμής των μη κανονικών κερδών τρεχουσών και παρελθούσας χρήσης δείχνει ότι η κατανομή τους έχει κλίση προς τα αριστερά.

3.3 Συσχέτιση μεταβλητών

Στο βήμα αυτό παρουσιάζεται η ανάλυση συσχέτισης Spearman των μεταβλητών ανά χώρα και για τα δυο μοντέλα.

Υπόδειγμα 1:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{NOA1}_{it} + \beta_2 \text{NFA}_{it} + \beta_3 \text{AOE}_{it} + \beta_4 \text{LAE}_{it} + \beta_5 \text{DT1}_{it} + \sum \delta_t \text{YEAR}_t + e_t$$

Πίνακας 9. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Ελλάδα

	Price_w	NOA1_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT1_w
Price_w	1					
NOA1_w	0.3294***	1				
NFA_w	-0.0959**	-0.7936***	1			
AOE_w	0.2713***	-0.224***	0.2943***	1		
LAE_w	0.2146***	-0.1305***	0.2299***	0.5222***	1	
DT1_w	0.0881***	0.0432	-0.0301	0.1224***	0.0067	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Στο πίνακα 9 παρατηρούμε ότι δεν υπάρχουν υψηλές τιμές συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ των μεταβλητών. ανάμεσα στα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία (NFA) και τη τιμή της μετοχής υπάρχει σημαντικά αρνητική συσχέτιση, σύμφωνα με μια χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Όπως αναμενόταν υπάρχει σημαντικά θετική συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των μη κανονικών κερδών σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό σημαίνει ότι αν αυξηθούν τα Καθαρά Λειτουργικά Στοιχεία ή τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής. Τέλος, η συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και του αναβαλλόμενου φόρου είναι σημαντικά κοντά στο μηδέν (0.0881).

Αρνητικές συσχετίσεις υπάρχουν μεταξύ των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των υπολοίπων εξηγηματικών μεταβλητών, εκτός του

αναβαλλόμενου φόρου. Συγκεκριμένα, η συσχέτιση της μεταβλητής NFA και NOA είναι σημαντικά ισχυρή γραμμική (-0.7936, $p < 0.001$), το οποίο είναι αναμενόμενο καθώς για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA) αφαιρέθηκαν από τα ίδια κεφάλαια τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία (NFA), το οποίο επιβεβαιώνεται και από το αρνητικό πρόσημο τις συσχέτισης.

Πίνακας 10. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Ιταλία

	Price_w	NOA1_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT1_w
Price_w	1					
NOA1_w	0.4049***	1				
NFA_w	-0.162***	-0.8335***	1			
AOE_w	0.1758***	-0.261***	0.4045***	1		
LAE_w	0.1666***	-0.114	0.2439***	0.5904***	1	
DT1_w	-0.0188	-0.1884***	0.1379	0.0758***	0.0617	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Στο πίνακα 10 παρατηρούμε, ότι καμία μεταβλητή δεν έχει σημαντική ισχυρή γραμμική σχέση με τη τιμή της μετοχής. Συνεπώς, δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Όπως και στη περίπτωση της Ελλάδας, ανάμεσα στα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία (NFA) και τη τιμή της μετοχής υπάρχει αρνητική συσχέτιση, σύμφωνα με μια χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Όπως αναμενόταν υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των μη κανονικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι αν αυξηθούν τα Καθαρά Λειτουργικά Στοιχεία ή τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής. Τέλος, ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και τον αναβαλλόμενο φόρο υπάρχει αρνητική συσχέτιση (-0.0188).

Όπως αναμενόταν, και στη περίπτωση της Ιταλίας υπάρχουν αρνητικές συσχετίσεις υπάρχουν μεταξύ των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των υπολοίπων επεξηγηματικών μεταβλητών. Και εδώ υπάρχει μια σημαντικά ισχυρή

γραμμική σχέση μεταξύ των μεταβλητών NFA και NOA (-0.8335), το οποίο οφείλεται στους ίδιους λόγους που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

Πίνακας 11. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Πορτογαλία

	Price_w	NOA1_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT1_w
Price_w	1					
NOA1_w	0.2424***	1				
NFA_w	-0.1471	-0.9547***	1			
AOE_w	0.1505***	-0.3873	0.508***	1		
LAE_w	0.2834**	-0.2275	0.3461***	0.4698***	1	
DT1_w	-0.0776	0.0253	0.0019*	0.075	-0.0471	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Δεν υπάρχουν ισχυρές γραμμικές συσχετίσεις της εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες, οπότε δεν έχουμε πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Στο πίνακα 11 παρατηρούμε και πάλι την αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία (NFA) και τη τιμή της μετοχής, η οποία οφείλεται στην χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Επαληθεύεται για μια ακόμα φορά η ύπαρξη σημαντικής θετικής συσχέτισης μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των μη κανονικών κερδών σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό σημαίνει ότι αν αυξηθούν τα Καθαρά Λειτουργικά Στοιχεία ή τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής. Ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και τον αναβαλλόμενο φόρο υπάρχει χαμηλή αρνητική συσχέτιση (-0.0776).

Αρνητικές συσχετίσεις υπάρχουν και στη Πορτογαλία μεταξύ των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και των υπολοίπων επεξηγηματικών μεταβλητών, εκτός του αναβαλλόμενου φόρου. Η πιο ισχυρή αρνητική συσχέτιση υπάρχει μεταξύ της επεξηγηματικής μεταβλητής NFA και NOA (-0.9547), ο λόγος αναλύθηκε σε προηγούμενες συσχετίσεις.

Υπόδειγμα 2:

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{NOA2}_{it} + \gamma_2 \text{NFA}_{it} + \gamma_3 \text{AOE}_{it} + \gamma_4 \text{LAE}_{it} + \gamma_5 \text{DT2}_{it} + \Sigma \delta_t \text{YEAR}_t + e_t$$

Πίνακας 12. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Ελλάδα

	Price_w	NOA2_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT2_w
Price_w	1					
NOA2_w	0.3007***	1				
NFA_w	-0.0747***	-0.7862***	1			
AOE_w	0.2557***	-0.223***	0.3073***	1		
LAE_w	0.2294***	-0.1458***	0.2592***	0.5476***	1	
DT2_w	0.0995**	0.0335	0.002	0.096**	0.0165	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Στο δεύτερο υπόδειγμα, το οποίο εξετάζει την πληροφοριακή συνάφεια του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος, για τις συσχετίσεις των βασικών μεταβλητών καταλήγουμε στα ίδια συμπεράσματα με το προηγούμενο υπόδειγμα. Δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία έχουν μια σημαντικά αρνητική σχέση με την αγοραία αξία της μετοχής σε επίπεδο 1%. Μεταξύ την τιμής της μετοχής και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος, υπάρχει μια σημαντικά θετική συσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, αν και πολύ χαμηλή (0.0995).

Πίνακας 13. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Ιταλία

	Price_w	NOA2_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT2_w
Price_w	1					
NOA2_w	0.4071***	1				
NFA_w	-0.1618***	-0.8328***	1			
AOE_w	0.1759***	-0.2629***	0.4044***	1		
LAE_w	0.1667***	-0.1136	0.2438***	0.5904***	1	
DT2_w	-0.0393	-0.2334***	0.1517	0.1765***	0.0256	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Σύμφωνα με τον πίνακα 13, δεν υπάρχουν ισχυρές γραμμικές συσχετίσεις μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αυτό

σημαίνει ότι δεν τίθεται θέμα πολυσυγγραμμικότητας. Όπως και προηγουμένως, υπάρχει μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ τιμής της μετοχής και Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, στην Ιταλία υπάρχει μια σημαντικά αρνητική συσχέτιση μεταξύ των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Πίνακας 14. Ανάλυση συσχέτισης Spearman για τα τροποποιημένα δεδομένα, Πορτογαλία

	Price_w	NOA2_w	NFA_w	AOE_w	LAE_w	DT2_w
Price_w	1					
NOA2_w	0.2378***	1				
NFA_w	-0.1437	0.9542***	1			
AOE_w	0.151***	-0.3888	0.5091***	1		
LAE_w	0.2831**	-0.2293	0.3479***	0.4701***	1	
DT2_w	0.0469	-0.0683	0.0572	0.0863	0.0633	1

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%

Τέλος, σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα 14, και στο δείγμα της Πορτογαλίας δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Παρατηρούμε χαμηλή συσχέτιση ανάμεσα στον αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος και την αξία της επιχείρησης (0.0469). Γενικότερα, καταλήγουμε στα ίδια ευρήματα με την ανάλυση συσχέτισης της Πορτογαλίας στο πρώτο μοντέλο, με τη διαφορά ότι η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος και των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων είναι αρνητική.

3.4 Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Ένας επιπλέον έλεγχος που είναι πολύ σημαντικός να γίνει, είναι ο έλεγχος της ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας, δηλαδή εάν παραβιάζεται η υπόθεση ότι ο όρος του λάθους έχει σταθερή διακύμανση. Ο έλεγχος γίνεται με τη μέθοδο White, βάσει τη οποίας δημιουργούνται οι παρακάτω δυο υποθέσεις:

H₀: τα κατάλοιπα είναι ομοσκεδαστικά

H₁: τα κατάλοιπα είναι ετεροσκεδαστικά

Αυτός ο έλεγχος θα πρέπει να τρέξει και για τα δυο μοντέλα που εξετάζουν το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου.

Υπόδειγμα 1:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 NOA_{1it} + \beta_2 NFA_{it} + \beta_3 AOE_{it} + \beta_4 LAE_{it} + \beta_5 DT1_{it} + \Sigma \delta_t YEAR_t + e_t$$

Πίνακας 15. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για κάθε χώρα ξεχωριστά

Source	R ²	p
Ελλάδα		
Heteroskedasticity	64.04	0.0000
Ιταλία		
Heteroskedasticity	22.29	0.3252
Πορτογαλία		
Heteroskedasticity	105.47	0.0000

Στον παραπάνω πίνακα 15 εξετάζεται αν υπάρχει ή όχι πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας στο μοντέλο. Το σχετικά υψηλό R² στη περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας 64.04 και 105.47 αντίστοιχα, δείχνει ότι υπάρχει αυτό το πρόβλημα. Αντιθέτως, στο δείγμα της Ιταλίας δεν υπάρχει αυτό το πρόβλημα εφόσον το p είναι μεγαλύτερο από το στατιστικό λάθος α (p=0.3252>10%)

Στη συνέχεια, τρέχουμε τον ίδιο έλεγχο και για το μοντέλο που ερευνά το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης .

Υπόδειγμα 2:

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 NOA_{2it} + \gamma_2 NFA_{it} + \gamma_3 AOE_{it} + \gamma_4 LAE_{it} + \gamma_5 DT2_{it} + \sum \delta_t YEAR_t + e_t$$

Πίνακας 16. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για κάθε χώρα ξεχωριστά

Source	R ²	p
Ελλάδα		
Heteroskedasticity	51.99	0.0001
Ιταλία		
Heteroskedasticity	21.52	0.3669
Πορτογαλία		
Heteroskedasticity	84.70	0.0000

Στον παραπάνω πίνακα 16 παρατηρούμε, όπως και στο προηγούμενο μοντέλο, ότι σε όλες τις χώρες υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας με εξαίρεση την Ιταλία για την οποία δεν υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας ($p=0.3669$).

Συνεπώς και στα δυο υποδείγματα η εκτίμηση των συντελεστών παλινδρομήσεως και ο έλεγχος υποθέσεων καθίστανται προβληματικοί για τις χώρες της Ελλάδας και της Πορτογαλίας καθώς δεν επαληθεύτηκε η μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας. Συνεπώς, για αυτές τις δύο χώρες, η ανάλυση παλινδρόμησης θα πρέπει να τρέξει απαλλαγμένη από το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας προκειμένου να βγουν αξιόπιστα συμπεράσματα. Το πρόβλημα αυτό θα διορθωθεί με τη χρήση της εντολής *robust* στο STATA.

3.5 Ανάλυση αποτελεσμάτων παλινδρόμησης απαλλαγμένη από το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης των μοντέλων της έρευνας. Το υποδείγματα αυτά εκτιμώνται με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares) για τα έτη 2005-2010 και όλες τις εταιρείες που συνθέτουν το δείγμα, για την Ελλάδα, την Ιταλία και τη Πορτογαλία. Οι συντελεστές παλινδρόμησης, β_0 και γ_0 , είναι οι σταθεροί όροι των γραμμικών παλινδρομήσεων των δυο υποδειγμάτων, που δείχνουν ποια θα είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων εάν οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι μηδέν.

Υπόδειγμα 1:

Πίνακας 17. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Ελλάδα								
$P_{it}=\beta_0+\beta_1NOA_{1it}+\beta_2NFA_{it}+\beta_3AOE_{it}+\beta_4LAE_{it}+\beta_5DTI_{it}+\sum\delta_tYEAR_t+e_t$								
β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	Adj. R^2	N
1.551***	0.807***	0.637***	2.698***	0.861	2.595	0.2820	0.277	746
(7.330)	(12.152)	(5.722)	(5.574)	(1.794)	(1.051)			

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Ο παραπάνω πίνακας 17 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα του πρώτου μοντέλου, όπου ερευνάται το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου που βρίσκεται στη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης (Ισολογισμός) για την Ελλάδα. Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,277. Αυτό σημαίνει ότι το 27,7% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών για εταιρείες στην Ελλάδα ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι επαληθεύεται το μοντέλο των Feltham, και Ohlson (1995), πάνω στο οποίο έχει στηριχθεί η ερευνά μας. Οι συντελεστές των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA), των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) και των τρεχόντων μη κανονικών λειτουργικών κερδών (AOE) είναι στατιστικά μεγαλύτεροι του μηδενός σε επίπεδο σημαντικότητας 0.01. Αναλύοντας τους παραπάνω συντελεστές, παρατηρούμε, όπως αναμέναμε, ότι ο συντελεστής του NOA είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή του NFA, καθώς τα Καθαρά Λειτουργικά στοιχεία αυξάνονται με μεγαλύτερο ρυθμό από τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής του NOA είναι ίσος με 0.807 και του NFA ίσος με 0.637. Οι συντελεστές αυτοί σε σχέση με την επίδρασή τους στη τιμή της μετοχής, ερμηνεύονται ως εξής: μια αύξηση των καθαρών λειτουργικών στοιχείων κατά μία μονάδα θα οδηγήσει σε μια αύξηση της τιμής της μετοχής κατά 0.807 της ελληνικής επιχείρησης. Ομοίως, μια μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών στοιχείων κατά μια μονάδα θα οδηγήσει σε μια μείωση της μετοχής της ελληνικής εταιρείας κατά 0.637.

Ο συντελεστής για τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη δείχνει τη διατήρηση των κερδών με τη πάροδο του χρόνου. Ένας συντελεστής κοντά στο μηδέν δείχνει ότι δεν υπάρχει διατήρηση των μη κανονικών κερδών στο πέρας του χρόνου. Στην Ελλάδα, ο συντελεστής της μεταβλητής είναι σημαντικά πάνω από το μηδέν ($\beta_3=2.698$, $t\text{-stat}=5.574$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0.01. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μια διαχρονική διατήρηση των μη κανονικών κερδών.

Αναφορικά με τη μεταβλητή του αναβαλλόμενου φόρου παρατηρούμε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας για το δείγμα της Ελλάδας. Το γεγονός ότι στην Ελλάδα, η πληροφορία του αναβαλλόμενου φόρου ($\beta_5=2.595$, $t\text{-stat}= 1.051$) δεν επηρεάζει τη γνώμη των επενδυτών πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι μόλις το 2005 ξεκίνησαν να εφαρμόζονται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και η έννοια του αναβαλλόμενου φόρου ήταν μια καινοτομία για τα ελληνικά δεδομένα. Το θετικό πρόσημο του συντελεστή της μεταβλητής του DT1 δείχνει ότι η αγοραία αξία της μετοχής επηρεάζεται θετικά, αν και όχι σημαντικά, από την μεταβολή του υπολοίπου του αναβαλλόμενου φόρου στον Ισολογισμό.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα εμπειρικά ευρήματα του πρώτου μοντέλου στην Ιταλία.

Πίνακας 18. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Ιταλία								
$P_{it}=\beta_0+\beta_1NOA1_{it}+\beta_2NFA_{it}+\beta_3AOE_{it}+\beta_4LAE_{it}+\beta_5DT1_{it}+\Sigma\delta_tYEAR_t+e_t$								
β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	Adj.R^2	N
3.204***	1.017***	0.928***	2.449***	0.529	3.510	0.306	0.304	775
(9.308)	(13.798)	(6.772)	(3.730)	(0.882)	(1.732)			

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,304. Αυτό σημαίνει ότι το 30,4% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών για εταιρείες στην Ιταλία ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Οι συντελεστές των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA), των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) και των τρεχόντων μη κανονικών κερδών (AOE) είναι, όντως, στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 0.01. Το γεγονός ότι ο συντελεστής του NOA είναι μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι η επιχείρηση ακολουθεί συντηρητική πολιτική αναγνώρισης των λειτουργικών της στοιχείων και αυτό επαληθεύεται και από τη σύγκριση μεταξύ των συντελεστών του NOA ($\beta_1=1.017$) και του NFA ($\beta_2=0.928$). Αυτό σημαίνει ότι, 1 ευρώ των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων αξίζει 1.017.

Ο συντελεστής για τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη, όπως φαίνεται από τον πίνακα 18, στην Ιταλία, είναι στατιστικά μεγαλύτερος της μονάδας, ήτοι $\beta_3=2.449$ με $t\text{-stat}=3.730$, επιβεβαιώνεται, λοιπόν, ότι τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη διατηρούνται στο πέρασμα του χρόνου.

Όσον αφορά τη μεταβλητή του αναβαλλόμενου φόρου παρατηρούμε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας ($\beta_5=3.510, t\text{-stat}=1.732$). Το θετικό πρόσημο του συντελεστή μας δείχνει ότι υπάρχει μια θετική αναλογική σχέση ανάμεσα στην εξαρτημένη μεταβλητή της τιμής της μετοχής και του αναβαλλόμενου φόρου που αναγνωρίζεται στη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης (Ισολογισμός).

Στην επόμενη σελίδα παρουσιάζονται τα ευρήματα της ανάλυσης του υποδείγματος 1 για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Πορτογαλίας.

Πίνακας 19. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Πορτογαλία								
$P_{it}=\beta_0+\beta_1NOA_{1it}+\beta_2NFA_{it}+\beta_3AOE_{it}+\beta_4LAE_{it}+\beta_5DT1_{it}+\Sigma\delta_tYEAR_t+e_t$								
β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2	Adj.R^2	N
3.210*** (9.677)	0.146 (1.846)	0.128 (0.985)	0.383 (0.986)	0.961* (2.293)	-3.709 (-1.037)	0.216	0.193	183

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,193 για την Πορτογαλία, δηλαδή το 19,3% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών για εταιρείες στην Πορτογαλία ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Σύμφωνα με τον πίνακα 19, οι συντελεστές των μεταβλητών των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA), των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) και των τρεχόντων μη κανονικών κερδών (AOE) δεν είναι στατιστικά σημαντικοί. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο σχετικά μικρό μέγεθος του δείγματος.

Με άλλα λόγια, αυτό που συμπεραίνουμε από την ανάλυση αυτή είναι ότι οι συντελεστές των Καθαρών Λειτουργικών και Χρηματοοικονομικών Στοιχείων δεν είναι σημαντικά μεγαλύτεροι του μηδενός. Παρόλα αυτά εάν παρατηρήσουμε τους συντελεστές του NOA και του NFA θα καταλήξουμε, όπως και στις προηγούμενες αναλύσεις, ότι ο συντελεστής του NOA ($\beta_1=0.146$) είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή του NFA ($\beta_2=0.128$), το οποίο ήταν αναμενόμενο για το λόγο που εξηγήθηκε και σε πιο πάνω ανάλυση.

Ο συντελεστής για τα τρέχοντα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη, ο οποίος απεικονίζει τη διαχρονική διατήρηση των κερδών είναι ίσος με 0.383 και δεν είναι σημαντικά μεγαλύτερος του μηδενός. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη στη Πορτογαλία δεν διατηρούνται διαχρονικά. Από την άλλη μεριά, αν και τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη της τρέχουσας χρήσης δεν ερμηνεύουν την εξαρτημένη μεταβλητή, εντοπίζουμε ότι οι επενδυτές, στην Πορτογαλία, λαμβάνουν υπόψη τους, σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη της προηγούμενης χρήσης. Αυτό μπορεί να συμβαίνει, επειδή τους ενδιαφέρει κυρίως, η μεταβολή των μη κανονικών κερδών, δηλαδή, κατά πόσο αυξήθηκαν ή μειώθηκαν σε σχέση με τη προηγούμενη χρονιά.

Τέλος, αναφορικά με τη μεταβλητή του αναβαλλόμενου φόρου παρατηρούμε ότι ούτε και στη περίπτωση της Πορτογαλίας είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας της αξίας της επιχείρησης. Βέβαια, παρατηρούμε ότι αν και η έννοια του αναβαλλόμενου φόρου δεν επηρεάζει τη χρηματιστηριακή απόδοση της μετοχής ($\beta_5=-3.709$, $t\text{-stat}= -1.037$), το αρνητικό πρόσημο

υποδηλώνει ότι η μεταβολή της αύξησης των αναβαλλόμενων φόρων αποτελεί κακή είδηση για τους επενδυτές, γιατί μειώνει τη χρηματιστηριακή τιμή. Για παράδειγμα, μια αύξηση στον αναβαλλόμενο φόρο κατά μία μονάδα θα οδηγούσε σε μια μείωση της τιμής της μετοχής κατά 3.709.

Σύμφωνα με τα πορίσματα της έρευνας των Gordon και Joos (2004), είναι λογικό ο αναβαλλόμενος φόρος να μην λαμβάνεται υπόψη από τα ενδιαφερόμενα τρίτα μέρη ως επενδυτικός παράγοντας, καθώς, όπως απέδειξαν στην έρευνά τους, οι διοικήσεις των εταιρειών μετρούν του αναβαλλόμενους φόρους ωφελμιστικά ώστε να επιδράσουν στον Ισολογισμό, καθώς οι αναβαλλόμενοι φόροι επηρεάζουν τους δείκτες χρέους, οι οποίοι παίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη αποφάσεων. Αυτός ο κίνδυνος είναι ιδιαίτερα μεγάλος στις εξεταζόμενες χώρες, καθώς βρίσκονταν προ των πυλών της οικονομικής κρίσης τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε (2005-2010) και είναι αρκετά πιθανό οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να παραποιούσαν να παραποιούσαν τις οικονομικές καταστάσεις προς όφελος τους. Το θέμα είναι, εάν τα ενδιαφερόμενα τρίτα μέρη, στη περίπτωση μας οι επενδυτές, μπορούν να δουν πίσω από τον χειρισμό του Ισολογισμού και εάν είναι πρόθυμοι να αποδεχτούν αυτή τη διαχείριση.

Υπόδειγμα 2:

Αφού ολοκληρώθηκε η ανάλυση του πρώτου μοντέλου για όλες τις χώρες, παρακάτω θα διεξαχθεί η ανάλυση της γραμμικής παλινδρόμησης του δεύτερου μοντέλου, το οποίο ερευνά το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Υπάρχει μια διαφορά στο μέγεθος του δείγματος στην Ελλάδα καθώς στο δείγμα υπήρχαν περισσότερες εταιρείες που έχουν αναγνωρίσει τον αναβαλλόμενο φόρο στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και όχι στη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης. Παρόλα αυτά αναμένουμε παρόμοια ευρήματα με την ανάλυση του προηγούμενου μοντέλου για τις βασικές μεταβλητές, το ίδιο ισχύει και για την Ιταλία και τη Πορτογαλία.

Πίνακας 20. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Ελλάδα

$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 NOA_{2it} + \gamma_2 NFA_{it} + \gamma_3 AOE_{it} + \gamma_4 LAE_{it} + \gamma_5 DT2_{it} + \Sigma \delta_t YEAR_t + e_t$								
γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	R^2	Adj. R^2	N
1.814***	0.739***	0.580***	2.341***	1.222**	11.038	0.249	0.244	880
(9.045)	(11.987)	(5.599)	(5.196)	(2.710)	(1.529)			

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Ο παραπάνω πίνακας 20 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα του δεύτερου μοντέλου, όπου ερευνάται το πληροφοριακό περιεχόμενο των προσωρινών διαφορών που παίρνουν μέρος στον υπολογισμό του φόρου εισοδήματος που βρίσκεται στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης στην Ελλάδα. Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,244. Αυτό σημαίνει ότι το 24,4% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών για εταιρείες στην Ελλάδα ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Σε συμφωνία με τις εκτιμήσεις μας στην αρχή της έρευνας, οι συντελεστές των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA), των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) και των τρεχόντων μη κανονικών κερδών (AOE) είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 0.01.

Σε περαιτέρω ανάλυση του παραπάνω πίνακα, όπως ήταν αναμενόμενο ο συντελεστής του NOA είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή του NFA. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής του NOA είναι ίσος με 0.739 και του NFA ίσος με 0.580. Το θετικό πρόσημο των συντελεστών σημαίνει ότι μια αύξηση των Καθαρών Λειτουργικών και Χρηματοοικονομικών Στοιχείων έχει θετική επίδραση πάνω στους επενδυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, μια αύξηση των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων κατά ένα ευρώ, να οδηγήσει σε μία αύξηση της τιμής της μετοχής κατά 0.739. Το ίδιο ισχύει, αντίστοιχα, και για τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, ο συντελεστής των μη κανονικών κερδών δείχνει τη διατήρηση των κερδών με τη πάροδο του χρόνου. Ένας συντελεστής αρκετά μεγαλύτερο από το μηδέν δείχνει ότι υπάρχει διατήρηση των μη κανονικών κερδών σε βάθος χρόνου. Από τον πίνακα 20, βλέπουμε ότι ο συντελεστής των μη κανονικών κερδών για την Ελλάδα είναι στατιστικά μεγαλύτερος της μονάδας τόσο για τη τρέχουσα ($\gamma_3=2.341$) όσο και για τη προηγούμενη χρήση ($\gamma_4=1.222$) σε επίπεδο 0,01 και 0.05 αντίστοιχα. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι οι ελληνικές εταιρείες διατηρούν διαχρονικά τα μη κανονικά λειτουργικά κέρδη.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παραπάνω γραμμικής παλινδρόμησης, ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής μιας εισηγμένης επιχείρησης στο χρηματιστήριο Αθηνών. Ο συντελεστής του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος είναι 11.038 και έχει θετικό πρόσημο. Συνεπώς, υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ αναβαλλόμενης φορολογίας και χρηματιστηριακής τιμής. Μια αύξηση του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος σημαίνει ότι η επιχείρηση αναγνωρίζει μια αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση, συνεπώς θα πληρώσει τώρα λιγότερο φόρο από αυτόν που έπρεπε σύμφωνα με τα λογιστικά της βιβλία. Συνεπώς, εμφανίζει μεγαλύτερα λογιστικά κέρδη. Τα παραπάνω έρχονται σε συμφωνία με τα ευρήματα της έρευνας των Noor et al. (2007) και των Badertcher et al. (2009). Εν ολίγοις, οι Noor et al. (2007) παρατήρησαν ότι οι εταιρείες εμφάνιζαν συνεχώς μεγάλες διαφορές ανάμεσα στο λογιστικό και το φορολογικό εισόδημα, προκειμένου να έχουν τη δυνατότητα να αναγνωρίσουν περισσότερες αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Σε συνέχεια της παραπάνω έρευνας, οι Badertcher et al. (2009), έδειξαν ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν την αναβαλλόμενη φορολογία προκειμένου να παραποιήσουν τα κέρδη τους, εμφανίζοντας υψηλή αναβαλλόμενη φορολογία, εμφανίζουν αυξημένα λογιστικά κέρδη και συνεπώς μειωμένο φόρο εισοδήματος. Με αυτό το τρόπο, οι επενδυτές δεν έχουν σαφή εικόνα για τα πραγματικά λογιστικά κέρδη των εταιρειών εξαιτίας της παραποίησης των δεδομένων από την επιχείρηση. Συνεπώς, είναι λογικό το συμπέρασμα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση, ότι ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος δεν έχει πληροφοριακό περιεχόμενο για την αξιολόγηση μιας

εταιρείας. Αναμένουμε να καταλήξουμε στο ίδιο συμπέρασμα και για τις εταιρείες του δείγματος της Ιταλίας και της Πορτογαλίας.

Παρακάτω ακολουθεί η ανάλυση του υποδείγματος 2 για την Ιταλία.

Πίνακας 21. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Ιταλία								
$P_{it}=\gamma_0+\gamma_1NOA_{it}+\gamma_2NFA_{it}+\gamma_3AOE_{it}+\gamma_4LAE_{it}+\gamma_5DT_{it}+\sum\delta_iYEAR_{it}+e_{it}$								
γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	R^2	Adj.R^2	N
3.217***	1.028***	0.953***	2.335***	0.606	5.450	0.310	0.305	774
(9.331)	(14.035)	(7.052)	(3.483)	(1.011)	(1.738)			

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Ο παραπάνω πίνακας 21 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα του δεύτερου μοντέλου, όπου ερευνάται το πληροφοριακό περιεχόμενο του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος που βρίσκεται στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης για την Ιταλία. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,305. Αυτό σημαίνει ότι το 30.5% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών για εταιρείες στην Ιταλία ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Οι συντελεστές των Καθαρών Λειτουργικών Στοιχείων (NOA), των Καθαρών Χρηματοοικονομικών Στοιχείων (NFA) και των τρεχόντων μη κανονικών κερδών (AOE) είναι στατιστικά μεγαλύτεροι του μηδενός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Εφόσον τα Καθαρά Λειτουργικά στοιχεία αυξάνονται με μεγαλύτερο ρυθμό από τα Καθαρά Χρηματοοικονομικά Στοιχεία, όπως έχουμε αναφέρει και πιο πάνω, αναμένουμε και σ' αυτή την ανάλυση ο συντελεστής του NOA είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή του NFA. Πιο συγκεκριμένα, για την Ιταλία, ο συντελεστής του NOA είναι ίσος με 1.028 και του NFA ίσος με 0.953. Το θετικό πρόσημο του συντελεστή δείχνει ότι μια αύξηση των καθαρών λειτουργικών στοιχείων κατά 1 μονάδα θα οδηγήσει σε μια αύξηση της τιμής της μετοχής κατά 1.028. Ομοίως, για το συντελεστή του NFA, αυτό μας δείχνει ότι μια μείωση των καθαρών χρηματοοικονομικών στοιχείων κατά μια μονάδα θα οδηγήσει σε μια μείωση της μετοχής της εταιρείας που δραστηριοποιείται στο ιταλικό χρηματιστήριο, κατά 0.953.

Επιπροσθέτως, ο συντελεστής παλινδρόμησης των τρεχουσών μη κανονικών κερδών είναι σημαντικά μεγαλύτερος του μηδενός, ήτοι 2.335, σε επίπεδο 0.0.1. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει διαχρονική διατήρηση των μη κανονικών κερδών στην Ιταλία.

Στο πίνακα 21, βλέπουμε ότι ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος δεν έχει πληροφοριακή συνάφεια για τους επενδυτές, όπως αναμέναμε. Από τον συντελεστή του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος, ο οποίος ισούται με 5.450, συμπεραίνουμε ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος και αγοραίας αξίας μετοχής. Αυτό μας δείχνει ότι εάν η επιχείρηση αναγνωρίσει μια αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση 1 ευρώ, αυτό θα έχει ως επακόλουθο μια αύξηση της τιμής κατά 5.45.

Στη συνέχεια ακολουθεί η ανάλυση του υποδείγματος 2 για την Πορτογαλία.

Πίνακας 22. Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής με διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας, Πορτογαλία								
$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 NOA_{2it} + \gamma_2 NFA_{it} + \gamma_3 AOE_{it} + \gamma_4 LAE_{it} + \gamma_5 DT_{2it} + \Sigma \delta_t YEAR_t + e_t$								
γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	R^2	Adj. R^2	N
3.072***	0.139	0.118	0.340	1.002*	8.997	0.205	0.182	177
(9.314)	(1.821)	(0.934)	(0.883)	(2.313)	(1.151)			

*Οι αστερίσκοι υποδηλώνουν το επίπεδο σημαντικότητας με *, ** και *** να αντιστοιχούν σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1% αντίστοιχα και στις παρενθέσεις εσωκλείεται το t-statistic.

Ο παραπάνω πίνακας 22 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα του μοντέλου 2 στη Πορτογαλία. Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ίσος με 0,182 για την Πορτογαλία. Αυτό σημαίνει ότι το 18,2% της μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών των εταιρειών, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Λισαβόνας, ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, κανένας συντελεστής δεν είναι στατιστικά μεγαλύτερος του μηδενός, με εξαίρεση το συντελεστή παλινδρόμησης της μεταβλητής των μη κανονικών κερδών των προηγούμενων χρήσεων, ο οποίος είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Αναλυτικότερα, όπως και στις προηγούμενες αναλύσεις, ο συντελεστής του NOA ($\gamma_1=0.139$, $t\text{-stat}= 1.821$) είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή του NFA ($\gamma_2=0.118$, $t\text{-stat}= 1.821$). Το θετικό πρόσημο των συντελεστών δείχνει ότι υπάρχει μια αναλογική σχέση των μεταβλητών αυτών με τη χρηματιστηριακή τιμή των εταιριών. Οι συντελεστές των μη κανονικών κερδών είναι θετικοί αλλά δεν είναι σημαντικά μεγαλύτεροι του μηδενός. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει διαχρονική διατήρηση των μη κανονικών λειτουργικών κερδών στις επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα της Πορτογαλίας. Θετικό πρόσημο έχει και ο συντελεστής του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος, το οποίο μας δείχνει ότι μια αύξηση της αναβαλλόμενης φορολογίας, θα οδηγούσε σε μία αύξηση της τιμής της μετοχής μιας εταιρείας κατά 8.997.

Συνοψίζοντας, αναφορικά με τη μεταβλητή του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος, τα ευρήματα μας αποδεικνύουν εμπειρικά τα αποτελέσματα του πειραματικού σχεδίου των Eberhartinger και Lee (2014) αλλά έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα της έρευνας των Chang et al. (2009), όπου και αυτοί ερεύνησαν τη συνάφεια και το αυξημένο πληροφοριακό περιεχόμενο των αναβαλλόμενων φόρων που εμφανίζονται στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης στηρίζοντας την έρευνά τους κατά ένα μέρος στο μοντέλο επιπέδων του Ohlson (1995). Οι Chang et al. (2009) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια σημαντικά θετική συσχέτιση μεταξύ των αναγνωρισμένων αναβαλλόμενων φόρων εισοδήματος και της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα, όμως, με την ανάλυση της γραμμικής παλινδρόμησης του εξεταζόμενου μοντέλου και για τις τρεις χώρες, παρατηρούμε ότι ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος δεν είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας. Το οποίο δικαιολογείται καθώς πολλές έρευνες (όπως Citron (2001), Noor et al. (2007) και Badertcher et al. (2009)) έχουν αποδείξει ότι οι επιχειρήσεις μέσω της αναγνώρισης αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων και απαιτήσεων μπορούν να διαμορφώσουν τα λογιστικά κέρδη τους, με σκοπό να προσελκύσουν επενδυτές. Ωστόσο, το θετικό πρόσημο του συντελεστή του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος αποδεικνύει τη θετική συσχέτιση μεταξύ του αναβαλλόμενου φόρου και της χρηματιστηριακής τιμής της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Συμπεράσματα

Ο αναβαλλόμενος φόρος αποτελεί επί της ουσίας την οικονομική επιβάρυνση (ελάφρυνση), η οποία καταχωρείται ως έσοδο (έξοδο) και συμπεριλαμβάνεται στο κέρδος (ζημία) της περιόδου, εκτός εάν η φορολογία πηγάζει από μια συναλλαγή ή ένα γεγονός το οποίο καταχωρείται απευθείας στα ίδια κεφάλαια ή από εξαγορά σε συνένωση επιχειρήσεων. Ο ορισμός αυτός αποτέλεσε και το έναυσμα για να γίνει διαχωρισμός του εξεταζόμενου μοντέλου ανάλογα με τη πηγή του αναβαλλόμενου φόρου.

Σκοπός της παρούσας έρευνας ήταν να εξετάσει κατά πόσον οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών τον αναβαλλόμενο φόρο για να επενδύσουν στις εταιρείες που τους ενδιαφέρουν. Ως βάση για την έρευνα χρησιμοποιήθηκε το γραμμικό υπόδειγμα των Feltham and Ohlson (1995), στο οποίο προσθέσαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή τον αναβαλλόμενο φόρο, όπως προκύπτει από τη Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και τη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Γενικότερα, η παρούσα μελέτη βοήθησε στη κατανόηση της χρήσης του αναβαλλόμενου φόρου και τις προοπτικές που προσφέρει. Σήμερα διαπιστώνεται στα πλαίσια της οικονομικής κρίσης, ότι η φορολογία αποτελεί ένα σημαντικό ζήτημα το οποίο από τη μια επιφέρει έσοδα στο κράτος και από την άλλη αποτελεί σημείο αναφοράς για τις υγιείς επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν να πληρώνουν τους φόρους τους, συγχρόνως όμως σε διάφορες χώρες όπως είναι και η Ελλάδα, οι υψηλοί φόροι αποτελούν σημείο προβληματισμού, δεδομένου ότι επηρεάζει τη δυναμική τους.

Η έρευνα, η οποία διεξήχθη για τρεις χρηματιστηριακές αγορές, την Ελλάδα, την Ιταλία και την Πορτογαλία, για το χρονικό διάστημα 2005-2010, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η απεικόνιση της αναβαλλόμενης φορολογίας στις οικονομικές καταστάσεις δεν εμφανίζει συνάφεια, δηλαδή δεν δείχνει τη πραγματική οικονομική αξία μιας επιχείρησης, όπως αυτή φαίνεται στις τρέχουσες τιμές των μετοχών της. Συνεπώς, δεν θεωρείται ένα αξιόπιστο στοιχείο για τους επενδυτές και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην επηρεάζεται η αγοραία αξία της μετοχής.

Το θετικό πρόσημο του συντελεστή του αναβαλλόμενου φόρου και στα δυο μοντέλα, αποκαλύπτει ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση ανάμεσα στον αναβαλλόμενο φόρο και τη χρηματιστηριακή τιμή μιας επιχείρησης. Με εξαίρεση τη Πορτογαλία στο πρώτο μοντέλο, όπου μια αύξηση των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων, οδηγεί σε μια αρνητική αξιολόγηση από τους επενδυτές για την επιχείρηση και κατ' επέκταση σε πτώση της τιμής της.

Ως περιορισμούς της εμπειρικής έρευνας θα ορίζαμε το γεγονός ότι δεν ήταν εφικτό να συλλεχθούν τα στοιχεία του αναβαλλόμενου φόρου από τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, τις οποίες οι επενδυτές θεωρούν πιο αξιόπιστες. Επίσης, ο αριθμός των εταιρειών ανά χώρα ήταν μικρός, ειδικά στο δείγμα της Πορτογαλίας, επομένως είναι δύσκολο να γενικευθούν τα αποτελέσματα στον πληθυσμό.

Με βάση τα πορίσματα της έρευνας, ενδιαφέρον θα παρουσίαζε μια μελλοντική έρευνα σχετικά με τον βαθμό που η αναβαλλόμενη φορολογία βοηθάει στη φοροαποφυγή ή μια έρευνα σχετικά με τον συνδυασμό του φόρου εισοδήματος, τρέχων και αναβαλλόμενο, και της ποιότητας και αξιοπιστίας των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων. Επίσης, βάσει των επίκαιρων θεμάτων στην οικονομία, θα παρουσίαζε ιδιαίτερο ενδιαφέρον μια έρευνα για τις επιπτώσεις της αναβαλλόμενης φορολογίας στο τραπεζικό τομέα ή μια σύγκριση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα σχετικά με την αναγνώριση της αναβαλλόμενης φορολογίας.

Βιβλιογραφία

1. Amir, E., Kirschenheiter, M., and Willard, K., (1997) “The valuation of deferred taxes”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 14, No. 4, pp. 597–622.
2. Amir, E., Kirschenheiter, M. & Willard, K. (2001), “The Aggregation and Valuation of Deferred Taxes”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 6, No. 2, pp. 275-297.
3. Ayers, B., Laplante, S.K., and McGuire, S., (2010), “Credit ratings and taxes: the effect of book-tax differences on ratings changes”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27, No. 2, pp. 359–402.
4. Barragato, C., and Weiden, K., (2004), “The Valuation of Permanent and Temporary Book-Tax Differences of Firms Granting Employee Stock Options”, *in SSRN Electronic Journal*.
5. Badertscher, B.A., Phillips, J.D, Pincus, M., and Rego, S. (2009), “Earnings Management Strategies and the Trade- Off between Tax Benefits and Detection Risk: To Conform or Not to Conform?”, *the Accounting Review*, Vol. 84, No. 1, pp. 63-97.
6. Bauman, M., Das, S., (2004), “Stock Market Valuation of Deferred Tax Assets: Evidence from Internet Firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31, No. 9 and 10, pp. 306-686.
7. Chang, C., Herbohn, K., and Tutticci, I., (2009), “Market’s perception of deferred tax accruals”, *Accounting & Finance*, Vol. 49, No. 4, pp. 645-673.
8. Chluddek, A., (2011), “On the Relation of Deferred Taxes and Tax Cash Flow”, *in SSRN Electronic Journal*
9. Chluddek, A., (2011), “Perceived versus Actual Cash Flow Implications of Deferred Taxes - An Analysis of Value Relevance and Reversal under IFRS”, *Journal of International Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, pp. 1–25.
10. Citron, D., (2001), “The Valuation of Deferred Taxation: Evidence from the UK Partial Provision Approach”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, No. 7 & 8, pp. 821-852.
11. Comprix, J., Graham, R., and Moore, J., (2011) “Empirical Evidence on the Impact of Book-Tax Differences on Divergence of Opinion among Investors”, *The Journal of the American Taxation Association*, Vol. 33, No. 1, pp. 51-78.

12. Dhaliwal, D., Huber, R., Lee, H., Pincus, M., (2008), “Book-Tax Differences, Uncertainty about Fundamentals and Information Quality, and Cost of Capital”, University of Arizona Working Paper.
13. Dotan, A., (2002), “On the value of deferred taxes”, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* , Vol. 10, No. 2, pp. 173-186.
14. Eberhartinger, E., and Lee, S., (2014), “The Relevance of Tax Information in Other Comprehensive Income”, WU International Taxation Research Paper Series No. 2014 - 07.
15. Feltham, G. A., and J. A. Ohlson, (1995), “Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 689–731.
16. Feltham, G. A. and J. A. Ohlson (1996), “Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34 (autumn), pp. 209–234.
17. Gordon, E., and Joos, P., (2004), “Unrecognized deferred taxes: evidence from the U.K.”, *the Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, pp. 97–124.
18. Guenther, D., and Sansing, R., (2000), “Valuation of the firm in the presence of temporary book-tax differences: the role of deferred tax assets and liabilities”, *the Accounting Review*, Vol. 75, No. 1, pp. 1–12.
19. Guenther, D., and Sansing, R., (2004), “The valuation relevance of reversing deferred tax liabilities”, *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, pp. 437–451.
20. Hanlon, M., (2005), “The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences”, *the Accounting Review*, Vol. 80, No 1, pp. 137–166.
21. Hanlon, M., Laplante, S., Shevlin, T., (2005), “Evidence for the Possible Information Loss of Conforming Book Income and Taxable Income” *Journal of Law and Economics*, Vol. 48, No. 2, pp. 407–442
22. Jung, D.J., and Pulliam, D., (2006), “Predictive Ability of the Valuation Allowance for Deferred Tax Assets”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 10, No. 2, pp. 49-70.
23. Kumar, K., and Visvanathan, G., (2003), “The Information Content of the Deferred Tax Valuation Allowance”, *the Accounting Review*, Vol. 78, No. 2, pp. 471-490.
24. Laux, R., (2013), “The Association between Deferred Tax Assets and Liabilities and Future Tax Payments”, *the Accounting Review*, Vol. 88, No. 4, pp. 1357-1383.

25. Lynn, S.G., Seethamraju, C., and Seetharaman, A., (2008) “Incremental Value Relevance of Unrecognized Deferred Taxes: Evidence from the United Kingdom”, *Journal of American Taxation Association*, Vol. 30, No. 2, pp. 107-137.
26. Noor, R., Mastuki, N. and Aziz, Z., (2007), “Earnings Management and deferred tax”, *Malaysian Accounting Review*, Vol. 6, No. 1, pp. 1-17.
27. Sansing, R., (1998), “Valuing the Deferred Tax Liability”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, No. 2, pp. 357-363.
28. Zeng, T., (2003), “The Valuation of Loss Carryforwards”, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 20, No. 2, pp. 166-176.