



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

*Διδακτορική Διατριβή*

**Αξιολόγηση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μεθόδων  
Αποτίμησης Επιχειρήσεων. Η περίπτωση της Οικονομικής  
Προστιθέμενης Αξίας**

**Μιχαήλ Γ. Αλεξόπουλος**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Παναγιώτης Γ. Αρτίκης**

**Πειραιάς, Φεβρουάριος 2020**

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διδακτορικής Διατριβής



### ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ


#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διδακτορικής διατριβής)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διδακτορική διατριβή για τη λήψη του διδακτορικού τίτλου, του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, με τίτλο «Αξιολόγηση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μεθόδων Αποτίμησης Επιχειρήσεων. Η περίπτωση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας».

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου διδακτορικού, μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του διπλώματός μου.

Υπογραφή Διδάκτορα ..... 

Όνοματεπώνυμο: ΜΙΧΑΗΛ ΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ

Ημερομηνία: 07/02/2020

*Αφιερώνεται στην οικογένειά μου και στον καθηγητή μου*

**Σημαντικοί όροι:** Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added - EVA), Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income - RI), Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market Value Added - MVA), Σχετικό Πληροφοριακό Περιεχόμενο (Relative Information Content), Επιπρόσθετο Πληροφοριακό Περιεχόμενο (Incremental Information Content), Οικονομικό Κέρδος (Economic Profit), Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets).

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Πρωταρχικός σκοπός της παρούσας διδακτορικής διατριβής είναι η εμπειρική αξιολόγηση του πληροφοριακού περιεχομένου των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας των επιχειρήσεων και ειδικότερα της Economic Value Added (EVA). Απώτερο ζητούμενο είναι η αποκρυστάλλωση της ικανότητας της EVA να αποτελέσει, όπως διατείνεται η αμερικανική εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Stern Stewart & Co, ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Η παρούσα έρευνα εστιάζει στην εμπειρική εξέταση της καταλληλότητας των εξεταζόμενων μέτρων οικονομικού και λογιστικού κέρδους, στη βάση της μέτρησης της αξίας που δημιουργείται. Όλα τα εξεταζόμενα μέτρα χρησιμοποιούνται ως «εργαλεία» για τη λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο του σύγχρονου συστήματος Διοίκησης με βάση την Αξία το οποίο επιδιώκει να ευθυγραμμίσει τους στόχους της διοίκησης με τα συμφέροντα των μετόχων.

Η ιδέα της δημιουργίας αξίας, με την έννοια της επίτευξης κέρδους που υπερβαίνει το κόστος κεφαλαίων, αποτελεί αντικείμενο μελέτης και έρευνας των οικονομολόγων ήδη από τον 19ο αιώνα. Ο πρώτος που επισήμανε τη σημασία του κόστους του κεφαλαίου ήταν ο διάσημος οικονομολόγος του Cambridge, Alfred Marshall (1890). Σύμφωνα με τον Marshall το κέρδος μιας επιχειρηματικής μονάδας προκύπτει αφού καλύψει πέραν του λειτουργικού της κόστους και το κόστος των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Αφετηρία, όμως, για το ξέσπασμα των εμπειρικών μελετών αποτέλεσε το βιβλίο του G. Bennett Stewart “The Quest for Value” (1991), όπου ο συγγραφέας παρουσιάζει την Economic Value Added ως ένα χρηματοοικονομικό σύστημα διοίκησης της επιχείρησης με μεγαλύτερη συσχέτιση με την πραγματική αξία της επιχείρησης, σε σχέση με τα λογιστικά μέτρα μέτρησης κερδοφορίας.

Η παρούσα διατριβή συνεισφέρει στην έρευνα γιατί αποτελεί την πρώτη ενδελεχή και εκτεταμένη έρευνα, σε ευρωπαϊκό χώρο, της πρότασης του Stewart (1991) ότι η EVA αποτελεί ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης ικανό να αντικαταστήσει τα λογιστικά κέρδη τόσο στο πλαίσιο της εσωτερικής αξιολόγησης των εταιρειών από τους διαχειριστές και τους ιδιοκτήτες, όσο και αξιόπιστος οδηγός για την επιλογή επιχειρήσεων εκ μέρους των επενδυτών. Ειδικότερα, ο Stewart διατείνεται ότι η χρησιμοποίηση της EVA οδηγεί σε σύγκλιση των συμφερόντων των επενδυτών και των manager. Εντούτοις, η βιβλιογραφία μέσω της διεξαχθείσας εμπειρικής έρευνας στον ευρωπαϊκό χώρο είναι περιορισμένη και δεν απαντά ξεκάθαρα στο ανωτέρω ερώτημα αφήνοντας «αχαρτογράφητο» το συγκεκριμένο τοπίο. Καινοτομώντας λοιπόν, επιδιώκεται, η «ιχνηλάτηση» ενός

περιβάλλοντος διαφορετικού από αυτό που έχει ερευνησει η μέχρι τώρα συντριπτική πλειοψηφία των μελετών, ήτοι τον ευρωπαϊκό νότο και ταυτόχρονα τον ευρωπαϊκό βορρά.

Η παρούσα έρευνα διεξάγεται με γνώμονα την άντληση πρακτικών συμπερασμάτων που ενδιαφέρουν τόσο τη διοίκηση όσο και τους επενδυτές. Όχημα για το σκοπό αυτό αποτελούν οι τρεις εξεταζόμενες υποθέσεις, οι οποίες συνοπτικά είναι: i) η EVA ερμηνεύει καλύτερα την μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων από άλλα μέτρα κερδοφορίας (σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο), ii) η EVA περικλείει πληροφοριακό περιεχόμενο, χρήσιμο για την εξήγηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων, που δεν περιλαμβάνουν άλλα μέτρα κερδοφορίας (επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο), iii) η EVA είναι θετικά συσχετισμένη με την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (Market Value Added-MVA) και περισσότερο από άλλα μέτρα κερδοφορίας.

Στο πρώτο εμπειρικό κεφάλαιο εξετάζεται το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο (relative information content) της EVA. Ειδικότερα, ερευνάται κατά πόσο το πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η EVA για την εξήγηση μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων είναι μεγαλύτερο από αυτό που περιλαμβάνεται στα υπόλοιπα μέτρα αποδοτικότητας (τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα). Για τους σκοπούς της μελέτης πραγματοποιήθηκαν οι εξής αναλύσεις: Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου<sup>1</sup> για την περίοδο 2000 – 2016 και για τις υποπεριόδους Α' (2000 – 2008) - Β' (2009 – 2016), εξέταση από κοινού των Χωρών του Ευρωπαϊκού Βορρά (αναπτυγμένες χώρες), εξέταση από κοινού των Χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου (αναπτυσσόμενες χώρες), πραγματοποίηση Κλαδικής μελέτης στο ενοποιημένο δείγμα η οποία συνιστά συγκριτικό πλεονέκτημα καθώς είναι η πρώτη στο ερευνώμενο αντικείμενο. Όλες οι ανωτέρω αναλύσεις πραγματοποιήθηκαν δύο φορές, με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις και με εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα δείχνουν θετική συσχέτιση της EVA και των μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων δίχως όμως να δικαιώνουν την υπεροχή της έναντι των «παραδοσιακών» λογιστικών μέτρων.

Στο δεύτερο εμπειρικό κεφάλαιο επιχειρείται η διερεύνηση στη βάση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου (incremental information content) της EVA. Ουσιαστικά διερευνάται κατά πόσο η EVA ενσωματώνει πληροφοριακό περιεχόμενο, χρήσιμο για την εξήγηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων, που δεν περιλαμβάνουν τα υπόλοιπα μέτρα κερδοφορίας που αναφέρθηκαν. Για την εξέταση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου πραγματοποιήθηκαν εκτεταμένες αναλύσεις σε έκταση και βάθος. Μάλιστα, σημειώνεται, ότι πραγματοποιήθηκε χρήση δύο διαφορετικών μοντέλων για την «περιφρούρηση» της συνέπειας των αποτελεσμάτων. Επιγραμματικά αναφέρεται ότι η EVA περικλείει πρόσθετη πληροφόρηση πλην όμως δεν επικυρώνεται υπεροχή της σε σύγκριση με τα υπόλοιπα μέτρα.

Στο τρίτο εμπειρικό κεφάλαιο εξετάζεται ο ισχυρισμός του Stewart (1991) ότι η EVA υπερκεράζει τα υπόλοιπα μέτρα αποδοτικότητας αναφορικά με την ικανότητα της να ερμηνεύει τις μεταβολές της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added - MVA). Ειδικότερα, η ανάλυση πραγματοποιείται για να ελεγχθεί η βασιμότητα του ισχυρισμού του Stewart (1991) ότι η EVA «παρακολουθεί» τις μεταβολές στην MVA

---

<sup>1</sup> Αφορά και τις επτά εξεταζόμενες χώρες (Ελλάδα, Ιταλία, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο).

της επιχείρησης καλύτερα από κάθε άλλο μέτρο αποδοτικότητας (τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα). Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό επιχειρήθηκε η εκτίμηση ενός υποδείγματος που συνδέει την τρέχουσα αξία της επιχείρησης με ένα κάθε φορά από τα υπό ανάλυση μέτρα κερδοφορίας. Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε ήταν το εξής:<sup>2</sup>  $MVA_{it}/IC_{it} = a_i + b(E_{it}/IC_{it}) + e_{it}$ , Το εν λόγω υπόδειγμα καθιστά εφικτή την διερεύνηση του κατά πόσο ένα μέτρο αξίας όπως είναι η MVA(προστιθέμενη αξία ανά χρόνο<sup>3</sup>) σχετίζεται με την EVA. Συνακόλουθα με τους προηγούμενους εμπειρικούς ελέγχους, και εδώ πραγματοποιείται ενδελεχής εξέταση τους δείγματος. Εκ των ευρημάτων διαφαίνεται θετική συσχέτιση μεταξύ της EVA και της MVA ενώ αξιοσημείωτη είναι η υπεροχή του ευρωπαϊκού νότου έναντι του βορρά.

Στη παρούσα διατριβή κρίσιμος παράγοντας θεωρείται η διασφάλιση της ορθότητας και ποιότητας της έρευνας η οποία επιδιώχθηκε τόσο στο στάδιο της συλλογής των δεδομένων όσο και στο στάδιο της επεξεργασίας τους. Επιγραμματικά, αναφέρεται ότι διεξάγονται όλοι οι απαιτούμενοι έλεγχοι εγκυρότητας, μέσω: i) της χρονικής διάσπασης του δείγματος, ii) της ενσωμάτωσης στο μοντέλο που κατασκευάστηκε των απαραίτητων ανεξάρτητων μεταβλητών που έχουν αναδυθεί από την βιβλιογραφική έρευνα, iii) την εναλλακτική στάθμιση –στη βάση της MVA- στην ερμηνεία του χαρτοφυλακίου και iv) την χρήση εναλλακτικών στρατηγικών εκτίμησης. Σημειώνεται ότι εξασφαλίστηκε η δέουσα επιμέλεια μέσω της διενέργειας των απαιτούμενων στατιστικών ελέγχων με στόχο οι εξισώσεις παλινδρόμησης να δίνουν τους βέλτιστους γραμμικούς και αμερόληπτους εκτιμητές και ότι το μοντέλο της έρευνας είναι καλά προσδιορισμένο. Τέλος, αναφέρεται ότι η συλλογή των δεδομένων έγινε από τις έγκριτες βάσεις δεδομένων Bloomberg και Datastream.

---

<sup>2</sup> Όπου  $E_{it}$  : είναι το εξεταζόμενο κάθε φορά μέτρο κερδοφορίας (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη, και Υπολειμματικό Εισόδημα) και  $IC_{it}$  : είναι τα επενδεδυμένα κεφάλαια.

<sup>3</sup> MVA (Market Value Added) = Διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

## *Ευχαριστίες*

Θερμές ευχαριστίες στον επιβλέποντα και φίλο, καθηγητή μου, κ. Παναγιώτη Γ. Αρτίκη για την ουσιαστική συμβολή του στην έρευνα και εκπόνηση της διατριβής. Η βαθιά γνώση του αντικειμένου και η μεγάλη εμπειρία βοήθησε στις δύσκολες στιγμές της «διαδρομής».

Επίσης, ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να αποδώσω στον καθηγητή της συμβουλευτικής επιτροπής κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη, καθώς και στον πρόεδρο του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, κ. Αθανάσιο Κουρεμένο.

Τέλος, Θα ήθελα να ευχαριστήσω την γυναίκα μου και τα δύο παιδιά μου που με στήριξαν όλο το διάστημα της εκπόνησης της διδακτορικής διατριβής μου.

*<< Η επιστήμη είναι δεδομένα. Ακριβώς όπως τα σπίτια χτίζονται με τούβλα, έτσι και η επιστήμη χτίζεται με δεδομένα. Αλλά όπως ένας σωρός τούβλα δεν κάνει ένα σπίτι, έτσι και μια συλλογή δεδομένων δεν είναι απαραίτητα επιστήμη >>*

*Ανρί Πουανκαρέ, 1854-1912, Γάλλος μαθηματικός*

## Περιεχόμενα

Περίληψη .....	i
Ευχαριστίες .....	ii
Κατάσταση Πινάκων - Διαγραμμάτων.....	iii
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>1</b>
1.1.Εισαγωγή.....	1
1.2. Το κίνητρο για την Εκπόνηση της διατριβής.....	5
1.3. Συνεισφορά της Διατριβής.....	6
1.4. Δομή Διατριβής.....	9
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>.....</b>	<b>12</b>
<b>ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ</b>	
<b>ΑΞΙΑ .....</b>	<b>12</b>
2.1. Εισαγωγή.....	12
2.2. Εννοιολογικός προσδιορισμός της Αξίας προς όφελος των μετόχων.....	13
2.2.1. Οριοθέτηση της έννοιας της Αξίας .....	13
2.2.2. Μέτρηση της Απόδοσης των Μετόχων.....	15
2.2.3. Προσδιορισμός μη παρατηρήσιμων - υποκειμενικών μεγεθών καθορισμού Αξίας .....	16
2.2.4. Σχέση Έρευνας και Ανάπτυξης (Research and Development, R&D) με τη Δημιουργία Αξίας.....	18
2.2.5. Συνθήκες που οδήγησαν στην επικράτηση του Στόχου Μεγιστοποίησης της Αξίας των Μετόχων .....	19
2.3. Προσέγγιση της Διοίκησης με βάση την Αξία - Value Based Management (VBM).....	21
2.3.1. Προσεγγίσεις και ορισμοί της Διοίκησης με βάση την Αξία.....	25
2.3.2. Διοίκηση με βάση την Αξία και ομάδες συμφερόντων (stakeholders – μέτοχοι) .....	26
2.3.3. Επίπεδα Υλοποίησης της Διοίκησης με βάση την Αξία .....	28
2.3.4. Παράγοντες που οδηγούν στη Δημιουργία Αξία (Key-drivers) .....	31
2.3.5. Παρουσίαση εμπειρικών μελετών - περιπτώσεων από επιχειρήσεις που εφαρμόζουν τη Διοίκησης με βάση την Αξία .....	32
2.4. Περιορισμοί στην εφαρμογή της Διοίκησης με βάση την Αξία .....	35



<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup></b> .....	37
<b>Προσέγγιση των Μεθόδων μέτρησης Αξίας – Παραδοσιακές και Σύγχρονες</b> .....	37
3.1. Εισαγωγή.....	37
3.2. Κατηγοριοποίηση μεθόδων μέτρησης αξίας.....	38
3.2.1. Κριτήρια κατηγοριοποίησης των μέτρων .....	38
3.2.2. Διάκριση σε Παραδοσιακές και Σύγχρονες .....	38
3.2.3. Διακρίσεις των μέτρων αξίας που συναντώνται στη βιβλιογραφία.....	39
3.3. Επισκόπηση των «παραδοσιακών» μεθόδων μέτρησης αξίας.....	43
3.3.1. Εισαγωγή.....	43
3.3.2. Κριτική έναντι των «παραδοσιακών» μεθόδων μέτρησης αξίας.....	45
3.3.2.1. Περιορισμοί από τη χρησιμοποίηση των Λογιστικών Κερδών .....	45
3.3.2.2. Κριτική του δείκτη Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share, EPS).....	49
3.3.2.3. Σύνοψη της κριτικής για τη χρήση των Κερδών.....	50
3.3.2.4. Κριτική του δείκτη Απόδοσης του Επενδεδυμένου Κεφαλαίου (Return on Investment - ROI) .....	51
3.3.2.5. Κριτική του δείκτη Απόδοσης επί της Καθαρής Θέσης (Return on Equity - ROE) .....	53
3.3.3. Στροφή από τις «παραδοσιακές» στις «σύγχρονες» μεθόδους Μέτρησης της Αξίας των Μετόχων .....	55
3.4. Σύγχρονες μέθοδοι μέτρησης της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους .....	56
3.4.1. Οικονομικό Κερδος (Economic Profit, EP) και Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income, RI) .....	58
3.4.2. Economic Value Added (EVA) - Οικονομική Προστιθέμενη Αξία .....	60
3.4.3. Αγοραία Προστιθέμενη Αξία - Market Value Added (MVA).....	60
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup></b> .....	63
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ</b> .....	63
4.1 Εισαγωγή.....	63
4.2. Κατηγοριοποίηση των Μελετών.....	65
4.2.1. Σχέση μεταξύ Economic Value Added και Απόδοσης των μετοχών (EVA and stock returns) .....	68
4.2.2. Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA).....	91
4.2.3. Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management).....	103
4.2.4. Concept, criticism & implementation .....	111
4.2.5. Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM).....	123

4.2.6. Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV).....	129
4.2.7. Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες.....	132
4.2.8. Κατηγοριοποίηση βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας.....	135
4.2.9. Έρευνες για το EVA ανά έτος.....	138
4.2.10. Έρευνες για την EVA ανά χώρα.....	139
4.3. Τελευταίες εξελίξεις στον τομέας της έρευνας για την EVA.....	141
4.4. Συμπληρωματικά Στατιστικά.....	144
4.5. Γενική Σύνοψη Κεφαλαίου - Συμπεράσματα.....	148
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup></b> .....	<b>149</b>
<b>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EVA (ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΜΟΓΕΣ) – ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b> .....	<b>149</b>
5.1. Εισαγωγή.....	149
<i>ΜΕΡΟΣ Α' - ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ EVA</i> .....	<i>151</i>
5.2. Ορισμός της Economic Value Added - Προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη.....	151
5.2.1. Ορισμός και Υπολογισμός της EVA.....	151
5.2.2. Βήματα υπολογισμού της Economic Value Added.....	154
5.2.3. Διακρίσεις της EVA.....	156
5.2.4. Προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη βάσει της Stern Stewart.....	158
5.2.5. Υπολογισμοί των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στις στατιστικές υποθέσεις.....	169
<i>ΜΕΡΟΣ Β'</i> .....	<i>172</i>
<b>ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ</b> .....	<b>172</b>
5.3. Επιλογή του Δείγματος.....	172
5.4. Περιγραφή στατιστικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία.....	174
5.4.1. Στατιστικά υποδείγματα ελέγχου του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της Economic Value Added.....	174
5.4.2. Στατιστικά υποδείγματα ελέγχου του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA.....	177
5.4.3. Στατιστικά υποδείγματα που συνδέουν MVA και EVA.....	180
<b>ΜΕΡΟΣ Γ' ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ</b> .....	<b>182</b>
5.5. Περιγραφικά Στατιστικά.....	182
5.5.1. Περιγραφική στατιστική βασικών μεταβλητών δείγματος.....	182

5.5.2. Περιγραφικά στατιστικά Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.....	191
5.5.3. Περιγραφικά στατιστικά κλαδικής μελέτης.....	193
5.6 Συμπεράσματα Κεφαλαίου .....	197
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup></b> .....	<b>198</b>
<b>ΣΧΕΤΙΚΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ</b> .....	<b>198</b>
6.1. Εισαγωγή.....	198
6.2. Επιλογή Μοντέλου – Γενικές παρατηρήσεις επί του υποδείγματος.....	200
6.3. Εμπειρική Εξέταση Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου – Συνοπτική Απεικόνιση αναλύσεων.....	203
6.4. Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις.....	204
6.4.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	213
6.5. Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με σύγκριση των περιόδων 2000-2008 και 2009-2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις .....	214
6.5.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	226
6.6. Βορράς έναντι Νότου - Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις.....	228
6.6.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	232
6.7. Κλαδική Μελέτη .....	234
Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου Ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο Δείγμα για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις .....	234
6.7.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	241
6.8. Επιπρόσθετες Αναλύσεις - Ανάλυση ευαισθησίας – Προεκτάσεις .....	243
6.8.1. Προέκταση - Ανάλυση με Ολικές Μετοχικές Αποδόσεις ως εξαρτημένη μεταβλητή.....	244
6.8.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	252
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup></b> .....	<b>254</b>
<b>ΕΠΙΠΡΟΣΘΕΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ</b> .....	<b>254</b>
7.1 Εισαγωγή .....	254
7.2. Επιλογή Μοντέλου.....	256
7.3. Εμπειρική Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου.....	257

7.3.1. Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις.....	257
7.3.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	267
7.4. Ανάλυση ευαισθησίας – Προεκτάσεις .....	268
7.4.1. Εμπειρική Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου με τη χρήση της διαφοράς EVA και υπολοίπων μέτρων.....	269
7.4.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	275
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup></b> .....	<b>277</b>
<b>Η ΣΧΕΣΗ EVA – MARKET VALUE ADDED</b> .....	<b>277</b>
8.1 Εισαγωγή.....	277
8.2. Επιλογή Μοντέλου.....	279
8.3. Εμπειρική Εξέταση της σχέσης Economic Value Added – Market Value Added .....	280
8.3.1. Εξέταση της σχέσης EVA – MVA για την περίοδο 2000 – 2016.....	281
8.3.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας.....	291
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup></b> .....	<b>295</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ</b> .....	<b>295</b>
9.1 Εισαγωγή.....	295
9.2. Σύνοψη Βασικών Ευρημάτων.....	296
9.3. Κριτική επισκόπηση εμπειρικών ευρημάτων.....	300
9.4. Συνεισφορά στο πεδίο διερεύνησης του πληροφοριακού περιεχομένου των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας .....	303
9.5. Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα.....	304
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10<sup>ο</sup> ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>305</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11<sup>ο</sup> ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	<b>323</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας	Περιγραφή	Σελ.
<b>Κεφάλαιο 2ο</b>		
Πίνακας 1: 2.3.5.	Λύσεις στο πλαίσιο των VBM, (Teemu and Ikäheimo, 2003).	33
Πίνακας 2: 2.3.5.	Αναπαράσταση της Διοίκησης με βάση την Αξία σε έξι εξεταζόμενους οργανισμούς.	34
<b>Κεφάλαιο 3ο</b>		
Πίνακας 3: 3.3.1.	Διάκριση μεθόδων βάσει των διαθέσιμων στοιχείων.	44
<b>Κεφάλαιο 4ο</b>		
Πίνακας 4: 4.2.	Οι επτά κατηγορίες των μελετών.	67
Πίνακας 5: 4.2.1.	Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ Economic Value Added και Απόδοσης των μετοχών (EVA and stock returns).	90
Πίνακας 6: 4.2.2.	Συσχέτιση MVA με άλλα μέτρα κερδοφορίας κατά των Stewart, Πηγή (Stern J. et. al., 1995).	92
Πίνακας 7: 4.2.2.	Συσχέτιση διαφορετικών μέτρων απόδοσης με τον πλούτο των μετόχων, Πηγή (Uyemura et al. (1996).	95
Πίνακας 8: 4.2.2.	Συσχέτιση διαφορετικών μέτρων απόδοσης με τον πλούτο των μετόχων. Πηγή (Milunovich and Tsuei (1996).	96
Πίνακας 9: 4.2.2.	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA).	103
Πίνακας 10: 4.2.3.	Οφέλη από τα σχέδια μπόνους EVA έναντι των συμβατικών σχεδίων.	105
Πίνακας 11: 4.2.3.	Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της EVA και της Διοικητικής Συμπεριφοράς (Managerial Behavior) και της Διοίκησης Απόδοσης (Performance Management).	110
Πίνακας 12: 4.2.4.	Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με το θεωρητικό υπόβαθρο, την εφαρμογή, τη στρατηγική και τους περιορισμούς του μοντέλου της EVA.	123
Πίνακας 13: 4.2.5.	Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της EVA και της Διοίκησης με βάση την Αξία (Value based management - VBM).	129
Πίνακας 14: 4.2.6.	Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της σχέσης EVA, NPV και DCF.	132
Πίνακας 15: 4.2.7.	Συνοπτική παρουσίαση βιβλιογραφικών μελετών αναφορικά με την EVA.	135
Πίνακας 16: 4.2.10.	Πηγές άντλησης των δεδομένων της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας.	146
<b>Κεφάλαιο 5ο</b>		
Πίνακας 17: 5.2.4.	Πίνακας παρουσίασης διαφορών μεταξύ φορολογικών και λογιστικών αποσβέσεων.	164
Πίνακας 18: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ελλάδα).	183

Πίνακας 19: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ισπανία).	184
Πίνακας 20: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ιταλία).	184
Πίνακας 21: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ολλανδία).	185
Πίνακας 22: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Γαλλία).	186
Πίνακας 23: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Γερμανία).	187
Πίνακας 24: 5.5.1.	Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για το Ηνωμένο Βασίλειο).	188

### Κεφάλαιο 6ο

Πίνακας 25: 6.4.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (2000-2016).	205
Πίνακας 26: 6.4.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI (2000-2016).	206
Πίνακας 27: 6.4.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI (2000-2016).	206
Πίνακας 28: 6.4.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI (2000-2016).	207
Πίνακας 29: 6.5.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (2000-2008 & 2009-2016).	215
Πίνακας 30: 6.5.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI (2000-2008 & 2009-2016).	216
Πίνακας 31: 6.5.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI (2000-2008 & 2009-2016).	217
Πίνακας 32: 6.5.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI (2000-2008 & 2009-016).	218
Πίνακας 33: 6.6.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA(Βορράς-Νότος).	229
Πίνακας 34: 6.6.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI (Βορράς-Νότος).	229
Πίνακας 35: 6.6.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI (Βορράς-Νότος).	230
Πίνακας 36: 6.6.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI (Βορράς-Νότος).	231

Πίνακας 37: 6.7.	Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA.	235
Πίνακας 38: 6.7.	Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI.	235
Πίνακας 39: 6.7.	Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI.	236
Πίνακας 40: 6.7.	Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI.	237
Πίνακας 41: 6.8.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA.	245
Πίνακας 42: 6.8.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI.	246
Πίνακας 43: 6.8.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και OI.	246
Πίνακας 44: 6.8.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και RI.	247

### Κεφάλαιο 7ο

Πίνακας 45: 7.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - NI.	258
Πίνακας 46: 7.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - OI.	259
Πίνακας 47: 7.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - RI.	260
Πίνακας 48: 7.4.1.	Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - NI.	270
Πίνακας 49: 7.4.1.	Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - OI.	271
Πίνακας 50: 7.4.1.	Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - RI.	272

### Κεφάλαιο 8ο

Πίνακας 51: 8.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και EVA (2000-2016).	282
Πίνακας 52: 8.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και NI (2000-2016).	283
Πίνακας 53: 8.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και OI (2000-2016).	284
Πίνακας 54: 8.3.1.	Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και RI (2000-2016).	285
Πίνακας 55: 8.3.2.	Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων MVA, EVA, NI, OI, RI (2000-2016).	292

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Πίνακας	Περιγραφή	Σελ.
---------	-----------	------

### Κεφάλαιο 2ο

Διάγραμμα 1: 2.2.3.	Παράγοντες που διαμορφώνουν την πεποίθηση των ατόμων για την αξία της επιχείρησης.	17
---------------------	--	----

Διάγραμμα 2: 2.3.	Βήματα VBM, Πηγή: Christopher D. Ittner*, David F. Larcker, Journal of Accounting and Economics 32 (2001) 349–410	23
Διάγραμμα 3: 2.3.	Σύγκριση μέτρων εταιρικής απόδοσης. Πηγή: Koller T., 1994. What is value-based management. The McKinsey Quarterly,3.	24
Διάγραμμα 4: 2.3.4.	Τα στάδια των οδηγιών αξίας, όπως τα περιγράφει ο (Koller, 1994).	32
<b>Κεφάλαιο 3ο</b>		
Διάγραμμα 5: 3.2.3.	Διάκριση μεθόδων βάσει των διαθέσιμων στοιχείων.	41
<b>Κεφάλαιο 4ο</b>		
Διάγραμμα 6: 4.2.	Απεικόνιση της κατηγοριοποίησης των μελετών.	66
Διάγραμμα 7: 4.2.8.	Κατηγοριοποίηση βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας.	136
Διάγραμμα 8: 4.2.8.	Γραφική αποτύπωση χρησιμοποιηθείσας μεθοδολογίας.	137
Διάγραμμα 9: 4.2.8.	Γραφική απεικόνιση μελετών ανά έτος.	138
Διάγραμμα 10: 4.2.10.	Γραφική αποτύπωση των μελετών ανά χώρα.	140
Διάγραμμα 11: 4.2.10.	Απεικόνιση των εξεταζόμενων αντικειμένων.	147
<b>Κεφάλαιο 5ο</b>		
Διάγραμμα 12: 5.2.4.	Λογιστικές μετατροπές στα λογιστικά μεγέθη, βάσει της Stern Stewart.	161
Διάγραμμα 13: 5.5.1.	Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών των μέσων μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων για το χρονικό διάστημα 2000-2016	189
Διάγραμμα 14: 5.5.1.	Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών των μέσων ολικών μετοχικών αποδόσεων για το χρονικό διάστημα 2000-2016.	190
Διάγραμμα 15: 5.5.2.	Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών της μέσης τιμής της EVA για το χρονικό διάστημα 2000-2016.	191
Διάγραμμα 16: 5.5.2.	Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των μέσων τιμών της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Ενοποιημένο Δείγμα).	192
Διάγραμμα 17: 5.5.3.	Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών της μέσης τιμής της EVA ανά εξεταζόμενο κλάδο για το χρονικό διάστημα 2000-2016.	194
Διάγραμμα 18: 5.5.3.	Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των μη αναμενόμενων αποδόσεων ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο δείγμα.	195
Διάγραμμα 19: 5.5.3.	Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των ολικών μετοχικών αποδόσεων ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο δείγμα.	196
<b>Κεφάλαιο 6ο</b>		
Διάγραμμα 20: 6.3.	Σχηματική απεικόνιση αναλύσεων σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου.	203
Διάγραμμα 21: 6.8.	Διάγραμμα απεικόνισης επιπρόσθετων αναλύσεων σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου.	243
<b>Κεφάλαιο 7ο</b>		
Διάγραμμα 22: 8.3.	Διαγραμματική απεικόνιση αναλύσεων MVA και EVA, NI, OI, RI.	281



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1.Εισαγωγή

Πρωταρχικός σκοπός της παρούσας διδακτορικής διατριβής είναι η εμπειρική εξέταση της καταλληλότητας των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας των επιχειρήσεων και ειδικότερα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA). Η Economic Value Added (EVA) αποτελεί μια εκδοχή<sup>4</sup> του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income), ή αλλιώς του «Οικονομικού Κέρδους» (Economic Profit), το οποίο αποτελεί ουσιαστικά τα Καθαρά Κέρδη της επιχείρησης μείον τη «χρέωση» για τα κεφάλαια που απασχόλησε, άρα είναι το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων επί το μέσο σταθμικό κόστος τους (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Η παρούσα έρευνα εστιάζει στο γεωγραφικό χώρο της Ευρώπης, διαχωρίζοντάς τον, νοητά, σε Βορρά και Νότο ή με μια άλλη οπτική σε περισσότερο και λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες. Απώτερο ζητούμενο είναι η αποκρυστάλλωση της ικανότητας της EVA να αποτελέσει, όπως διατείνεται η αμερικανική εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Stern Stewart & Co, ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Ο προσδιορισμός της αξίας, η μέτρησή της και η δημιουργία της αποτελούν θεμελιώδη ζητήματα της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Πληθώρα συμβούλων και ακαδημαϊκών βρίσκονται σε αναζήτηση μιας ολοκληρωμένης διοίκησης στηριζόμενοι σε μέτρα αποδοτικότητας όπως η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added, EVA), το Οικονομικό Κέρδος (Economic Profit, EP), η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (Market Value Added, MVA) κ.ά.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται από τους Young και O' Byrne (2001), η δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων είναι ιδιαίτερα κρίσιμη στο σύγχρονο οικονομικό αλλά και κοινωνικό περιβάλλον το οποίο λόγω αέναων μεταβολών

---

<sup>4</sup> Η διαφορά μεταξύ της EVA του Residual Income έγκειται στον τρόπο υπολογισμού των κερδών και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

επιβάλλει συνεχώς αυξανόμενες προκλήσεις για τη διοίκηση. Οι ανάγκες αυτές καθιστούν αναγκαία την εξεύρεση ενός συνολικού διοικητικού εργαλείου.

Στο αγγλοσαξονικό περιβάλλον, (Mills and Weinstein, 2000; Young and O'Byrne, 2001), υφίσταται εκτεταμένη έρευνα για το ζήτημα της δημιουργίας αξίας προς όφελος των μετόχων των εταιρειών. Επιπλέον, μελέτες όπως αυτή της McKinsey & Co (1994) δείχνουν εμφανώς τα οφέλη που παρέχει η κατεύθυνση που έχει ως στόχο τη δημιουργία αξίας: i) στους ίδιους τους μετόχους, ii) στους ενδιαφερόμενους (stakeholders), iii) αλλά και στην ευημερία της επιχείρησης.

Η Economic Value Added (EVA) αποτελεί ένα «εργαλείο» μέτρησης αποδοτικότητας στο χώρο της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής το οποίο είναι ικανό, κατά τους υποστηρικτές του, να αντικαταστήσει τα λογιστικά κέρδη τόσο στο πλαίσιο της εσωτερικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων από τους διαχειριστές και τους ιδιοκτήτες όσο και χρήσιμος δείκτης για την επιλογή μετοχών εκ μέρους των επενδυτών. Η εξέταση του ανωτέρω ισχυρισμού οδηγεί στην αναζήτηση του κατά πόσο η EVA είναι συσχετισμένη με την πραγματική αξία της επιχείρησης.

Η φιλοσοφία του Οικονομικού Κέρδους (Economic Profit), που παρουσιάζεται, και στην οποία ανήκει και η EVA είχε αναπτυχθεί πρώτη φορά από τον οικονομολόγο του Cambridge, Alfred Marshall, το 1890. Ο διάσημος οικονομολόγος ανέφερε ότι το πραγματικό κέρδος μιας επιχειρηματικής μονάδας προκύπτει όταν αυτή υπερκαλύψει πέραν των λειτουργικών της εξόδων και το κόστος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σ' αυτήν. Η θεώρηση αυτή έρχεται σε σύγκρουση με τις λεγόμενες «παραδοσιακές» μεθόδους μέτρησης της κερδοφορίας όπως τα Καθαρά Κέρδη ή τα Κέρδη ανά Μετοχή ή ακόμα κάποιους αριθμοδείκτες όπως η Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets) και η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity). Οι ορισμοί αυτοί έχουν ως κοινό παρονομαστή τη μέτρηση των Κερδών της επιχείρησης όπως αυτά αποτυπώνονται στις επίσημες λογιστικές καταστάσεις. Βασική «παράλειψη» των ανωτέρω μέτρων αποτελεί ότι δεν λαμβάνεται υπόψη το κόστος που είχε για την επιχείρηση η απόκτηση του συνόλου των κεφαλαίων – ξένων και ιδίων – τα οποία χρησιμοποίησε για να παράξει αυτά τα κέρδη. Το μετοχικό κεφάλαιο δεν λαμβάνεται υπόψη, με συνέπεια, οι μέτοχοι της να μην αποζημιωθούν με απόδοση ανάλογη του κινδύνου που ανέλαβαν επενδύοντας στη συγκεκριμένη επιχείρηση.

Οι περιορισμένες σχετικά έρευνες έχουν κυρίως πραγματοποιηθεί για μεμονωμένες χώρες, ιδίως ανεπτυγμένες (Ηνωμένες Πολιτείες και Ηνωμένο Βασίλειο),

παρέχοντας αντιφατικά αποτελέσματα. Ως εκ τούτου, δεν μπορούν να ελεγχθούν οι ιδιαιτερότητες κάθε κράτους, καθόσον, μέχρι τώρα, δεν υφίσταται εξεταζόμενο δείγμα διαφορετικών οικονομιών. Συνεπώς, αναφέρεται το ερέθισμα για ενδελεχή εξέταση περισσότερων χωρών αλλά και σύγκρισης μεταξύ τους σε ένα ενοποιημένο δείγμα.

Επιπλέον, οι υφιστάμενες μελέτες, είναι περιορισμένες ως προς τη γεωγραφική κάλυψη των επιλεγόμενων χωρών – οικονομιών και την πραγματοποίηση συγκρίσεων των αποτελεσμάτων της EVA για τις διαφορετικές χώρες των εξεταζόμενων δειγμάτων. Ως προς το τελευταίο, στην παρούσα διατριβή εξετάζεται διεξοδικώς για ένα δείγμα χωρών του Ευρωπαϊκού Βορρά και Νότου, η στατιστική σημαντικότητα της συσχέτισης της EVA με τον πραγματικό πλούτο των επενδυτών. Ειδικότερα, εξετάζεται η συσχέτιση της EVA με τις τιμές των μετοχών, το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA (incremental information content test) και η συσχέτιση της EVA με την MVA (Market Value Added).

Ενδεικτικά, και με στόχο να αναδειχθεί η αναγκαιότητα και συνεισφορά της διατριβής παρουσιάζονται κάποιες αντιπροσωπευτικές μελέτες ώστε να αναδειχθεί η αντιφατικότητα των αποτελεσμάτων μαζί με την ανάγκη περαιτέρω διερεύνησης. Η αναζήτηση ξεκινάει το 1989 όπου οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές της Stern Stewart and Co αξιολόγησαν τις 1.000 καλύτερες επιχειρήσεις τόσο από τον βιομηχανικό κλάδο όσο και από τον κλάδο παροχής υπηρεσιών των ΗΠΑ. Ώθηση γι' αυτή την ενέργεια αποτέλεσε η «δυσφορία» της αναφερθείσας εταιρείας συμβούλων για την ως τότε κατάταξη των καλύτερων εταιρειών που δημοσίευε το περιοδικό Business Week η οποία βασιζόταν στην κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων και όχι στην επίδοσή τους. Καινοτομώντας, η Stern Stewart κατέταξε τις επιχειρήσεις βάσει της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας αλλάζοντας τα δεδομένα στην κατάταξη (ranking) των εταιρειών. Η εμπειρική μελέτη του Stewart (1991), εξετάζοντας 613 αμερικανικές επιχειρήσεις για την διετία 1984 - 1985 συγκρινόμενη με τη διετία 1987 - 1988, καταλήγει σε ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (MVA) και της EVA. Για τις εταιρείες με αρνητική EVA η συσχέτιση είναι λιγότερο εμφανής λόγω της προοπτικής για ρευστοποίηση ή εξαγορά που βάζει ένα κάτω όριο στην αγοραία αξία της εταιρείας. Το 1996 ο O' Byrne, χρησιμοποιώντας δεδομένα εννέα ετών (1985 - 1993) για τις επιχειρήσεις της κατάταξης της Stern Stewart Performance 1000 (βάση δεδομένων 1993) επιχείρησε να ελέγξει την επεξηγηματική δύναμη της κεφαλαιοποιημένης EVA και κατέληξε σε θετικά αποτελέσματα. Οι Lehn and Makhija

(1997), μελέτησαν το βαθμό συσχέτισης των EVA και MVA και των μετοχικών αποδόσεων και επιπλέον τη σχέση μεταξύ του αριθμού των νεοπροσληφθέντων γενικών διευθυντών (Chief Executive Officers) και των EVA και MVA. Οι ερευνητές κατέληξαν ότι τόσο η EVA όσο και η MVA παρέχουν σημαντική πληροφόρηση αναφορικά με την ποιότητα των στρατηγικών αποφάσεων και επιπλέον υφίσταται θετική συσχέτιση μεταξύ EVA και απόδοσης των μετοχών. Αντίθετες με το κύμα των προηγούμενων ερευνών, είναι μελέτες που δείχνουν αποτελέσματα που αντιτίθενται στα θετικά αποτελέσματα των ήδη αναφερθέντων μελετών. Οι Chen και Dodd (1998), στην εμπειρική τους μελέτη αναζήτησαν κατά πόσο υφίσταται ένα μεμονωμένο μέτρο εταιρικής απόδοσης που μπορεί να υποδείξει στους επενδυτές τις ευκαιρίες επένδυσης και ακολούθως να οδηγήσει τα διοικητικά στελέχη στη λήψη βέλτιστων αποφάσεων για την επιχείρηση. Όπως διαπιστώθηκε, μια αύξηση στο μέγεθος της EVA και μόνο σε αυτό δεν ενδιαφέρει την αγορά καθώς μόλις το 20% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων μπορεί να εξηγηθεί από το μέτρο της EVA. Οι Biddle, Bowen και Wallace (1997), στην εμπειρική τους μελέτη επικεντρώνονται στον έλεγχο του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου (relative information content) και επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου (incremental information content). Τα αποτελέσματα της έρευνας τους δεν ήταν ενθαρρυντικά για την EVA ώστε να επαληθευτεί η κυριαρχία της, έναντι των υπολοίπων μέτρων. Οι Kramer και Pushner (1997), στην εμπειρική τους μελέτη εστιάζουν τη σχέση μεταξύ EVA και MVA χρησιμοποιώντας και πάλι τη βάση δεδομένων της εταιρείας Stern Stewart & Co που περιλαμβάνει 1.000 εταιρείες για την περίοδο 1982-1992. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η MVA (Market Value Added) και το NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) παρουσιάζουν θετικό πρόσημο κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε αντίθεση με την EVA που λαμβάνει αρνητικές τιμές.

Κατόπιν της γενικής εισαγωγής, όπου παρουσιάστηκε ο κύριος στόχος της διατριβής, συνοδευόμενη από μια περιεκτική αναφορά της προγενέστερης εμπειρικής έρευνας, ακολουθεί η ανάλυση του κίνητρου της διατριβής. Εκ της ανάλυσης αυτής, προκύπτει αδήριτη η ανάγκη για ενδελεχή εξέταση του πληροφορικού περιεχομένου της EVA στο Ευρωπαϊκό τοπίο.

## 1.2. Το κίνητρο για την Εκπόνηση της διατριβής

Η πρωτοτυπία της παρούσας διατριβής έγκειται, κατά κύριο λόγο, στο σκοπό της καθώς αποτελεί την πρώτη έρευνα στον Ευρωπαϊκό χώρο που εξετάζει τη σχέση μεταξύ μέτρων κερδοφορίας, οικονομικής και λογιστικής αξίας που εκπονείται για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα. Επιπλέον, για πρώτη φορά συγκρίνονται χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά και Νότου αναφορικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο της Economic Value Added και την σχέση της με την πραγματική αξία της επιχείρησης.

Το ερέθισμα της έρευνας, επίσης, ενισχύθηκε από τη σύγκρουση της παραδοσιακής θεωρίας χρηματοοικονομικής διοίκησης και των παραδοσιακών μεθόδων αξιολόγησης που στηρίζονταν κυρίως σε λογιστικά κέρδη. Θεμελιώδης είναι η διάκριση των μεθόδων μέτρησης δημιουργίας της αξίας των μετόχων, σε συμβατικές – παραδοσιακές με βάση το λογιστικό κέρδος από τη μία πλευρά και στις «σύγχρονες» με βάση την αξία από την άλλη πλευρά. Στις πρώτες μεθόδους συγκαταλέγονται οι δείκτες ROA, EBIT, EPS, ROI, ROE, όπου χαρακτηριστικό τους είναι ότι έχουν ως βάση το λογιστικό κέρδος. Στον αντίποδα, οι επονομαζόμενες ως σύγχρονες μέθοδοι μέτρησης *απαρτίζονται* τόσο από μέτρα προστιθέμενης αξίας (value-added) όσο και από τα σχετικά με αυτά μέτρα ταμειακών ροών όπως την ταμειακή προστιθέμενη αξία (Cash Value Added, CVA), την ταμειακή απόδοση επί της επένδυσης (Cash Flow Return on Investment, CFROI), την ελεύθερη ταμειακή ροή (Free Cash Flow, FCF) κ.ά.

Όλα τα ανωτέρω μεταπλάθουν το κίνητρο σε αδήριτη ανάγκη έρευνας, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ερευνώμενης γεωγραφικής περιοχής. Η Ελλάδα, η Ιταλία και η Ισπανία οι οποίες αποτελούν χώρες του υπό εξέταση δείγματος, αν και ισότιμα μέλη της Ευρωζώνης, παρουσιάζουν κοινά στοιχεία που τις ξεχωρίζουν από τις άλλες πιο «υγιείς» χώρες του Βορρά. Οι ανωτέρω χώρες σε σύγκριση με τις υπόλοιπες του δείγματος (Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ολλανδία) παρουσιάζουν μεσαίου μεγέθους κεφαλαιαγορές, σε όρους κεφαλαιοποίησης, αριθμού εισηγμένων εταιρειών και όγκου συναλλαγών. Οι χώρες αυτές συνιστούν μια «ομάδα» χωρών οι οποίες είναι στο στόχαστρο του ενδιαφέροντος εξαιτίας της κρίσης χρέους που απειλεί την ευστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρωπαϊκού νομίσματος, την ίδια την ύπαρξή του αλλά και τη διασάλευσή της

παγκόσμιας οικονομίας. Αντίθετα, οι υπόλοιπες χώρες που απαρτίζουν το ερευνώμενο δείγμα (Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ολλανδία) όχι μόνο παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά σε επίπεδο ανάπτυξης και μεγέθους αλλά έχουν παρόμοιο θεσμικό και οικονομικό πλαίσιο λειτουργίας. Συνεπώς, η εξέταση ενός δείγματος που απαρτίζεται από τις χώρες που αναφέρθηκαν παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον τόσο σε επίπεδο κάθε μια χώρας χωριστά όσο και σε σύγκριση των διαφορετικών χωρών μεταξύ τους.

Η παρούσα μελέτη επιλέγει τα έτη 2000 - 2016 προκειμένου να εξετάσει όσο το δυνατόν για μεγαλύτερη περίοδο τη συμπεριφορά της EVA αλλά και των υπολοίπων διερευνώμενων μέτρων κερδοφορίας. Αποτέλεσμα της χρονικής ευρύτητας του δείγματος είναι να συμπεριληφθεί στην ανάλυση μεγαλύτερος όγκος παρατηρήσεων ενώ, επιπλέον, ενέχεται και πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικό με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, που δεν περικλείουν οι μέχρι σήμερα, σχετικές εργασίες. Για την επίτευξη συγκρισιμότητας στα αποτελέσματα, διασπάται η εν λόγω περίοδος σε δύο υποπερίόδους οι οποίες στη συνέχεια συγκρίνονται ως προς τα αποτελέσματά τους.

Παρακάτω αναλύεται η συνεισφορά και η ιδιαιτερότητα της διατριβής.

### **1.3. Συνεισφορά της Διατριβής**

Βασικός στόχος, όπως επισημάνθηκε, είναι η εμπειρική εξέταση του πληροφοριακού περιεχομένου των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας των επιχειρήσεων και ειδικότερα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA). Στο πλαίσιο αυτό η παρούσα μελέτη συνεισφέρει στη μέχρι τώρα έρευνα για τους κάτωθι λόγους:

i) Η πρωτοτυπία της παρούσας διατριβής έγκειται, κατά κύριο λόγο, στο σκοπό της καθώς αποτελεί την πρώτη έρευνα σε ευρεία κλίμακα στον Ευρωπαϊκό χώρο που εξετάζει τη σχέση μεταξύ μέτρων κερδοφορίας, οικονομικής και λογιστικής αξίας. Επιχειρείται, η «ιχνήλατηση» ενός περιβάλλοντος διαφορετικού από αυτό που έχει

ερευνήσει η μέχρι τώρα συντριπτική πλειοψηφία των μελετών<sup>5</sup>, ήτοι τον ευρωπαϊκό νότο και ταυτόχρονα τον ευρωπαϊκό βορρά. Ο ευρωπαϊκός Βορράς στο ερευνηθέν δείγμα αντιπροσωπεύεται από τη Γερμανία, τη Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ολλανδία οι οποίες αποτελούν χώρες με όμοιες οικονομικές εκφάνσεις. Στον αντίποδα τον ευρωπαϊκό νότο απαρτίζουν χώρες που είναι μεν ισότιμα μέλη της Ευρωπαϊκής (Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία) και νομισματικής Ένωσης πλην όμως οι ρυθμοί ανάπτυξης, το επίπεδο βιομηχανικής οργάνωσης και άλλα δομικά στοιχεία συνθέτουν ένα τοπίο πιο αδύναμων οικονομικά χωρών. Πλεονέκτημα της παρούσας διατριβής αποτελεί η εξέταση αυτών των χωρών του δείγματος σε τρεις βασικούς άξονες. Αρχικώς, εξετάζεται όλο το δείγμα χωρών μαζί και εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα για τη συμπεριφορά των μεταβλητών του δείγματος (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) σε επίπεδο διευρημένου δείγματος. Επιπρόσθετα, αναλύεται κάθε μια χώρα ξεχωριστά μέσω της διεξαγωγής μεμονωμένων παλινδρομήσεων με απώτερο στόχο τον εμπλουτισμό των ευρημάτων σε επίπεδο χώρας. Η μελέτη συμπληρώνεται μέσω της νοητής διάσπασης του δείγματος σε χώρες του ευρωπαϊκού βορρά και χώρες του νότου με σκοπό τόσο την αποκάλυψη χρήσιμων στοιχείων όσο και την δημιουργία γόνιμου εδάφους για συγκρίσεις μεταξύ βορρά και νότου.

ii) Επιπρόσθετα, ο αυξημένος αριθμός παρατηρήσεων για μεγάλο χρονικό διάστημα (ερευνόμενα έτη 2000 - 2016), ιδιαίτερος στο ενοποιημένο δείγμα, συνετέλεσε να ξεπεραστούν περιορισμοί προηγούμενων ερευνών. Υπό το πρίσμα της σε βάθος εξέτασης των δεδομένων διενεργήθηκε διάσπαση του δείγματος σε δύο υποπεριόδους. Ειδικότερα, η πρώτη περίοδος περιλαμβάνει τα έτη 2000 – 2008 ενσωματώνοντας έτσι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά εκείνης της περιόδου τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο. Η δεύτερη περίοδος του δείγματος συνθέτει ένα δείγμα ετών πιο επίκαιρο ήτοι τα χρόνια 2009 – 2016. Η επιχειρούμενη διάσπαση συμβάλει στην εξαγωγή συμπερασμάτων που εμπλέκουν στοιχεία της χρονικής διάστασης του δείγματος ενώ, παράλληλα, ευνοεί τις συγκρίσεις των δύο χρονικών περιόδων.

---

<sup>5</sup> Η συντριπτική πλειοψηφία και οι πλέον διεξοδικές έρευνες αφορούν τις Ηνωμένες Πολιτείες και τη Μεγάλη Βρετανία.

iii) Η νέα προσέγγιση διοίκησης που στοχεύει στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, η διοίκηση με βάση την αξία (Value-Based Management, VBM<sup>6</sup>), έχει ως στόχο την υποβοήθηση στη λήψη διοικητικών αποφάσεων εντός της επιχείρησης με όχημα τα σύγχρονα μέτρα επίδοσης με βάση την αξία. Στο σημείο αυτό η συγκεκριμένη διατριβή επιδιώκει τη γεφύρωση του χάσματος που έχει δημιουργηθεί από τη σύγκρουση της συγχρονης θεωρίας χρηματοοικονομικής διοίκησης και των παραδοσιακών μεθόδων αξιολόγησης που στηρίζονταν κυρίως σε λογιστικά κέρδη. Στη δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται δείκτες όπως ο ROA (Return on Assets), EBIT (Earnings Before Interest and Tax), EPS (Earnings per Share), ROI (Return on Investment), ROE (Return on Equity) που έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό το λογιστικό κέρδος. Από την άλλη, η νέα θεώρηση διοίκησης που εστιάζει στην δημιουργία αξίας χρησιμοποιεί νέα μέτρα αποδοτικότητας στα οποία συγκαταλέγεται η Economic Value Added, το Residual Income κ.ά.

iv) Η παρούσα μελέτη βελτιώνει τις μέχρι τώρα εμπειρικές αναλύσεις που απαντώνται στη διεξαχθείσα βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, μέσω των στατιστικών υποθέσεων που αναπτύχθηκαν ελέγχεται κατά πόσο: α) η EVA ερμηνεύει καλύτερα την μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων από άλλα μέτρα κερδοφορίας, β) η EVA περικλείει πληροφοριακό περιεχόμενο χρήσιμο για την εξήγηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων που δεν περιλαμβάνουν άλλα μέτρα κερδοφορίας, γ) η EVA είναι θετικά συσχετισμένη με την MVA περισσότερο από άλλα μέτρα κερδοφορίας.

v) Επικαιροποιεί τις εμπειρικές μελέτες στο αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και συμπληρώνει την περιορισμένη ευρωπαϊκή βιβλιογραφία. Για την επίτευξη του στόχου όχημα αποτελεί η συγκέντρωση πολύ πρόσφατων δεδομένων που φτάνουν ως το έτος 2016.

vi) Επίσης, χρησιμοποιούνται τα πλέον έγκριτα εμπειρικά υποδείγματα με στόχο την διασφάλιση της εγκυρότητας και αξιοπιστίας της έρευνας αλλά και ταυτόχρονα την συμβατότητα με τις ήδη υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες. Σημειώνεται ότι, ιδιαίτερα για την ανάλυση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου χρησιμοποιούνται δύο διαφορετικά υποδείγματα κατά την διεξαγωγή των παλινδρομήσεων με σκοπό την

---

<sup>6</sup> Συχνά στη βιβλιογραφία η Διοίκηση με βάση την Αξία αναφέρεται με τον αγγλικό όρο Value Based Management ή τη συντομογραφία του VBM.



παροχή ευρημάτων συγκρίσιμων με μεγάλο αριθμό προγενέστερων εμπειρικών μελετών.

vii) Για την εμπειρική εξέταση των σχέσεων χρησιμοποιούνται δυναμικές οικονομοτεχνικές στρατηγικές που έχουν ως σκοπό την ανεύρεση και μέτρηση επιδράσεων που δεν κατέστη δυνατό να βρεθούν σε προγενέστερες μελέτες. Περαιτέρω, για την εγκυρότητα της έρευνας διεξάγονται όλοι οι απαιτούμενοι έλεγχοι εγκυρότητας, μέσω: α) της χρονικής διάσπασης του δείγματος, β) την ενσωμάτωση και κατασκευή πιο περίπλοκων μοντέλων.

viii) Η EVA αναγνωρίζεται από πολλούς ως σημαντική καινοτομία στο πεδίο της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων ιδιαίτερα στο σύγχρονο οικονομικό αλλά και κοινωνικό περιβάλλον το οποίο λόγω αέναων μεταβολών επιβάλλει συνεχώς αυξανόμενες προκλήσεις για τη διοίκηση. Στο πλαίσιο αυτό διερευνάται κατά πόσο η EVA θα μπορούσε να αποτελέσει ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης ικανό να αντικαταστήσει τα επονομαζόμενα «παραδοσιακά» μέτρα που στηρίζονται στο λογιστικό Κέρδος. Επομένως, διεξάγεται ενδελεχής εμπειρικός έλεγχος της πραγματικής σχέσης EVA και μετοχικών αποδόσεων και μάλιστα εισάγοντας δύο διαφορετικές ανεξάρτητες μεταβλητές (μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις και ολικές μετοχικές αποδόσεις).

Στην ενότητα που έπεται παρουσιάζεται η διάρθρωση των κεφαλαίων της διατριβής με συνοπτική αναφορά των εξεταζόμενων αντικειμένων.

## **1.4. Δομή Διατριβής**

Η παρούσα διατριβή απαρτίζεται από εννέα κεφάλαια τα οποία διαρθρώνονται ως εξής: Το αρχικό κεφάλαιο, που ήδη παρουσιάστηκε, και αναδεικνύει βασικά στοιχεία της έρευνας που αφορούν το σκοπό, τα οφέλη, τις καινοτομίες και γενικότερα στοιχεία που προΐδεάζουν τον αναγνώστη για το αντικείμενο ενασχόλησης της έρευνας. Το δεύτερο κεφάλαιο αποτυπώνει τον εννοιολογικό προσδιορισμό της διοίκησης με βάση την αξία παρουσιάζοντας, σχετικούς ορισμούς από την βιβλιογραφία καθώς και την εξελικτική πορεία του αντικειμένου. Στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται διαχωρισμός των μεθόδων μέτρησης της αξίας σε παραδοσιακές και

σύγχρονες καθώς και κριτική θεώρηση συγκεκριμένων μεθόδων κάθε κατηγορίας. Στο τέταρτο κεφάλαιο διεξάγεται λεπτομερής βιβλιογραφική ανασκόπηση η οποία περιλαμβάνει εμπειριστατωμένη κατηγοριοποίηση των μελετών ανάλογα με το αντικείμενο έρευνας όπως και αναλυτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων μεγάλου αριθμού εξ' αυτών. Ακολουθεί το πέμπτο κεφάλαιο όπου παρουσιάζεται η «ταυτότητα» της εμπειρικής έρευνας, ήτοι η πηγή άντλησης των δεδομένων, το επιλεγθέν δείγμα, η ερευνώμενη περίοδος και η μεθοδολογική προσέγγιση επιλογής του κατάλληλου μοντέλου. Εν συνεχεία, ακολουθούν τα κεφάλαια που αποτελούν τον πυρήνα της έρευνας και ασχολούνται με τους εμπειρικούς ελέγχους.

Στο πρώτο εμπειρικό κεφάλαιο, ελέγχεται το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο της Economic Value Added ή όπως είναι γνωστό στη βιβλιογραφία “Relative Information Content Test”. Ειδικότερα, εξετάζεται κατά πόσο η EVA είναι πιο κοντά στην ερμηνεία της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων σε σύγκριση με τα Καθαρά Κέρδη (Net Income), τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income), και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Η έρευνα επικεντρώνεται στις εισηγμένες εταιρείες κάθε χώρας καλύπτοντας ένα ευρύ χρονικό διάστημα μεταξύ των ετών 2000 έως 2016. Η εν λόγω περίοδος κρίνεται αντιπροσωπευτική καθώς περιλαμβάνει φάσεις ανόδου αλλά και ύφεσης της οικονομίας. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε, και θα αναλυθεί εκτενώς στη συνέχεια, δίνει τη δυνατότητα να συμπεριληφθεί ένα πλήθος διαφορετικών προσδιορισμών για την εκτίμηση του μέτρου κερδοφορίας.

Στο δεύτερο εμπειρικό κεφάλαιο, αναζητείται κατά πόσο το πληροφοριακό περιεχόμενο που ενσωματώνεται στην Economic Value Added παρέχει επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο “incremental information tests” το οποίο δεν απαντάται στα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Ο Biddle (1995), εξηγεί τις διαφορές μεταξύ σχετικού και επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου. Σχετικές (relative comparisons) συγκρίσεις θέτουν το ερώτημα ποιο μέτρο παρουσιάζει καλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο και εφαρμόζεται όταν λαμβάνονται αμοιβαία αποκλειόμενες επιλογές μεταξύ εναλλακτικών. Από την άλλη επιπρόσθετες (incremental comparisons) συγκρίσεις «ρωτούν» κατά πόσο ένα λογιστικό μέτρο παρέχει πληροφορικό περιεχόμενο επιπλέον από αυτό που ήδη παρέχεται από κάποιο άλλο. Ουσιαστικά, στο σημείο αυτό της έρευνας, εξετάζεται αν η προσθήκη της EVA ως επιπλέον ερμηνευτικής μεταβλητής αυξάνει την

επεξηγηματική ικανότητα της παλινδρόμησης των μετοχικών αποδόσεων με τα άλλα μέτρα αποδοτικότητας.

Στο τρίτο εμπειρικό κεφάλαιο εξετάζεται κατά πόσο η EVA είναι περισσότερο συσχετισμένη με την Market Value Added (MVA) συγκρινόμενη με τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Ο έλεγχος της υπόθεσης αυτής έγινε με σύγκριση του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού των παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή ένα από τα υπό ανάλυση μέτρα αποδοτικότητας. Η ανάλυση πραγματοποιείται σε επίπεδο επιχείρησης, ανά χώρα και στο ενοποιημένο δείγμα των εξεταζόμενων χωρών.

Η ανωτέρω παρουσίαση αφορά την συνοπτική παράθεση των αντικειμένων που θα μελετηθούν σε κάθε ενότητα δίνοντας έτσι την γενική εικόνα της παρούσας διατριβής.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΞΙΑ

#### 2.1. Εισαγωγή

Επίμαχο ζήτημα της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής αποτελεί ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης, η μέτρησή της, καθώς και η εξεύρεση των μεθόδων δημιουργίας της. Ο προσδιορισμός και η μέτρηση της αξίας αποτελεί φλέγον ζήτημα τόσο εκ μέρους της διοίκησης όσο και των μετόχων. Η διεθνής βιβλιογραφία απαρτίζεται από πληθώρα μελετών τόσο των εταιρειών συμβούλων όσο και πολλών ακαδημαϊκών που προσπαθούν να την προσεγγίσουν θεωρητικά και εμπειρικά, προτείνοντας διάφορα μέτρα διοίκησης με βάση την αξία όπως είναι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income) κ.α<sup>7</sup>.

Η προσήλωση μεγάλου μέρους των επιχειρήσεων αποκλειστικά σε παραδοσιακά μέτρα που στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη όπως αυτά αποτυπώνονται σε διάφορους δείκτες Καθαρών Κερδών, Κερδών ανά Μετοχή, της Αποδοτικότητας του Ενεργητικού (Return on Assets), της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity), οδηγούν συχνά τους διοικούντες σε λήψη υποβέλτιστων αποφάσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η διοίκηση με βάση την μεγιστοποίηση των πωλήσεων και των κερδών σε βραχυχρόνιο διάστημα η οποία συντελεί, τελικώς, στην μακροχρόνια «καταστροφή» αξία για τους μετόχους.

Η νέα προσέγγιση διοίκησης στοχεύει στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους και ο όρος προέρχεται από την αγγλική ονομασία Value Based Management (VBM). Η εφαρμογή του συστήματος VBM δημιουργεί καινούργιες προκλήσεις στη διοίκηση της επιχείρησης η οποία καλείται να εφαρμόσει σύγχρονα μέτρα επίδοσης στηριζόμενα

---

<sup>7</sup> Επί παραδείγματι, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), το Οικονομικό Κέρδος (Economic Profit), η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (Market Value Added), θεωρούνται μέτρα επίδοσης με βάση την αξία.

στη δημιουργία αξίας προκειμένου να ανταποκριθεί στο σύγχρονο οικονομικό και κοινωνικό περιβάλλον.

Η διάρθρωση του κεφαλαίου έχει ως εξής: αρχικώς παρουσιάζεται η οριοθέτηση της έννοιας της Αξίας των μετόχων, αναφέρονται οι δείκτες μέτρησής της, οι παράγοντες που την επηρεάζουν ενώ δεν παραλείπεται και η αναφορά στις ιδιαίτερες συνθήκες που «επέβαλαν» στην διάδοσή της. Η συνέχεια του κεφαλαίου επικεντρώνεται στη Διοίκηση των επιχειρήσεων που στηρίζεται στη δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων. Ειδικότερα, παρουσιάζονται διάφορες προσεγγίσεις που απαντώνται στη βιβλιογραφία ενώ δίνονται και οι πλέον διαδεδομένοι ορισμοί της έννοιας της Διοίκηση με βάση την Αξία (value based management -VBM). Στην πορεία της ενότητας αναφέρονται οι ομάδες ενδιαφερομένων για την εφαρμογή της VBM (μέτοχοι και διοίκηση) και τα στάδια υλοποίησής της. Την ενότητα συμπληρώνει η εξεύρεση των οδηγών αξίας (key - drivers) και κάποιες εμπειρικές μελέτες. Κλείνοντας, παρουσιάζεται κριτική θεώρηση των μεθόδων Διοίκησης με βάση την αξία και περιορισμοί στην εφαρμογή τους.

## **2.2. Εννοιολογικός προσδιορισμός της Αξίας προς όφελος των μετόχων**

### **2.2.1. Οριοθέτηση της έννοιας της Αξίας**

#### **Εισαγωγή**

Η προσέγγιση βάσει της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους ή διαφορετικά όπως απαντάται στη βιβλιογραφία «Διοίκηση με βάση την αξία»<sup>8</sup> επικεντρώνει το ενδιαφέρον όλο και περισσότερων μελετητών. Η έννοια του όρου «αξία» έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών ερμηνειών, βάσει, κυρίως, του μεγέθους που καλείται

---

<sup>8</sup> Value-Based Management – VBM.

να περιγράψει. Επί παραδείγματι, έχουμε τρέχουσα, λογιστική, αγοραία, υπολειμματική, οικονομική αξία κ.α. Θεμελιώδες αξίωμα της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, συνεπώς η αξιολόγηση μιας επιχείρησης οφείλει να γίνεται σε όρους μεγιστοποίησης της αξίας της μετοχής της. Επομένως, στη βάση αυτή, η αξία της μετοχής μιας εταιρείας αντικατοπτρίζει όλες τις αναμενόμενες πληρωμές της προς τους μετόχους<sup>9</sup>. Οι πληρωμές αυτές προεξοφλούνται στο κόστος του συνόλου των επενδεδυμένων κεφαλαίων της επιχείρησης.

Έχοντας τα ανωτέρω υπόψη, όλες οι αποφάσεις των διοικούντων έχουν ως συνέπεια τη δημιουργία ή «καταστροφή» αξίας για την επιχείρηση το οποίο επηρεάζει αντίστοιχα και τον πλούτο των μετόχων. Οι στρατηγικές αποφάσεις που λαμβάνονται από μια επιχειρηματική μονάδα και αφορούν δέσμευση πόρων (χρηματικών ή μη), επέκταση σε νέες αγορές, συγχωνεύσεις και εξαγορές άλλων επιχειρήσεων επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι τα χρησιμοποιούμενα κεφάλαια έχουν κόστος, το κόστος ευκαιρίας. Επομένως, δύο επιχειρηματικές μονάδες που κατάφεραν να «παράξουν» τα ίδια κέρδη, την ίδια χρονική περίοδο, δεν θεωρούνται το ίδιο επιτυχημένες. Ο δείκτης κερδών, που αναφέρθηκε, για να είναι συνεπής οφείλει να λάβει υπόψη του πέραν της αποδοτικότητας τους ενεργητικού, το κόστος των κεφαλαίων που απασχολήθηκαν (ξένα και ίδια). Δεδομένης, άλλωστε, της πληθώρας των δυνατοτήτων επένδυσης οι ενδιαφερόμενοι πρέπει αποζημιωθούν με απόδοση ανάλογη του κινδύνου που ανέλαβαν στην επένδυση που «εμπιστεύθηκαν» το κεφάλαιό τους.

Πληθώρα ερευνητών αλλά και εταιρειών συμβούλων επιχειρήσεων έχουν αναπτύξει – κατασκευάσει μοντέλα που λειτουργούν με βάση την αξία (value based planning models). Ο Woo (1984), στο πλαίσιο της μελέτης του, αφού εξέτασε διάφορα μοντέλα επεσήμανε ότι τα κέρδη από μόνα τους δεν συνιστούν δημιουργία αξίας καθώς αναγκαία προϋπόθεση είναι η κάλυψη του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Σύμφωνα με τον συγγραφέα όταν μια επιχείρηση παρουσιάζει λογιστικά κέρδη αυτά δεν αποτελούν από μόνα τους επαρκή ένδειξη σωστής λειτουργίας και δημιουργίας κερδών αν δεν εξασφαλιστεί η κάλυψη του κόστους ευκαιρίας του κεφαλαίου. Η αξία που «φτιάχνει»

---

<sup>9</sup> (Rappaport, 1998), θεωρεί την τιμή της μετοχής σαν το πιο ευκρινές μέτρο των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίδοση της επιχείρησης.

η επιχείρηση για τους μετόχους ή πιο απλά η συνολική απόδοση των μετόχων ή το ποσοστό απόδοσης των μετόχων ή η συνολική επιχειρησιακή απόδοση μετριέται με το TSR -Total Shareholder Return.<sup>10</sup>

Η επισκόπηση της βιβλιογραφίας αναδεικνύει τη σύμπνοια που υπάρχει γύρω από τη Διοίκηση με βάση την Αξία (VBM) ως προσέγγιση και φιλοσοφία. Κατά την ευρεία έννοια του όρου, δημιουργία αξίας έχουμε όταν «παράγεται» αξία για τους μετόχους. Ενώ με τη στενή έννοια του όρου αναφερόμαστε στις συγκεκριμένες μεθόδους μέτρησης της επίδοσης της επιχείρησης. Η πρώτη φορά που εισήχθη ως έννοια ήταν με το βιβλίο του Rappaport με τίτλο «Creating Shareholder Value: The new Standard for Business Performance» (1986)<sup>11</sup>.

### 2.2.2. Μέτρηση της Απόδοσης των Μετόχων

Η Συνολική Απόδοση των Μετόχων (Total Shareholder Return, TSR) υπολογίζεται με τον εξής δείκτη:

$$\text{Συνολική Απόδοση των Μετόχων} = [(P_{t+1} - P_t) + D_{t+1}] / P_t$$

**όπου:**

P = τιμή μετοχής

και

D = μέρισμα μετοχής

Η συνολική απόδοση των μετόχων (TSR) δείχνει τη μεταβολή στην κεφαλαιακή αξία της επιχείρησης ενώ προστίθενται και τα μερίσματα, άρα προς όφελος των επενδυτών είναι η αύξηση της TSR. Η TSR, κατά πολλούς ερευνητές, αποτελεί ένα ξεκάθαρο και απλό εργαλείο που απεικονίζει τις προσδοκίες της αγοράς. Επιπλέον, παρουσιάζει πλεονεκτήματα όπως ευκολία υπολογισμού, αμεροληψία, ενσωμάτωση παραγόντων της χρηματιστηριακής αγοράς και λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο (Morin and Jarell, 2001).

---

<sup>10</sup> Total Shareholder Return (TSR) =  $(P_{t+1} - P_t) + D_{t+1} / P_t$ , όπου: P = τιμή μετοχής, D = μέρισμα.

<sup>11</sup> Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ερευνητές όπως ο Copeland και ο Mc Taggart έκαναν χρήση των VBM και MSV (managing for shareholder value).

Η κριτική για το TSR επικεντρώνεται στην αδυναμία του μέτρου να προσδιορίσει τους παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Η αγοραία αξία μιας μετοχής παρά το γεγονός ότι ενσωματώνει σημαντικά στοιχεία της αγοράς έχει στατικό χαρακτήρα υπό την έννοια της απεικόνισης μιας κατάστασης σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο και διαμορφώνεται, μεταξύ άλλων, από τη ζήτηση και προσφορά αγοραστών και πωλητών.

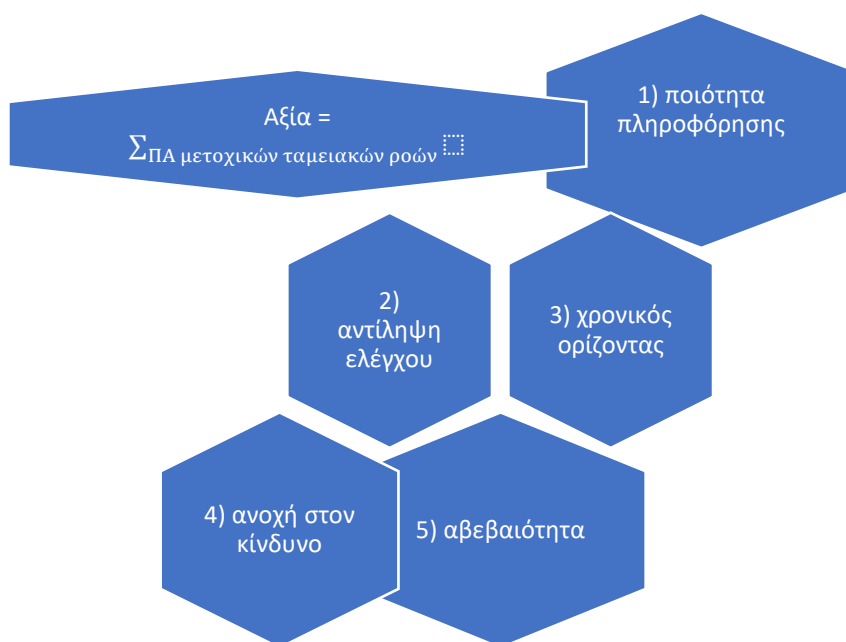
### **2.2.3. Προσδιορισμός μη παρατηρήσιμων - υποκειμενικών μεγεθών καθορισμού Αξίας**

Απεικονίζοντας μαθηματικά με απλό αλλά περιεκτικό τρόπο την μεταβολή της αξίας μιας επιχείρησης θα μπορούσαμε να έχουμε τον ακόλουθο τύπο:

$$Αξία = \sum_{t=0} ΠΑ \text{ μετοχικών ταμειακών ροών}$$

Οι μέτοχοι αναμένουν να εισπράξουν μετρητά ως ανταμοιβή για την απασχόληση των κεφαλαίων τους στην επιχείρηση. Ο ανωτέρω τύπος περιλαμβάνει εκτίμηση παραγόντων που δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμοι και εξαρτώνται από υποκειμενικούς παράγοντες. Εκ των παραγόντων που διαμορφώνουν την πεποίθηση ενός επενδυτή, σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο, για την αξία της επιχείρησης, αποτελούν οι πέντε παρακάτω:





**Διάγραμμα 1: 2.2.3.:** Παράγοντες που διαμορφώνουν την πεποίθηση των ατόμων για την αξία της επιχείρησης.

Η διαθέσιμη πληροφόρηση αποτελεί κρίσιμο παράγοντα στη διαμόρφωση της αντίληψης που έχουν οι μέτοχοι για την αξία της επιχείρησης. Η διαθέσιμη πληροφόρηση ποικίλει ανά μέτοχο, με συνέπεια κάποιοι καλύτερα πληροφορημένοι (insiders) να είναι διατεθειμένοι να δαπανήσουν αντίστοιχα περισσότερα ή λιγότερα χρήματα. Οι επενδυτές αυτής της κατηγορίας πιστεύουν ότι έχουν καλύτερο έλεγχο και είναι πιο αποφασιστικοί στις ενέργειες τους. Επομένως, υφίσταται ασυμμετρία πληροφόρησης προς τα ενδιαφερόμενα μέρη για στοιχεία που αφορούν την επιχείρηση. Η αβεβαιότητα, επίσης, αποτελεί σημαντικό παράγοντα των μελλοντικών ταμειακών ροών καθώς μπορεί να οδηγήσει σε μείωσή τους. Η μέτρηση της αβεβαιότητας είναι σύνθετη γιατί στηρίζεται σε υποκειμενικά στοιχεία κυρίως λόγω της στενής σχέσης που έχει με τον κίνδυνο που είναι διαφορετικός ανάλογα με το ρίσκο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο κάθε επενδυτής. Ένας άλλος παράγοντας είναι ο χρονικός ορίζοντας που η επιχείρηση θα ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Στο βαθμό που η στόχευση της επιχείρησης είναι βραχυπρόθεσμη, προκειμένου να επιτευχθεί γρήγορο κέρδος, η επιλογή αυτή επιφέρει επιζήμια αποτελέσματα για το μέλλον της επιχείρησης. Αιτία αποτελεί η μη ενασχόληση με μακροχρόνιες επενδύσεις και η

επικέντρωση στην επίτευξη βραχυχρόνιου κέρδους. Η ανοχή στον κίνδυνο ενέχει υποκειμενικότητα καθώς κάποιοι επενδυτές παρουσιάζονται διατεθειμένοι να δεχθούν μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με άλλους.

#### **2.2.4. Σχέση Έρευνας και Ανάπτυξης (Research and Development, R&D) με τη Δημιουργία Αξίας**

Όπως έχει αναφερθεί θεμελιώδης στόχος της επιχειρηματικής μονάδας αποτελεί η δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων. Όχημα για την επίτευξη του ανωτέρω στόχου αποτελεί η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής καθώς αυτή απεικονίζει όλες τις πληρωμές που θα πραγματοποιηθούν προς τους μέτοχους, προεξοφλημένες στο κόστος των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Στο πλαίσιο αυτό η επιχείρηση επιδιώκει να ικανοποιήσει τόσο τους ήδη υπάρχοντες μετόχους αλλά και να πείσει τις αγορές ότι έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει τους στόχους της.

Όπως επισημαίνει ο Knight (1997), η δημιουργία αξίας είναι συνάρτηση της καινοτομίας. Η επιχείρηση μέσω της έρευνας και ανάπτυξης επιδιώκει τη δημιουργία αξίας σε μακροχρόνιο επίπεδο ικανοποιώντας κατά αυτόν τον τρόπο τόσο τους υπάρχοντες μετόχους όσο και μελλοντικούς, δυνητικούς, επενδυτές. Η δημιουργία αξίας σε διαρκή βάση προϋποθέτει την καινοτομία ειδάλλως οι στρατηγικές που εφαρμόζονται από την επιχείρηση δε μπορούν να εγγυηθούν τη διανομή μακροπρόθεσμα αυξημένων ταμειακών ροών.

Εν κατακλείδι, η επιστράτευση εκ μέρους της διοικούσας ομάδας της επιχείρησης, των καταλληλότερων στρατηγικών και συστημάτων υποκίνησης των στελεχών, στην βάση της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους, συμβάλλει στην γενικότερη ευημερία της επιχείρησης.

## 2.2.5. Συνθήκες που οδήγησαν στην επικράτηση του Στόχου Μεγιστοποίησης της Αξίας των Μετόχων

Πληθώρα παραγόντων συνετέλεσαν στην αλλαγή πλεύσης των διευθυντικών στελεχών και στην επικέντρωση των στρατηγικών τους αποφάσεων στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Το κύμα της αλλαγής ξεκίνησε από της ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο για να φτάσει αργότερα και στον ευρωπαϊκό χώρο. Η παγκόσμια οικονομία δέχθηκε πληθώρα αλλαγών εξαιτίας της ραγδαίας εξέλιξης στους τομείς της πληροφορικής, του internet, των πωλήσεων κ.α. Οι προκλήσεις που εμφανίστηκαν για την διοίκηση, κυρίως λόγω του ανταγωνισμού σε παγκόσμιο επίπεδο, ήταν πολύπλοκες και απαίτησαν ριζοσπαστικές αλλαγές στις στρατηγικές αποφάσεις. Οι manager βρέθηκαν μπροστά σε νέες προκλήσεις οι οποίες όμως συνοδεύτηκαν και από περισσότερες ευκαιρίες όπως οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών. Οι ίδιοι, οι επενδυτές, μπροστά στην πληθώρα των επιλογών που είχαν αύξησαν και τις προσδοκίες τους, από τις επιχειρήσεις, για μεγιστοποίηση της αξίας τους. Οι ιθύνοντες συνειδητοποίησαν ότι τα συμφέροντά τους πλέον κινούνταν προς την ίδια κατεύθυνση με αυτά των μετόχων<sup>12</sup>.

Κατόπιν σχετικής επισκόπησης της βιβλιογραφίας, παρουσιάζονται αρχικώς κάποιες αντιπροσωπευτικές μελέτες αναφορικά με την προσέγγιση της Διοίκησης με βάση την αξία (VBM-Value Based Management) και εν συνεχεία περιγράφονται οι συνθήκες, χρονικά ανά δεκαετία, που οδήγησαν στην καθιέρωση του VBM από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων.

Οι Anthony και Govindarajan (2001), στην έρευνά τους αναφέρουν ότι υπάρχει σύγκλιση μεταξύ των συστημάτων που έχουν ως στόχο τη δημιουργία αξίας με αυτά που έχουν ως βάση τον έλεγχο των διοικούντων της επιχειρηματικής μονάδας. Από την άλλη ο Shankman (1999), επικεντρώνεται στη συμπεριφορά των μετόχων σε αντιδιαστολή με αυτή των διοικούντων. Συγκεκριμένα, επισημαίνεται ότι υφίσταται διαφορετική αντίληψη του κινδύνου από πλευράς μετόχων (εντολέων) και διοίκησης

---

<sup>12</sup> Όπως αναφέρει ο Eisenhardt (1989), στη μελέτη του αναφορικά με το θέμα του “agency theory” υφίσταται αντικειμενική δυσκολία συνεχούς ελέγχου της διοίκησης. Επιπλέον, το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου (agency problem) δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος (διοίκηση) ενεργεί για λογαριασμό του εντολέα (μέτοχοι) και πράττει με τρόπο που δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του εντολέα του.

(αντιπροσώπων). Η διαφορετική αυτή θεώρηση των δύο μερών αιτιολογεί τον διαφορετικό τρόπο που ενεργούν. Οι Ryan and Trahan (1999), εξέτασαν 84 εταιρείες που έχουν υιοθετήσει το VBM κατά την χρονική περίοδο 1984 – 1997. Παρατήρησαν ότι βελτιώνεται το υπολειμματικό εισόδημα των εταιρειών αυτών, ιδιαίτερος δε, όταν το VBM εφαρμόζεται για συνεχόμενα έτη. Καταλήγοντας, αναφέρουν ότι η διοίκηση που στηρίζεται στη δημιουργία αξίας έχει θετικό αποτέλεσμα στις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας και συμβάλλει στην αποδοτικότερη χρησιμοποίηση του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Οι Lieber (1996) και Fisher (1995), κατασκεύασαν μια βάση στηριζόμενη σε δείγμα 1.000 επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν συστήματα διοίκησης με βάση την αξία. Επιπλέον, ιεράρχησαν τις εταιρίες αυτές με κριτήριο την αγοραία αξία που έχουν προσθέσει και η οποία οφείλεται στο VBM.

Στην συνέχεια περιγράφεται χρονικά η εξελικτική πορεία μέχρι την υιοθέτηση και εδραίωση του VBM ως αξιόπιστης μεθόδου από τις επιχειρήσεις τόσο σε επίπεδο πρακτικής εφαρμογής όσο και σε επίπεδο θεωρητικής τεκμηρίωσης.

Σύμφωνα με τους (Young and O' Byrne, 2001; Ameels and Scheipers, 2002), οι κατάλληλες συνθήκες προώθησης της εταιρικής κουλτούρας για τη δημιουργία αξίας στους μετόχους συνοψίζονται ως κάτωθι:

- το ξέσπασμα της πληροφορικής και της τεχνολογίας,
- η επέκταση των αγορών κεφαλαίου,
- η ελεύθερη μετακίνηση των κεφαλαίων,
- παρουσία περισσότερων θεσμικών επενδυτών στις αγορές,
- Οι επενδυτές είναι πιο επιδεκτικοί στις επενδύσεις από ότι στο παρελθόν που έτειναν περισσότερο στην αποταμίευση.

Η άρση των περιορισμών που ίσχυαν κυρίως τη δεκαετία του 1970 και επικεντρώνονταν στην απομόνωση των αγορών κεφαλαίου, την αυστηρή επιτήρηση μέσω περιοριστικών κανόνων αλλά και τη χαμηλή ρευστότητα διαδέχθηκε η απελευθέρωση των αγορών και η παγκοσμιοποίηση. Επιγραμματικά, οι αλλαγές

συντελέστηκαν με την εδραίωση του συστήματος των ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, την αύξηση των ιδιωτικοποιήσεων μεγάλων οργανισμών και το πέρασμα από τις προσωπικές εταιρείες σε αυτές πολυμετοχικού χαρακτήρα. Η παγκόσμια οικονομία επιτάχυνε τους ρυθμούς της λόγω της εξέλιξης της τεχνολογίας και της πληροφορικής. Δημιουργήθηκαν πλατφόρμες διαπραγμάτευσης των μετοχών οι οποίες συνετέλεσαν στη μείωση του διαχειριστικού κόστους και τους κόστους συναλλαγών.

Ως εκ τούτου, εισερχόμενοι στη δεκαετία του 1980 οι μέτοχοι αύξησαν τις προσδοκίες τους από τις επιχειρήσεις και αντίστοιχα από τους manager. Οι προκλήσεις της διοίκησης ήταν σύνθετες αλλά ως βασικό στόχο είχαν τη γεφύρωση των συμφερόντων με τους μετόχους και τελικώς τη δημιουργία αξίας προς αυτούς, μέσω αποτελεσματικών συστημάτων διαχείρισης. Αντλώντας στοιχεία από τη βιβλιογραφία η σύγκλιση των ανωτέρω συμφερόντων πηγάζει από το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) αφενός και αφετέρου από το πρόβλημα της διανομής του κινδύνου (risk sharing)<sup>13</sup>.

Εν κατακλείδι, όπως αναφέρει και ο τίτλος της ενότητας, όλοι οι ανωτέρω παράγοντες συνέβαλλαν στη επέκταση της διοίκησης με βάση τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους (VBM-Value Based Management).

### **2.3. Προσέγγιση της Διοίκησης με βάση την Αξία - Value Based Management (VBM)**

Η Χρηματοοικονομική Διοικητική τα τελευταία χρόνια έχει στρέψει το ενδιαφέρον σε καινούργιες τεχνικές διοίκησης που προσανατολίζονται στη μέτρηση της αξίας των μετόχων. Η στροφή από τις «παραδοσιακές» μεθόδους που είχαν ως βάση την κερδοφορία της επιχείρησης καθώς και την εξέταση των επίσημων λογιστικών της καταστάσεων (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, προϋπολογισμός), σε μεθόδους βασισμένες στην

---

<sup>13</sup> Οι μέτοχοι (εντολείς) και η διοίκηση (αντιπρόσωποι) αντιλαμβάνονται διαφορετικά τον κίνδυνο και ως εκ τούτου ενεργούν με άλλο τρόπο.

οικονομική αξία<sup>14</sup>. Η μεταστροφή αυτή πέρασε από τα διευθυντικά στελέχη σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα τα οποία καλούνται να συμμετάσχουν στη χάραξη νέων στρατηγικών προσαρμοσμένων στη δημιουργία αξίας.

Οι Ittner και Larcker (2001), αναφέρουν ότι η διοίκηση με βάση την αξία έχει διαμορφωθεί στηριζόμενη σε προηγούμενες δοκιμασμένες πρακτικές με τελικό σκοπό την κατασκευή ενός ολοκληρωμένου πλαισίου λήψης αποφάσεων και μέτρησης της αποδοτικότητας. Παρά το γεγονός ότι, η διοίκηση με βάση την αξία (Value based management-VBM) διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία, σε γενικές γραμμές περιλαμβάνει έξι βασικά βήματα:

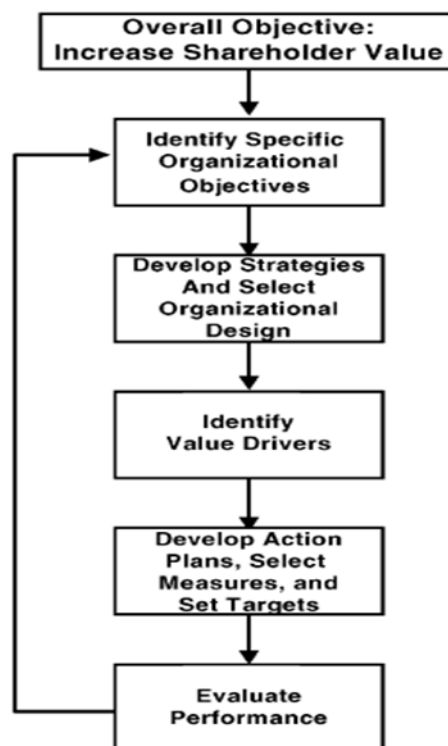
- i) επιλογή συγκεκριμένων εσωτερικών στόχων για την αύξηση της αξίας των μετόχων,
- ii) επιλογή των στρατηγικών και των σχεδίων οργάνωσης τα οποία είναι συνεπή με την επίτευξη των επιδιωκόμενων στόχων,
- iii) προσδιορισμός των συγκεκριμένων μεταβλητών επίδοσης ή των οδηγών αξίας που αποδεδειγμένα δημιουργούν αξία στην επιχείρηση, δεδομένης της στρατηγικής και του οργανωτικού πλάνου της,
- iv) δημιουργία σχεδίων δράσης, εξεύρεση μέτρων επίδοσης και καθορισμός των στόχων βάσει των προτεραιοτήτων που εντοπίστηκαν στην ανάλυση των οδηγών αξίας,
- v) αξιολόγηση των πλάνων δράσης βάσει της επιτυχίας τους και πραγματοποίηση οργανωτικών και διοικητικών αξιολογήσεων των επιδόσεων, σε επίπεδο οργανισμού και διοίκησης,

---

<sup>14</sup> Ενδεικτικά, ως Value-based performance metrics, θεωρούνται: το Οικονομικό Κέδρος (Economic Profit, EP) ή η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added, EVA).

vi) αξιολογώντας συνεχώς την εγκυρότητα των εσωτερικών στόχων του οργανισμού, των στρατηγικών, των σχεδίων και των συστημάτων ελέγχου με βάση τα τρέχοντα αποτελέσματα, και πραγματοποιώντας τροποποιήσεις, εφόσον χρειάζεται.

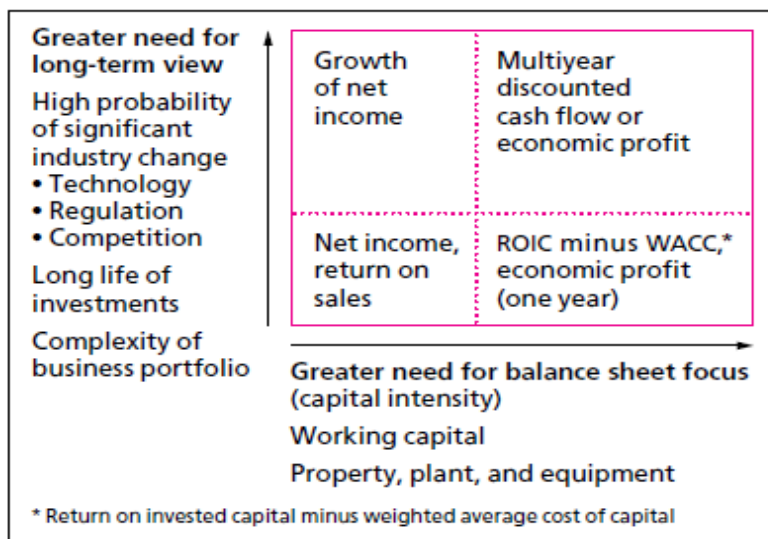
Παρατίθεται το σχήμα, όπως είναι στο άρθρο των ερευνητών, ως κάτωθι:



**Διάγραμμα 2: 2.3.:** Βήματα VBM, Πηγή: Christopher D. Ittner\*, David F. Larcker, Journal of Accounting and Economics 32 (2001) 349–410.

Ο Koller (1994), στην έρευνά του αναφέρει ότι το VBM ευθυγραμμίζει τις γενικότερες «φιλοδοξίες» της εταιρείας και οργανώνει τις εσωτερικές διοικητικές διαδικασίες έτσι ώστε η λήψη των αποφάσεων να επικεντρώνεται στους προσδιοριστικούς παράγοντες (key drivers) της αξίας. Ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι όταν το VBM ως σύστημα διοίκησης λειτουργεί ορθά τότε οι εφαρμοζόμενες διαδικασίες παρέχουν στους ιθύνοντες (decision makers), κάθε ιεραρχικού επιπέδου, τις πληροφορίες και τα ανταποδοτικά οφέλη ώστε να λαμβάνουν αποφάσεις που οδηγούν στη δημιουργία αξίας. Παρουσιάζοντας σχηματικά τις απόψεις του, συγκρίνει διάφορα μέτρα εταιρικής απόδοσης σε ένα διάγραμμα δύο διαστάσεων:

### Measuring corporate performance



**Διάγραμμα 3: 2.3.:** Σύγκριση μέτρων εταιρικής απόδοσης. Πηγή: Koller T., 1994. What is value-based management. The McKinsey Quarterly,3.

Στο ανωτέρω διάγραμμα ο Koller T. (1994), συγκρίνει διάφορα μέτρα εταιρικής απόδοσης σε ένα διάγραμμα δύο διαστάσεων όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζεται η ανάγκη για πιο μακροχρόνια θεώρηση και στο οριζόντιο η εστίαση στην εικόνα του ισολογισμού. Όπως προκύπτει, οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα έναντι των υπολοίπων μέτρων.

Σύμφωνα με το International Federation of Accountants (1998), υπήρξαν τέσσερα στάδια εξέλιξης μέχρι την υιοθέτηση της διοίκησης που βασίζεται στη δημιουργία αξίας. Η εξελικτική πορεία του VBM, όπως περιγράφεται από τους Ittner και Larcker (2001), αποτελεί αποτέλεσμα ζυμώσεων των τελευταίων 40 ετών. Εν συνεχεία, παρατίθενται συνοπτικά τα κυριότερα στάδια εξέλιξης, χωρισμένα ανά χρονικές περιόδους, με στόχο να φανεί πως φτάσαμε στη σημερινή θεώρηση διοίκησης.

❖ από τα μέσα του 1960 εμφανίστηκε η πρώτη μεταστροφή προς την παροχή λογιστικής πληροφόρησης για την διευκόλυνση του διοικητικού προγραμματισμού και ελέγχου,

❖ περί τα μέσα της δεκαετίας του 1970 επεκτάθηκε το πλάνο διοίκησης αρθρώνοντας μη λογιστικά πληροφοριακά συστήματα, οργανωτικές δομές και άλλους μηχανισμούς ελέγχου (contingent factors) της επιχείρησης (π.χ. Gordon and Miller,



1976, Hayes, 1977, Waterhouse and Tiessen, 1978, Otley, 1980). Υπήρξε η πρώτη επιρροή από τις μεγάλες αλλαγές λόγω της εξέλιξης της τεχνολογίας.

❖ Το 1980 η έρευνα στο πλαίσιο της διοίκησης ασχολήθηκε με προγράμματα και διαδικασίες ελέγχου ποιότητας εντός της επιχείρησης μέσω της κοστολόγησης των διαδικασιών. Επιπλέον, αναπτύχθηκε ο τομέας της κοστολόγησης των δραστηριοτήτων και των τμημάτων της επιχείρησης με αποτέλεσμα την ανάπτυξη της διοίκησης στρατηγικού κόστους (strategic cost management).

❖ Τέλος, τη δεκαετία του 1990 ξεκίνησε το τέταρτο στάδιο της εξελικτικής διαδικασίας. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από τη ενσωμάτωση στρατηγικών διοίκησης σε περισσότερο οργανωμένο επίπεδο. Συγκεκριμένα, εισάγονται έννοιες όπως ο σχεδιασμός, ο έλεγχος της διοίκησης, η έμφαση στην αξία που δημιουργείται στους πελάτες (customer value). Επίσης, εμφανίζονται αλλά και εφαρμόζονται νέες τεχνικές (balance scorecard, strategic management accounting systems) οι οποίες σταδιακά εισάγουν μέτρα οικονομικής αξίας, (Stewart, 1991).

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι ορισμοί που έχουν αποδοθεί στην έννοια της Διοίκησης με βάση την αξία.

### **2.3.1. Προσεγγίσεις και ορισμοί της Διοίκησης με βάση την Αξία**

Η επισκόπηση της βιβλιογραφίας παρουσιάζει πληθώρα προσεγγίσεων και ορισμών της έννοιας της διοίκησης με βάση την αξία οι οποίες διέπονται από κοινά στοιχεία και φιλοσοφία. Συγκεκριμένα, όλοι επικεντρώνονται στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, τη μεγιστοποίηση της, τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων κατανομής των πόρων της επιχείρησης και στην κατασκευή κατάλληλων δομών ελέγχου της διοίκησης. Παρακάτω, παρουσιάζονται οι πιο αντιπροσωπευτικοί ορισμοί:

Ο Christopher and Ryals, (1999), αναφέρει ότι δύο έννοιες είναι κεντρικής σημαίας στην κατανόηση της διοίκησης βάσει αξίας: το συνολικό κόστος και το ρίσκο. Στην έννοια του συνολικού κόστους περιλαμβάνεται ότι έχει κόστος για την επιχείρηση όπως το κόστος του κεφαλαίου, της εργασίας ακόμη και του απασχολούμενου χρόνου.

Καταλήγοντας, επισημαίνουν ότι η επίτευξη αξίας για τους μετόχους ενέχει τη δημιουργία αποδόσεων που υπερκαλύπτουν το κόστος κεφαλαίου κατά ένα πριμ κινδύνου. Ο Ronte, (1999), υποστηρίζει ότι η εφαρμογή του VBM αποτελεί το πλαίσιο για τη μέτρηση και διοίκηση των επιχειρήσεων με στόχο τη δημιουργία ανώτερης μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους, που ικανοποιεί τόσο τις αγορές κεφαλαίου όσο και τις αγορές προϊόντων. Για τους Armitage and Fog, (1996), το VBM είναι ένα σύστημα διαχείρισης που μετρά, ενθαρρύνει και υποστηρίζει τη δημιουργία καθαρής αξίας. Από την σκοπιά της επιχείρησης θεωρείται ως ένα σύνολο συμβάσεων μεταξύ των συντελεστών παραγωγής με κάθε παράγοντα να έχει κίνητρο το δικό του συμφέρον. Ο σαφής διαχωρισμός της διοίκησης της επιχείρησης από τη μία μεριά και των ιδιοκτητών, από την άλλη πλευρά, είναι μια αποτελεσματική μορφή οικονομικής οργάνωση. Βέβαια, αντίθετη άποψη εκφέρει ο (Fama, 1980), διότι ο ανωτέρω διαχωρισμός ενδέχεται να οδηγήσει ταυτόχρονα σε δυσλειτουργία της επιχείρησης. Για τους (Martin and Petty, 2000), θεμελιώδης αρχή στο VBM είναι η προεξόφληση της αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον, κατά τους ερευνητές, το σύστημα διοίκησης θα πρέπει να ενσωματώνει διαδικασίες ανταπόδοσης πέραν του στόχου της μέτρησης της επίδοσης της επιχείρησης.

Όπως διαφαίνεται από τους ανωτέρω ορισμούς κυρίαρχο στοιχείο αποτελεί η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων μέσω της κατανομής των πόρων της επιχείρησης αλλά και της λήψης των κατάλληλων στρατηγικών αποφάσεων των διοικούντων.

Η παρούσα έρευνα εστιάζεται στο μέτρο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, Economic Value Added, πραγματοποιώντας συγκρίσεις τόσο με άλλα μέτρα δημιουργίας αξίας όσο και με λογιστικά μέτρα καθορισμού αξίας.

### **2.3.2. Διοίκηση με βάση την Αξία και ομάδες συμφερόντων (stakeholders – μέτοχοι)**

Η διοίκηση με βάση την Αξία επιδιώκει την γεφύρωση του χάσματος των συμφερόντων μεταξύ των ονομαζόμενων ως «ενδιαφερόμενων μερών» (stakeholders) και των μετόχων. Ως ενδιαφερόμενα μέρη νοούνται η διοίκηση, οι πελάτες, οι

εργαζόμενοι, οι προμηθευτές, η κυβέρνηση, τα εργατικά συνδικάτα και το κοινωνικό περιβάλλον των επιχειρήσεων. Είναι προφανές ότι οι στόχοι των ανωτέρω ομάδων εξ' ορισμού δεν μπορούν να συγκλίνουν απόλυτα. Επίσης, όμως, είναι πλέον κατανοητό και από τις δύο πλευρές, η συμπόρευση μπορεί να οδηγήσει στην επίτευξη πολλαπλών στόχων.

Ο (Copeland et al, 2000), υποστήριξε ότι απώτερος σκοπός της επιχειρηματικής μονάδας είναι η αύξηση της αξίας των μετόχων καθόσον επιτελεί κατ' ουσία και επίτευξη των στόχων των ενδιαφερόμενων μερών. Οι Mills and Weinstein (2000), ισχυρίστηκαν ότι η «κοινωνικά υπεύθυνη επιχειρησιακή συμπεριφορά»<sup>15</sup> καλύπτει τόσο τα συμφέροντα των μετόχων αλλά και των υπολοίπων ενδιαφερόμενων ομάδων και προσομοιάζει της μεθόδου προσέγγισης των ενδιαφερόμενων μερών.

Η εταιρεία συμβούλων KPMG Consulting (1999), κατόπιν έρευνας, κατέληξε ότι οι επιχειρήσεις που έχουν υιοθετήσει τη διοίκηση με βάση την Αξία, θέτουν ως αρχικό στόχο την ικανοποίηση των πελατών, ως δεύτερο την απόδοση των μετόχων και εν συνεχεία την μεγιστοποίηση των κερδών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ικανοποίηση των μετόχων τους επιτρέπει να διαθέτουν τα χρήματά τους στην επιχείρηση και εν τέλει οδηγεί, εμμέσως, και στην πραγματοποίηση των επιδιώξεων των υπολοίπων μερών. Συγκεκριμένα, ένα από τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι οι εργαζόμενοι οι οποίοι όσο αισθάνονται ότι ανήκουν σε μια ισχυρή οικονομική μονάδα είναι περισσότερο ασφαλείς εργασιακά, έχουν δυνατότητες εξέλιξης και τελικώς δρουν προς το συμφέρον της επιχείρησης που ανήκουν. Το ίδιο ισχύει και από την μεριά της επιχείρησης που όντας οικονομικά ισχυρή έχει την ικανότητα να προσφέρει καλύτερες αποδοχές, ανταμείβοντας δικαιότερα το εργατικό της δυναμικό. Στο ίδιο μήκος κύματος, ο (Knight, 1997), περιγράφει τα οφέλη που αποκομίζουν οι πελάτες καθώς απολαμβάνουν υψηλότερης ποιότητας προϊόντα, συνέπεια της στόχευσης της επιχείρησης στην ικανοποίησή τους. Περαιτέρω, προάγεται η έρευνα και ανάπτυξη (Research and Development) από τις επιχειρήσεις οι οποίες είναι διαθέσιμες να παρέχουν κονδύλια προς αυτό το σκοπό περιορίζοντας έτσι τα προσωρινά τους κέρδη.

---

<sup>15</sup> Όπως την όρισε Rappaport στην μελέτη του, το 1998.

### 2.3.3. Επίπεδα Υλοποίησης της Διοίκησης με βάση την Αξία

Στην αρχή της συγκεκριμένης ενότητας (2.3) αναφέρθηκαν τα προτεινόμενα βήματα των Ittner and Larcker (2001), σχετικά με τη δόμηση ενός συστήματος δημιουργίας αξίας. Εμβαθύνοντας στο συγκεκριμένα αντικείμενο, παρουσιάζεται το πλαίσιο και τα στάδια υλοποίησης της διοικητής προσέγγισης που προτείνεται από τους Slater and Olson (1996):

#### **Επίπεδο 1<sup>ο</sup>:**

**Ανάλυση με βάση την Αξία.** Στο στάδιο αυτό η ανάλυση πραγματοποιείται με χρησιμοποίηση σύγχρονων μεθόδων με στόχο την αξιολόγηση μεμονωμένων διαφορετικών επενδύσεων. Η ανάλυση με βάση την αξία μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για την αξιολόγηση στρατηγικών επιλογών της διοίκησης όπως για παράδειγμα, η επέκταση δραστηριοτήτων, η εισχώρηση σε καινούργιες αγορές, η αξιολόγηση δραστηριοτήτων που βρίσκονται σε εξέλιξη κ.α. Θεμελιώδης στόχος, κάθε φορά, είναι η επίτευξη αξίας προς όφελος των μετόχων στη βάση της εξασφάλισης απόδοσης κεφαλαίου μεγαλύτερης από το κόστος του. Οι τεχνικές της διοίκησης μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες, βασιζόμενες στους στόχους που θέλουν να επιτύχουν. Η πρώτη εξ'αυτών είναι ο σχεδιασμός και η αξιολόγηση των καινούργιων στρατηγικών. Οι μέθοδοι της Προεξοφλημένης Ταμειακής Ροής (Discounted Cash Flows – DCF) λογίζονται σαν καταλληλότερες σε αυτή την κατηγορία. Η αιτιολογία είναι ότι ο ερευνητής ή γενικότερα ο ενδιαφερόμενος καλείται να προβλέψει όλες τις εξερχόμενες ταμειακές ροές μιας νέας επένδυσης και αντίστοιχα όλες τις εισερχόμενες ροές από αυτή. Οι εισερχόμενες ροές προεξοφλούνται με το κόστος του κεφαλαίου. Αδυναμία της DCF ότι δεν είναι εφαρμόσιμη στα τρέχοντα επενδυτικά σχέδια λόγω του μελλοντικού προσανατολισμού που έχει. Στο σημείο αυτό εισέρχεται η δεύτερη κατηγορία που αφορά την ανάλυση και εξέλιξη των τρεχουσών διαδικασιών. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) εφαρμόζεται για τη μέτρηση της δημιουργίας αξία για τις τρέχουσες διαδικασίες. Ειδικότερα, αυξήσεις στην EVA λειτουργούν θετικά και συνδέονται με δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Οι συγκρίσεις πραγματοποιούνται είτε με παλαιότερες επιδόσεις της επιχείρησης είτε με την ηγέτιδα επιχείρηση του κλάδου, όπου βέβαια είναι διαθέσιμες οι σχετικές πληροφορίες.

### **Επίπεδο 2<sup>ο</sup> :**

**Δέσμευση της Διοίκησης και Επιδιώξεις.** Πρωταρχικός στόχος των μέτρων διοίκησης με βάση την αξία αποτελεί η υποκίνηση των στελεχών της επιχείρησης και των εργαζομένων για αύξηση της αποτελεσματικότητας. Η ορθή εφαρμογή των μέτρων δημιουργίας, αρχικώς προϋποθέτει την κατανόηση εκ μέρους της διοίκησης, των διαδικασιών ενός συστήματος VBM και εν συνεχεία τη μετάδοσή στα κατώτερα κλιμάκια εντός της επιχείρησης. Η παροχή κινήτρων προς τα στελέχη θα λειτουργήσει ως μέσω εξασφάλισης της εφαρμογής των VBM. Ο καθορισμός των άμεσων στόχων θα είναι αποτέλεσμα διαλόγου εντός της επιχείρησης ώστε να καθοριστεί σε ποιο τομέα θα επικεντρωθεί η προσπάθεια των εργαζομένων.

### **Επίπεδο 3<sup>ο</sup> :**

**Εκπαίδευση στο σύστημα δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.** Η εκπαίδευση αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο για την ορθή εφαρμογή του VBM. Προκειμένου να εφαρμοστούν νέοι μηχανισμοί και κανόνες θα πρέπει αρχικώς να εφαρμοστεί σύστημα εκπαίδευσης για την σωστή ενημέρωση των εμπλεκόμενων προσώπων. Στόχος είναι η ανάλυση των επιδιώξεων του VBM και ερμηνεία των θετικών στοιχείων που θα επιφέρει η πραγματοποίηση των στόχων του. Το βάρος της εκπαίδευσης αφορά κυρίως τη διοίκηση εξαιτίας της καλύτερης γνώσης που διαθέτει σε ότι αφορά το VBM αλλά και της άμεσης επίβλεψης της εφαρμογής του. Η όλη διαδικασία εκπαίδευσης είναι προς όφελος της επιχείρησης καθώς βελτιώνεται ο βαθμός κατανόησης του VBM από τους εργαζόμενους ενώ ταυτόχρονα πραγματοποιείται ανταλλαγή απόψεων και ιδεών από τους εμπλεκόμενους. Οι εργαζόμενοι, επίσης, έχουν την ευκαιρία να γνωρίζουν πόσο η δική τους εργασία επηρεάζει τις υπόλοιπες. Επιπλέον, μέσω του συστήματος κινήτρων, οι εργαζόμενοι όχι μόνο υποκινούνται αλλά και κατανοούν ότι η σημασία της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους είναι και προς το δικό τους συμφέρον.

### **Επίπεδο 4<sup>ο</sup>:**

**Εκπαίδευση εστιασμένη στο επιδιωκόμενο έργο (Task-Focused).** Η διοίκηση οφείλει να παρέχει τα μέσα ώστε το προσωπικό να μπορεί να επικεντρωθεί και να φέρει εις πέρας το επιδιωκόμενο έργο. Το επιδιωκόμενο έργο μπορεί να είναι για παράδειγμα η εισαγωγή σε νέες αγορές οπότε πρέπει να εστιάζει στην εκπαίδευση σε διαδικασίες

ανάπτυξης καινούργιων προϊόντων. Επιπλέον, τα στελέχη αλλά και οι εργαζόμενοι που είναι, εξαιτίας του αντικειμένου τους, πιο κοντά στις λειτουργίες και τις διαδικασίες της επιχείρησης γνωρίζουν τις πιθανές ευκαιρίες για δημιουργία αξίας. Η ομάδα αυτή των εργαζομένων θα πρέπει να μεταλαμπαδεύσει τις εμπειρίες της στα ανώτερα διοικητικά στελέχη προκειμένου να προβούν στις κατάλληλες ενέργειες.

#### **Επίπεδο 5<sup>ο</sup>:**

**Επιμερισμός της αξίας.** Η επιχείρηση αφού επιτύχει την κατάλληλη εφαρμογή του VBM θα πρέπει να προχωρήσει στο τελευταίο στάδιο που είναι η διανομή των κερδών με κριτήριο τη συνταχθείσα χρηματοοικονομική έκθεση. Το στάδιο αυτό αποτελεί την επιτυχή ολοκλήρωση ενός συστήματος διοίκησης με βάση την αξία.

Ο Koller (1994), παρουσιάζοντας μια διαφορετική οπτική, επισημαίνει, ότι το σύστημα διοίκησης με βάση την αξία δεν θα πρέπει να περιορίζεται μόνο σε συγκεκριμένη μεθοδολογία. Αντίθετα, θα πρέπει να επικεντρώνεται τόσο στο γιατί πρέπει να μεταβληθεί η εταιρική κουλτούρα όσο και στον τρόπο που θα γίνει αυτό.

Χρήσιμο, στο σημείο αυτό να αναφερθούν οι προτάσεις δύο μεγάλων εταιρειών συμβούλων τον οποίο η εμπειρία στη διοίκηση με βάση την αξία είναι σημαντική. Οι (KPMG Consulting, 1999, PricewaterhouseCoopers, 1999), εστιάζουν:

- α)** στην εξεύρεση των στρατηγικών που θα επιφέρουν δημιουργία αξίας για τους μετόχους αλλά και στην εφαρμογή τους.
- β)** την εφαρμογή του κατάλληλου πληροφοριακού συστήματος και των οδηγιών δημιουργίας αξίας για τους μετόχους σε όλα τα επίπεδα της επιχείρησης (επιμέρους τμήματα, προϊόντα, επιχειρησιακές μονάδες),
- γ)** εναρμόνιση όλων των λειτουργιών και διαδικασιών της διοίκησης στη βάση της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους,
- δ)** εγκαθίδρυση συστήματος κινήτρων και αντιστοίχων ανταμοιβών προς τους εμπλεκόμενους.


Ακολούθως, κατωτέρω περιγράφονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες δημιουργίας αξίας.

### 2.3.4. Παράγοντες που οδηγούν στη Δημιουργία Αξία (Key-drivers)

Σημαντικό στοιχείο της διοίκησης με βάση την αξία αποτελεί η ανάγκη για βαθιά κατανόηση των μεταβλητών παραγωγής που είναι ικανές να «παράξουν» αξία. Οι παράγοντες που επηρεάζουν και προσδιορίζουν τη δημιουργία αξίας ονομάζονται οδηγοί αξίας (key - drivers). Οδηγός Αξίας είναι οποιαδήποτε μεταβλητή επηρεάζει την αξία της εταιρείας. Η κατανόηση των οδηγών αξίας είναι ουσιαστική καθώς ένας οργανισμός δεν μπορεί να ενεργήσει απευθείας πάνω στην αξία του χωρίς την παρεμβολή τους. Συνεπώς, η διοίκηση πρέπει να προσδιορίσει τους οδηγούς αξίας μέσω των συστημάτων συλλογής πληροφοριών που διαθέτει. Η εν λόγω διαδικασία είναι επίπονη καθώς πρέπει να γίνει λεπτομερής χαρτογράφηση των μεταβλητών και της επίδρασης που μπορούν να επιφέρουν στην αξία. Το επίπεδο λεπτομέρειας των οδηγών αξίας συναρτάται από τα σχέδια της εταιρείας. Ο Koller (1994), αναγνωρίζει τρία επίπεδα ανάλυσης των οδηγών αξίας, ως κάτωθι:

- i) **Generic** – Γενικό επίπεδο, το οποίο περιλαμβάνει τη μεγέθυνση των πωλήσεων, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, την επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης, το κόστος του κεφαλαίου κ.α.
- ii) **Business unit specific** – Επίπεδο επιχειρησιακών τμημάτων, περιλαμβάνει οδηγούς αξίας όπως η παραγωγική δυναμικότητα, η κατανομή των σταθερών εξόδων.
- iii) **Operational unit** – Λειτουργικό επίπεδο, αφορά πιο λεπτομερή περιγραφή των οδηγών αξίας, όπως κόστος ανά παραγγελία, χρόνος αποπληρωμής κ.α.

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει, λεπτομερώς, τα στάδια των οδηγών αξίας, όπως τα περιγράφει ο Koller (1994).

Επίπεδα οδηγών Αξίας		
Επίπεδο 1 Generic	Επίπεδο 2 Business – unit specific Παραδείγματα	Επίπεδο 3 Επιχειρησιακό Παραδείγματα
	Μείγμα πελατών Πωλήσεις Παραγωγικότητα (κόστη έναντι κερδών)	Ποσοστό λογαριασμών Δολάρια ανά επίσκεψη Έσοδα ανά μονάδα
	Σταθερό κόστος/κατανομή Διαχείριση δυναμικότητας Λειτουργική Απόδοση	Χρεωμένες ώρες στο σύνολο των ωρών μισθοδοσίας Χρησιμοποιούμενη ποσοστιαία δυναμικότητα  Κόστος ανά παράδοση
		Λογαριασμοί εισπρακτέοι – όροι και χρονοδιάγραμμα Λογαριασμοί πληρωτέοι

Διάγραμμα 4: 2.3.4.: Τα στάδια των οδηγών αξίας, όπως τα περιγράφει ο Koller (1994).

Οι οδηγοί Αξίας έχουν δυναμικό χαρακτήρα που σημαίνει ότι σε τακτά χρονικά διαστήματα πραγματοποιείται αναθεώρηση και βελτίωσή τους. Καθένας εκ των οδηγών αξίας συνδέεται με ένα μέτρο επίδοσης και αποτελεί την ποσοτικοποίηση της αξίας που παράγεται.

### 2.3.5. Παρουσίαση εμπειρικών μελετών - περιπτώσεων από επιχειρήσεις που εφαρμόζουν τη Διοίκησης με βάση την Αξία

Στην ενότητα αυτή, αρχικώς, παρουσιάζονται οι ενέργειες της διοίκησης που δεικνύουν κάποιους από τους οδηγούς αξίας. Εν συνεχεία, η εμπειρική μελέτη των Teemu και Ikäheimo (2003), επικεντρώνεται στις διαφοροποιήσεις που τελικά υφίστανται μεταξύ των επιχειρήσεων κατά την εφαρμογή του VBM.



Ειδικότερα, ως προς το πρώτο σκέλος, οι συγγραφείς, συγκεντρώνουν κάποιες λύσεις στο πλαίσιο του VBM.

<b>Περίληψη των κανονιστικών λύσεων VBM για τον έλεγχο της διαχείρισης και για τη λήψη αποφάσεων</b>	
<b>Management control – Διοικητικός Έλεγχος</b>	
<b>Στόχοι &amp; Στρατηγικές (Objectives and strategies)</b>	Ο βασικός στόχος είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. EVA (οδηγοί αξίας) σαν μοναδικός στόχος του οργανισμού. Η στρατηγική που είναι προσανατολισμένη στη δημιουργία αξίας αποτελεί την μοναδική λύση. Τα επιχειρησιακά τμήματα ευθύνονται για το στρατηγικό σχεδιασμό.
<b>Μέτρηση Επίδοσης (Performance measurement)</b>	Η απόδοση υπολογίζεται με τη χρήση μέτρων οικονομικού κέρδους και οδηγών αξίας από πάνω προς τα κάτω. Οι υπόλοιπες μετρήσεις δεν λαμβάνονται υπόψη.
<b>Στόχευση (Target setting)</b>	Αύξηση του τρέχοντος επιπέδου EVA. Μηδενική EVA είναι η ελάχιστη αποδεκτή.
<b>Ανταπόδοση (Compensation)</b>	Τα μόνους δίνονται και πληρώνονται βάσει των μεταβολών της EVA και δεν έχουν ανώτερη οροφή. Με τη χρήση της ονομαζόμενης ως τράπεζας "banking" αποφεύγεται η μυωπική βραχυχρόνια συμπεριφορά. Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών (stock options) δίνονται ως ανταμοιβή μόνο στα υψηλόβαθμα στελέχη με συνεχώς αυξανόμενα επίπεδα στόχων.
<b>Influence on decision making - Επίδραση στη λήψη αποφάσεων</b>	
<b>Στρατηγικές Αποφάσεις (Strategic decisions)</b>	Βάσει της τιμής της EVA παίρνονται αποφάσεις, όπως είναι: οι εξαγορές, οι στρατηγικές επενδύσεις κεφαλαίου, αλλά και εκποιήσεις (divestments). Ο στρατηγικός σχεδιασμός πραγματοποιείται στα επιχειρηματικά τμήματα.
<b>Λειτουργικές Αποφάσεις (Operational decisions)</b>	Από κοινού οι ισολογισμοί και οι καταστάσεις εισοδήματος λαμβάνονται υπόψη και με αυτόν τον τρόπο οδηγούν σε καλύτερες επενδύσεις κεφαλαίου και αποτελεσματικότερη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης.

**Πίνακας 1: 2.3.5.: Λύσεις στο πλαίσιο των VBM, (Teemu and Ikäheimo, 2003).**

Οι (Teemu and Ikäheimo, 2003)<sup>16</sup>, με τη βοήθεια έξι επιχειρήσεων από πέντε διαφορετικές βιομηχανίες, παρουσιάζουν σε μορφή πίνακα την ποικιλία που υπάρχει στην πρακτική εφαρμογή της διοίκησης με βάση την αξία (VBM). Σχολιάζοντας τα αποτελέσματα, επισημαίνουν ότι για ορισμένους οργανισμούς το VBM είναι απλώς ρητορική ενώ για κάποιους άλλους έχουν επιπτώσεις τόσο στο σύστημα λήψης αποφάσεων όσο και στο σύστημα ελέγχου. Σε ορισμένους οργανισμούς, η εφαρμογή του VBM περιορίζεται μόνο στα υψηλότερα επίπεδα ιεραρχίας, ενώ σε άλλες καλύπτει ολόκληρη την οργανωτική δομή. Ωστόσο, σε καμία από τις οργανώσεις που μελετήθηκαν δεν εφαρμόζεται το VBM σε ένα τόσο ολοκληρωμένο τρόπο όπως

<sup>16</sup> Πηγή: Teemu M. And S. Ikaheimo, 2003. Value Based Management practices—some evidence from the field. Management Accounting Research. 14.

προτείνεται στην βιβλιογραφία. Κατωτέρω, για λόγους καλύτερης παρουσίασης των προαναφερθέντων, παρατίθεται σε μορφή πίνακα η μελέτη επιχειρήσεων που έχουν υιοθετήσει το VBM.

Περίπτωση Επίπεδο υιοθέτησης Χρόνος υιοθέτησης	A Group 1993 μέχρι > 1998	B Τμήμα 1998	Γ Τμήμα 1999	Δ Group 1993-1994	E Group 1999	F Group 1993-1994
<b>Λήψη απόφασης (Decision making)</b>						
Στρατηγικές Αποφάσεις	Εστίαση στην βασική δραστηριότητα, δίνοντας έμφαση στην κριτική τα στρατηγικής	Εξαγορές	Δημιουργία σεναρίων στρατηγικής	Εξαγορές	Κατανομή των κεφαλαίων για επενδύσεις	Μεταβολή του WACC
Λειτουργικές Αποφάσεις	Έμμεσο αντίκτυπο από τη μέτρηση της επίδοσης	Αμετάβλητη μέθοδος ανάλυσης επενδύσεων	Κερδοφορία πελατών & προμηθευτών	Όροι αναφορικά με τις πληρωμές	Μεταβολή του WACC	Μεταβολή του WACC
<b>Έλεγχος Διαχείρισης (Management control)</b>						
Στόχοι και Στρατηγικές	SVA. Αποτελεσματικό- τητα	SVA. ανάπτυξη	SVA Αποτελεσμα- τικότητα	SVA. Αποτελεσματικό- τητα	SVA. Αποτελ/τα	SVA. αύξηση
Οργανωτικό επίπεδο και στρατηγικές. Η υιοθέτηση του VBM έχει μετατρέψει τα συστήματα μέτρησης, τους στόχους και τις ανταμοιβές	Επιχειρησιακό τμήμα	Επιχειρησια- κό τμήμα	Επιχειρησια- κό τμήμα	Επίπεδο τμήματος	Επίπεδο τμήματος	Επίπεδο τμήματος
Μέτρησης επίδοσης	EVA & λοιπά χρηματοοικονο- μικά μέτρα	EVA & λοιπά χρηματοοικονομικά μέτρα	EVA & λοιπά μη χρηματοοικονομικά μέτρα	EVA & επιπλέον υπόλοιπα μη χρηματοοικονομικά μέτρα	EVA & τρία επιπλέον χρηματοοικονομικά μέτρα	ROCE ο βασικός στόχος & άλλα χρηματοοικονομικά μέτρα
Καθορισμός στόχου	Ετήσια καθορισμός στόχων σε διαδικασίες που αφορούν τον προϋπολογισμό.	Στόχοι σε διαδικασίες προϋπολο- γισμού σε ετήσια βάση	Επαναλαμβα- -νόμενοι Στόχοι τρεις φορές το χρόνο παράλληλα με τον κυλιόμενο προϋπολο- γισμό.	Ο καθορισμός των στόχων & των κινήτρων είναι διάφορος από τον προϋπολογισμό, για ένα έτος.	Στόχευση σε λειτουργίες σχετικές με τον προϋπολο- γισμού σε ετήσια βάση.	Στόχοι σχετικοί με το EVA, εφαρμόζο- νται σε συνθήκες ενοϊκές. Οι στόχοι θέτονται σε ετήσια βάση.
Κίνητρα και ανταμοιβές	EVA μαζί με άλλα χρηματοοικονο- μικά μέτρα	EVA & υπόλοιπα χρηματοοικονομικά μέτρα καθώς και προσωπικοί στόχοι	Σε χρηματοοικονομική βάση (οδηγούς EVA)&προ- σωπικούς στόχους.	EVA και άλλα χρηματοοικονομικά μέτρα	EBIT, EPS	ROCE & λοιπά χρηματοοικονομικά μέτρα.

**Πίνακας 2: 2.3.5.: Αναπαράσταση της Διοίκησης με βάση την Αξία σε έξι εξεταζόμενους οργανισμούς.**

Εν συνεχεία, παρουσιάζονται οι περιορισμοί που απαντώνται κατά την εφαρμογή της Διοίκησης με βάση την Αξία.

#### **2.4. Περιορισμοί στην εφαρμογή της Διοίκησης με βάση την Αξία**

Στο παρόν τμήμα παρατίθενται τα επιχειρήματα που απορρέουν από την ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, αναφορικά με την κριτική που έχει ασκηθεί στην εφαρμογή της Διοίκησης με βάση την Αξία.

Αρχικώς, ο Koller (1994), ασχολείται με την επίδραση της εφαρμογής του VBM στα ανώτερα διοικητικά στελέχη. Ειδικότερα, ισχυρίζεται, ότι παρά το γεγονός ότι ο σχεδιασμός της επιχείρησης είναι αναλυτικός και προς την σωστή κατεύθυνση μπορεί να μην επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Αυτό οφείλεται στην ελλιπή συνεργασία των ανώτερων κλιμακίων διοίκησης με τα χαμηλότερα στρώματα ιεραρχίας (στελέχη σε μικρότερα τμήματα) της επιχείρησης.

Επικριτική είναι η στάση για την εφαρμογή του συστήματος VBM στο βαθμό που αυτό έχει ως στόχο τον περιορισμό του κόστους και όχι στην αύξηση του εισοδήματος. Ο περιορισμός του κόστους ενέχει κινδύνους όπως είναι η έλλειψη ενδιαφέροντος για νέες επενδύσεις στην έρευνα και ανάπτυξη. Η επιχείρηση πρέπει να βρίσκεται σε μια διαδικασία συνεχούς δημιουργίας αξίας με καινοτόμες στρατηγικές που θα οδηγήσουν, μακροπρόθεσμα, σε μεγαλύτερες ταμειακές ροές. Οι Slater και Olson (1996), αναφέρονται στο ανωτέρω πρόβλημα σε σχέση με τις αδυναμίες που παρουσιάζονται στη διοίκηση με βάση την αξία. Συγκεκριμένα, θεωρούν ότι το VBM αδυνατεί να δημιουργήσει ένα στρατηγικό σχέδιο για την επιχείρηση. Οι ίδιοι ερευνητές, συνεχίζοντας τα επικριτικά τους σχόλια για τη διοίκηση με βάση την αξία, αναφέρονται στη δυσκολία του υπολογισμού των μέτρων VBM και ιδιαίτερα στην Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) κυρίως λόγω της πληθώρας των προσαρμογών στα λογιστικά μεγέθη που απαιτεί.

Στην έρευνα που πραγματοποίησε η CIMA (2001) παρουσίασε τις δυσχέρειες που εμφανίζει η εφαρμογή του συστήματος Διοίκηση με βάση την Αξία, ως κάτωθι:

**i)** Περιορισμοί λόγω τεχνικών δυσκολιών στη συλλογή των κατάλληλων δεδομένων όπως π.χ. η μεταβλητότητα του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου<sup>17</sup> ή κατά πόσο οι εφαρμοζόμενες υποθέσεις είναι αξιόπιστες.

**ii)** Προσχώματα λόγω αδυναμίας των στελεχών να αντιληφθούν τα μέτρα διοίκησης βάσει της δημιουργίας αξίας.

**iii)** Δυσκολίες στην εφαρμογή των νέων μέτρων καθόσον υφίσταται αποθυμιά από τα παλαιότερα στελέχη να περιορίσουν την στήριξη των αποφάσεών τους στις λογιστικές πληροφορίες.

Η χρήση του Value Base Management προϋποθέτει την αλλαγή κουλτούρας από πλευράς επιχείρησης ώστε η εφαρμογή τους να προκαλέσει αναδόμηση των οργανωτικών δομών λειτουργίας της επιχείρησης. Σε προηγούμενη ενότητα αναφέρθηκαν εκτενώς τα στάδια εφαρμογής ενός συστήματος VBM. Χαρακτηριστικά, αναφέρονται τα εξής: σαφής ορισμός των στόχων επίδοσης, σύνδεσή τους με τα μέτρα Οικονομικού Κέρδους, εφαρμογή συστημάτων ανταμοιβών της διοίκησης, συνεχής αξιολόγηση δομών και στρατηγικών στη βάση της δημιουργίας αξίας σε μακροχρόνια βάση κ.ά. Όπως επισημάνθηκε ανωτέρω, σημαντικός είναι ο προσδιορισμός των οδηγών αξίας διότι έχουν άμεση επίδραση στο οικονομικό κέρδος. Οι αλλαγές αυτές πρέπει να συνοδεύονται με επενδύσεις στους τομείς των υποδομών της επιχειρηματικής μονάδας όπως είναι η ανανέωση των πληροφοριακών συστημάτων και η δημιουργία νέων δομών συλλογής και επεξεργασίας δεδομένων.

Το επόμενο κεφάλαιο προσεγγίζει τις μεθόδους μέτρησης αξίας εισάγοντας τον διαχωρισμό σε σύγχρονες και παραδοσιακές.

---

<sup>17</sup> Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή Weighted Average Cost of Capital (WACC) όπως αποδίδεται ο όρος στα αγγλικά είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### Προσέγγιση των Μεθόδων μέτρησης Αξίας – Παραδοσιακές και Σύγχρονες

#### 3.1. Εισαγωγή

Η μελέτη της διοίκησης με βάση την αξία είναι αναπόφευκτα συνυφασμένη με την επιλογή των μεθόδων μέτρησης αξίας. Είναι αξιολογικό ότι η πλειοψηφία των μετρώων<sup>18</sup> πηγάζουν από εταιρείες συμβούλων (π.χ. Stern Stewart & Co) καθώς και μεγάλους εταιρικούς ομίλους που επεδίωξαν να διαφοροποιηθούν από τους παραδοσιακούς δείκτες κερδοφορίας<sup>19</sup>. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι η Economic Value Added η οποία όπως υποστηρίζει η Stern Stewart & Co θα μπορούσε να αποτελέσει ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Δεδομένων των διαφορετικών τρόπων μέτρησης αξίας κρίνεται σκόπιμη η παρουσίαση του θεωρητικού υπόβαθρου των κυριοτέρων εξ' αυτών, των εφαρμογών τους και τελικά της αποτελεσματικότητας που επιφέρουν σε επίπεδο επίτευξης στόχων και δημιουργίας αξίας. Για λόγους πληρότητας παρουσιάζονται τόσο τα οφέλη κάθε μεθόδου όσο και οι αρνητικές πτυχές τους. Ενδεικτικό της δυναμικής που επικράτησε αναφορικά με το θέμα αποτελεί η άποψη του Randy Myers (1996) ο οποίος θέλοντας να περιγράψει τη μάχη για επικράτηση, μεταξύ των εφαρμοζόμενων μετρώων, χρησιμοποιεί τον χαρακτηρισμό: «Πόλεμος των μετρώων».

Επιδίωξη του παρόντος κεφαλαίου είναι η κατηγοριοποίηση των διαφόρων μετρώων επίδοσης που συναντώνται στη βιβλιογραφία με ιδιαίτερο βάρος στα επονομαζόμενα σύγχρονα μέτρα που επικεντρώνονται στη δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων.

---

<sup>18</sup> Μέτρα με βάση την αξία ή value - based measures και στον αντίποδα μέτρα με βάση το κέρδος profit – based measures.

<sup>19</sup> Καθαρά Κέρδη ή Κέρδη ανά Μετοχή ή ακόμα κάποιοι αριθμοδείκτες όπως η αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets) και η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity).

## **3.2. Κατηγοριοποίηση μεθόδων μέτρησης αξίας**

Στην υποενότητα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα κριτήρια και οι κατηγορίες των μεθόδων μέτρησης αξίας.

### **3.2.1. Κριτήρια κατηγοριοποίησης των μέτρων**

Η κατηγοριοποίηση βάσει ενός μεμονωμένου κριτηρίου που περικλείει όλα εκείνα τα απαραίτητα χαρακτηριστικά διακριτού διαχωρισμού, μεταξύ των μέτρων, αλλά και επίτευξης καθολικής ομαδοποίησης δεν υφίσταται. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν μέθοδοι που είτε στηρίζονται στο Οικονομικό Κέρδος όπως η Economic Value Added και το Υπολειμματικό Εισόδημα είτε είναι δείκτες κερδοφορίας της επιχείρησης όπως είναι τα Καθαρά Κέρδη, τα Κέρδη ανά Μετοχή, η Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets), η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity), τα Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων (EBIT) κ.α.

Από την βιβλιογραφική ανασκόπηση ανακύπτει ότι η επικρατέστερη διάκριση των μεθόδων είναι στις επονομαζόμενες «παραδοσιακές» και στις λεγόμενες «σύγχρονες». Σημειώνεται, για λόγους επάρκειας της διατριβής, ότι θα παρουσιαστούν και άλλες διακρίσεις των διαφόρων μέτρων οι οποίες εμφανίζονται στη βιβλιογραφία. (Young and O' Byrne, 2001; Ryan and Trahan, 1999, 2007; Weaver and Weston, 2002; Slater & Olson, 1996).

### **3.2.2. Διάκριση σε Παραδοσιακές και Σύγχρονες**

Οι μέθοδοι μέτρησης της αποδοτικότητας, όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, θα διαχωριστούν στις ονομαζόμενες ως «παραδοσιακές» και στις «σύγχρονες». Ειδικότερα οι λογιστικές μέθοδοι και οι δείκτες μέτρησης των Καθαρών Κερδών (παραδοσιακές μέθοδοι) οι οποίες αντλούν τα δεδομένα τους από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις, δεν συμπεριλαμβάνουν καμία «χρέωση» για

το μετοχικό κεφάλαιο π.χ. Κέρδη ανά Μετοχή - Earnings Per Share, EPS ή Κέρδη πριν από Τόκους και Φόρους (EBIT) κ.α. Από την άλλη μεριά, οι σύγχρονες μέθοδοι εστιάζουν στο «Οικονομικό Κέρδος» (Economic Profit)<sup>20</sup> το οποίο αποτελεί στην ουσία τα Καθαρά Κέρδη της επιχείρησης αφού αφαιρεθεί το κόστος των κεφαλαίων (Ιδίων και Ξένων).

Η φιλοσοφία του Οικονομικού Κέρδους (ή Υπολειμματικού Εισοδήματος)<sup>21</sup> ουσιαστικά αναφέρει ότι πραγματικό κέρδος πραγματοποιείται εκ μέρους της επιχείρησης όταν καλύπτει εκτός από το Λειτουργικό της κόστος και το κόστος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε αυτή. Βάσει μιας άλλης οπτικής, το Υπολειμματικό Εισόδημα ορίζεται ως το Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών της στοιχείων. Η σύγχρονη θεώρηση των μεθόδων μέτρησης αποδοτικότητας επιχειρεί τη σύνδεση των περιοδικών μέτρων αξιολόγησης αποδοτικότητας με τη θεωρία Αποτίμησης Προεξοφλημένων Χρηματοροών και τον κανόνα της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Κ.Π.Α.).

Στη συνέχεια της διατριβής, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, για λόγους επάρκειας παρουσιάζονται οι λοιπές διακρίσεις των μέτρων πέραν των παραδοσιακών και σύγχρονων που θα αναλυθούν αργότερα.

### **3.2.3. Διακρίσεις των μέτρων αξίας που συναντώνται στη βιβλιογραφία.**

Από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας προκύπτει αξιοσημείωτο ενδιαφέρον όσον αφορά την ομαδοποίηση και κατηγοριοποίηση των μέτρων που ασχολούνται με τη μέτρησης της αξίας των μετόχων. Η περιήγηση ξεκινά

---

<sup>20</sup> Ο διάσημος οικονομολόγος του Cambridge, Alfred Marshall, το 1890, ήταν ο πρώτος που εισήγαγε την έννοια του Οικονομικού Κέρδους.

<sup>21</sup> Υπολειμματικό Εισόδημα = NOPAT - (WACC x Κεφάλαιο). Όπου (NOPAT) : λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης μετά από φόρους και (WACC x Κεφάλαιο): το γινόμενο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου επί το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους.

από τους Young and O' Byrne (2001) οι οποίοι διακρίνουν τις μεθόδους μέτρησης της αξίας των μετόχων, στις κάτωθι κατηγορίες:

**i)** Μέτρα που έχουν ως βάση το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Η ομαδοποίηση αυτή περικλείει όλα εκείνα τα μέτρα τα οποία, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, αναγνωρίζουν τη συμβολή που έχει κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε από την επιχείρηση για να «παράξει» κερδοφορία. Η Economic Value Added που προτείνεται από την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart & Co αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα.

**ii)** Μέτρα προερχόμενα από τα στοιχεία που συνθέτουν το Υπολειμματικό Εισόδημα. Τα μέτρα αυτής της κατηγορίας είναι στην ουσία λειτουργικά αποκεντρωμένα μέτρα και εισάγουν μια λεπτομερέστερη πληροφόρηση από αυτή που παρέχει το Υπολειμματικό Εισόδημα<sup>22</sup>.

**iii)** Μέτρα στηριζόμενα στις μεταβολές της αγοράς όπως είναι το Market Value Added (Αγοραία Προστιθέμενη Αξία).<sup>23</sup> Όταν το MVA είναι θετικό τότε η επιχείρηση έχει «φτιάξει» αξία για τους μετόχους αυξάνοντας την περιουσία τους. Στην αντίθετη περίπτωση έχει «καταστρέψει» μετοχική αξία.

**iv)** Μέτρα εισοδήματος που στηρίζονται σε παραδοσιακές μεθόδους κερδοφορίας. Οι μετρήσεις της αποδοτικότητας αφορούν κατασκευή δεικτών αποδοτικότητας και διαφόρων μέτρων καθαρής κερδοφορίας. Επί παραδείγματι, τα Καθαρά Κέρδη, τα Κέρδη ανά Μετοχή, η Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets), η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity) κ.α.

**v)** Εξέταση των ταμειακών ροών όπως είναι η Ταμειακή Απόδοση επί της Επένδυσης (CFROI), η Ελεύθερη Ταμειακή Ροή (FCF), κ.α.

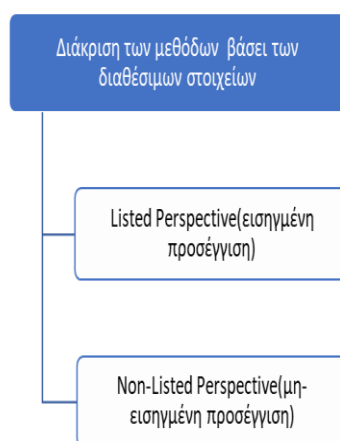
---

<sup>22</sup> Π.χ. Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων αφού προστεθεί η απόσβεση (EBITDA) και Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά από Φόρους (NOPAT).

<sup>23</sup> Ο Stewart (1994) ορίζει τη Market value Added: ως τη διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και της αξίας των επενδεδυμένων κεφαλαίων της (MVA= Market Value – Capital).



Οι Ameels και Scheipers (2002), χρησιμοποιούν ως κριτήριο διάκρισης, για τις μεθόδους μέτρησης αξίας, τη διαθεσιμότητα των πληροφοριών που απαιτούνται για την υλοποίησή τους. Βάσει του κριτηρίου αυτού ομαδοποιούνται, ως κάτωθι:



**Διάγραμμα 5: 3.2.3.:** Διάκριση μεθόδων βάσει των διαθέσιμων στοιχείων.

Με τον όρο «listed perspective» που αναφέρεται στο ανωτέρω διάγραμμα νοείται ότι τα δεδομένα αντλούνται από την χρηματιστηριακή αγορά. Οι παρεχόμενες πληροφορίες και τα στοιχεία είναι ακριβή, δημοσιευμένα και αφορούν επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.<sup>24</sup> Στον αντίποδα η «non-listed perspective προσέγγιση» πραγματοποιεί, ελλείψει άλλων στοιχείων, αποτίμηση της αξίας των μετόχων με έμμεσες μεθόδους (περιλαμβάνει πληροφορίες από τα τμήματα της εταιρείας). Η κατηγορία που περιλαμβάνει τα μέτρα μη εισηγμένης προσέγγισης υποδιαιρείται περαιτέρω σε δύο υποκατηγορίες, τα μέτρα μιας περιόδου (single period) και πολλών περιόδων (multi - period). Η Economic Value Added συγκαταλέγεται στα μέτρα μιας περιόδου και η μέτρησή της εξαρτάται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Ειδικότερα, επειδή οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται βάσει των γενικά παραδεκτών λογιστικών προτύπων παρουσιάζουν στρεβλώσεις από την πραγματική αξία της επιχείρησης<sup>25</sup>. Για το σκοπό αυτό

<sup>24</sup> Το Market Value Added (MVA) ή Αγοραία Προστιθέμενη Αξία αποτελεί το πιο χαρακτηριστικό μέτρο αυτής της ομαδοποίησης.

<sup>25</sup> Η εταιρεία συμβούλων Stern Stewart προτείνει 164 λογιστικές μετατροπές ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης.

εφαρμόζονται λογιστικές μετατροπές με στόχο την καλύτερη απεικόνιση της αξίας της επιχείρησης.

Οι Ryan και Trahan (2007), αφού μελέτησαν τη βιβλιογραφία και αρθρογραφία παρουσιάζουν τέσσερις βασικές παραλλαγές των μέτρων δημιουργίας αξίας. Κοινό στοιχείο των εξεταζόμενων μέτρων αποτελεί το γεγονός ότι αποτελούν μέτρα επίδοσης μίας περιόδου (single- period measures) που δέχονται υπόψη τους την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)<sup>26</sup> και το σχετικό κόστος κεφαλαίου. Οι εταιρείες συμβούλων τείνουν να προσαρμόζουν τις μεθόδους βάσει των δικών τους προϋποθέσεων και παραδοχών. Παρακάτω παρουσιάζονται, συνοπτικά, τα τέσσερα μέτρα:

**i)** Μέθοδοι Προεξοφλημένης Ταμειακής Ροής (Discounted Cash Flows - DCF): στην κατηγορία αυτή εντάσσεται η Προστιθέμενη Μετοχική Αξία (Shareholder Value Added - SVA).

**ii)** Απόδοση Ταμειακών Ροών επί της Επένδυσης – Cash Flow Return on Investment - CFROI), η οποία απεικονίζει μια εκτίμηση της ταμειακής ροής μίας περιόδου (single-period cash flow) της επιχείρησης ως το ποσοστό της συνολικής επένδυσης, (Madden, 1999).

**iii)** Απόδοση επί του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return on Invested Capital - ROIC), η οποία ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών λειτουργικών κερδών αφαιρουμένων των φόρων προς το επενδυμένο κεφάλαιο, (Copeland et al, 2000).

**iv)** Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income - RI), το οποίο υπολογίζει τα επιπλέον κέρδη πάνω από την κεφαλαιακή επιβάρυνση συγκρινόμενο με τις υπόλοιπες επενδυτικές ευκαιρίες ανάλογου κινδύνου. Η EVA αποτελεί παραλλαγή του Υπολειμματικού Εισοδήματος και έγινε ευρέως γνωστή από την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart & Co.

---

<sup>26</sup> Σημειώνεται, όπως αναφέρουν οι συγγραφείς, ότι το ROIC δεν λαμβάνει άμεσα υπόψη το κόστος κεφαλαίου για τον υπολογισμό του μέτρου. Ωστόσο, η μέτρηση είναι σε σύγκριση με το κόστος του κεφαλαίου για την αξιολόγηση της απόδοσης.

Η βιβλιογραφία συμπληρώνεται και από τους Slater και Olson (1996), όπου στην μελέτη τους χωρίζουν τις τεχνικές και τα μέτρα διοίκησης δημιουργίας αξίας για τους μετόχους σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη εξ' αυτών περιλαμβάνει τις τεχνικές Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, δεδομένου ότι ο ερευνητής καλείται να καθορίσει – εκτιμήσει όλες τις επενδύσεις και τα έξοδα, δηλαδή όλες τις ροές που θα αποφέρει μια επένδυση και τα εισοδήματα που θα αποκομιστούν από αυτή. Η δεύτερη περιλαμβάνει μέτρα όπως είναι η Economic Value Added η οποία επικεντρώνεται σε συγκεκριμένους εσωτερικούς στόχους της επιχείρησης με τελικό σκοπό όμως τη βελτίωση της αξίας που δημιουργείται για τους μετόχους.

Οι Weaver και Weston (2002), αφού διεξήγαγαν έρευνα στη σχετική βιβλιογραφία κατέληξαν στις πλέον διαδεδομένες μεθόδους της Διοίκησης με βάση την αξία. Ειδικότερα, όπως αναφέρουν, η θεωρία της διαχείρισης βάσει της αξίας (VBM) παρότι αναγνωρίζει πολλαπλές προσεγγίσεις τέσσερις έχουν χρησιμοποιηθεί ευρέως στην πράξη. Η πρώτη στο πλαίσιο της ανάλυσης εσωτερικής αξίας (Intrinsic Value Analysis - IVA) η οποία επίσης καλείται και Προστιθέμενη Αξία των Μετόχων (SVA). Η δεύτερη αφορά τις αποδόσεις στους μετόχους (Returns to Shareholders - RTS) και η τρίτη είναι το Οικονομικό Κέρδος (Economic Profit - EP). Καταλήγοντας, ως τέταρτη αναφέρεται η σχέση μεταξύ της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας της επιχείρησης (Market Value Added - MVA), των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης και της λογιστικής αξίας των λειτουργικών στοιχείων της.

Στο επόμενο τμήμα παρατίθενται οι επονομαζόμενες ως «παραδοσιακές» μέθοδοι μέτρησης αξίας καθώς και κριτική θεώρηση σε αυτές.

### **3.3. Επισκόπηση των «παραδοσιακών» μεθόδων μέτρησης αξίας**

#### **3.3.1. Εισαγωγή**

Οι επονομαζόμενες ως «παραδοσιακές» μέθοδοι μέτρησης αξίας των επιχειρηματικών μονάδων έχουν ως βάση το Λογιστικό Κέρδος. Η περιοδική μέτρηση

της αποδοτικότητας αφορά, κατά κύριο λόγο, συγκρίσεις τόσο διαχρονικά όσο και διαστρωματικά των διαφόρων μέτρων καθαρής κερδοφορίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με την παραδοσιακή προσέγγιση, τα πιο δημοφιλή «εργαλεία» για την αξιολόγηση – μέτρηση της επίδοσης θεωρούνται: τα Καθαρά Κέρδη, ή τα Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share - EPS), ο Ρυθμός αύξησης Κερδών (Earnings Growth), τα Κέρδη πριν από Τόκους και Φόρους (Earnings Before Interest & Tax) κ.α. Γενικής αποδοχής απολαμβάνουν και κάποιοι αριθμοδείκτες μέτρησης αποδοτικότητας όπως η αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets - ROI), ο δείκτης Απόδοσης επί της Καθαρής Θέσης (Return on Equity - ROE) και ο δείκτης Απόδοσης Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Returns on Investment - ROI). Συνοπτικά, για λόγους επάρκειας, παρουσιάζεται ο τρόπος υπολογισμού των ανωτέρω μέτρων.

<b>Λογιστικά μέτρα Κερδοφορίας</b>	
<b>Όνομασία</b>	<b>Βασικοί Υπολογισμοί</b>
<b>EBITDA:</b> Κέρδη πριν από Τόκους, Φόρους, Αποσβέσεις.	<i>EBITDA: Εισόδημα – Δαπάνες</i>
<b>EBIT:</b> Κέρδη πριν από Τόκους & Φόρους.	<i>EBIT: EBITDA – Αποσβέσεις παγίων Π.Σ. – Απομείωση άυλων Π.Σ.</i>
<b>NOPAT:</b> Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά από Φόρους.	<i>NOPAT: EBIT * (1- φορολογικός συντελεστής)</i>
<b>NET INCOME:</b> Καθαρό Εισόδημα	<i>NET INCOME = NOPAT + Εισόδημα από Τόκους – Δαπάνες από Τόκους</i>
<b>EPS:</b> Κέρδη ανά Μετοχή	$EPS = \frac{Net\ Income}{\text{ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ}}$
<b>Δείκτες Μέτρησης Κερδοφορίας</b>	
<b>Όνομασία</b>	<b>Βασικοί Υπολογισμοί</b>
<b>ROE:</b> Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων.	$ROE = \frac{EBIT}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ}}$
<b>ROCE:</b> Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου	$ROCE = \frac{NOPAT}{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ}^{27}}$

**Πίνακας 3: 3.3.1.:** Διάκριση μεθόδων βάσει των διαθέσιμων στοιχείων.

<sup>27</sup> Αφορά το Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων - Μη Τοκοφόρες Βραχ. Υποχρεώσεις.

Σημειώνεται, η χρήση των ανωτέρω μέτρων, όπως θα αναφερθεί αναλυτικότερα στη συνέχεια, έχει περιορισμούς διότι δεν λαμβάνει υπόψη καθοριστικούς παράγοντες που συντελούν στον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Όπως εύστοχα επισημαίνουν οι Morin και Jarrell (2001), τα μέτρα που εστιάζουν στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους υπερέχουν έναντι των παραδοσιακών μέτρων στο ότι λαμβάνουν υπόψη τους θεμελιώδεις παράγοντες δημιουργίας αξίας όπως το ποσό, το χρόνο και τον κίνδυνο των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Εν συνεχεία, ακολουθεί παρουσίαση της κριτικής που υφίσταται στα παραδοσιακά μέτρα όπως αυτή ανακύπτει μέσα από τη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία.

### **3.3.2. Κριτική έναντι των «παραδοσιακών» μεθόδων μέτρησης αξίας**

Απώτερος σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η παρουσίαση της κριτικής θεώρησης των επονομαζόμενων ως «παραδοσιακών» μέτρων που αποβλέπει στην ανάδειξη των περιορισμών που οδήγησαν στην ανάγκη εμφάνισης των μέτρων απόδοσης που εστιάζουν στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους.

#### **3.3.2.1. Περιορισμοί από τη χρησιμοποίηση των Λογιστικών Κερδών**

Οι παραδοσιακές μέθοδοι μέτρησης της αξίας της επιχείρησης όπως αναφέρθηκε βασίζονται στο Λογιστικό Κέρδος. Η μέτρηση του λογιστικού κέρδους πηγάζει από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις που έχουν δημιουργηθεί βάσει των γενικά παραδεκτών λογιστικών προτύπων και είναι διαθέσιμες τόσο στους εσωτερικούς χρήστες της επιχείρησης όσο και στο ευρύ κοινό. Η εξάρτηση αυτή από τα λογιστικά πρότυπα είναι εκ των βασικών αιτιών που οδηγούν σε στρεβλώσεις κατά την αποτίμηση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Irala (2006), οι μέτοχοι επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής (αξία επιχείρησης). Επομένως, θα μπορούσαμε να μετρήσουμε την

απόδοση ενός manager, άμεσα, βάσει της συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής και αναλόγως να ανταμειφθεί ή όχι. Η εν λόγω προσέγγιση εγκυμονεί περιορισμούς υπό την έννοια ότι οι τιμές των μετοχών εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες που δεν ελέγχονται από τις ενέργειες των manager. Κατ' αυτόν τον τρόπο η τιμή της μετοχής δεν αποτελεί επαρκές «μέτρο» αξιολόγησης των manager. Στο ίδιο μήκος κύματος και ο Kang et al (2002), που αναφέρει ότι σε βραχυχρόνιο διάστημα η τιμή της μετοχής δεν αντανακλά της ικανότητες της διοίκησης. Συνεχίζοντας ο Irala την κριτική του, στα μέτρα κερδοφορίας, επισημαίνει ότι ένα ιδανικό μέτρο απόδοσης πρέπει να λαμβάνει υπόψη όλες τις ενέργειες των manager αλλά ταυτόχρονα να μην εκτίθεται σε παράγοντες που δεν σχετίζονται με αυτές. Στην αναζήτηση ενός τέτοιου μέτρου οι εταιρίες παραδοσιακά χρησιμοποιούσαν μέτρα απόδοσης όπως είναι τα Κέρδη, τα Κέρδη ανά μετοχή, η Απόδοση του Ενεργητικού κ.α. Ωστόσο, τα μέτρα αυτά δεν είναι απαλλαγμένα από περιορισμούς.

Ένα κατάλληλο μέτρο απόδοσης θα πρέπει να αξιολογεί τις ενέργειες της Διοίκησης και το βαθμό που αυτές επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Για να συμβεί αυτό, το μέτρο απόδοσης πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον τρία πράγματα (Irala, 2005).

- i) το μέγεθος του επενδεδυμένου κεφαλαίου,
- ii) την απόδοση επί του κεφαλαίου,
- iii) το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου (WACC) - αντικατοπτρίζοντας τον απαιτούμενο ρυθμό απόδοσης με βάση τον κίνδυνο.

Ο Rappaport (1986), προβάλλει τους βασικούς λόγους που η μέτρηση της αποδοτικότητας, βάσει των μετρήσεων στα κέρδη, δεν αποτελεί την πλέον αξιόπιστη μέτρηση της αξίας της επιχείρησης, ως κάτωθι:

**i) Ο υπολογισμός των κερδών εξαρτάται από τις λογιστικές μεθόδους**

Η αναγκαστική προσήλωση στα γενικά παραδεκτά λογιστικά πρότυπα οδηγεί στην «παραποίηση» των λογιστικών κερδών με συνέπεια την εσφαλμένη εικόνα της επιχείρησης. Τυχόν τροποποίηση των εφαρμοζόμενων μεθόδων λογιστικής παρακολούθησης έχει ως αποτέλεσμα την αυξομείωση των κερδών δίχως όμως αυτή να αντικατοπτρίζεται από πραγματική αλλαγή στην αξία της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι οι ταμειακές ροές, για δεδομένο φορολογικό συντελεστή, παραμένουν

αμετάβλητες. Είναι πιθανό η τιμή της μετοχής στην αγορά να επηρεαστεί από αυτές τις μεταβολές αλλά αυτό δεν μπορεί να αποδοθεί σε πραγματικές μεταβολές κερδών αλλά στην ενδεχόμενη δημιουργία κλίματος θετικών προσδοκιών για την επιχείρηση λόγω αντίστοιχης θετικής ερμηνείας των αποφάσεων που λαμβάνει η διοίκηση της εταιρείας. Ενδεικτικά, αν η επιχείρηση αποφασίσει αλλαγή της μεθόδου αποτίμησης έστω από FIFO σε LIFO σε μια περίοδο που χαρακτηρίζεται από γενική άνοδο των τιμών τότε θα εμφανίσει μείωση των δημοσιευμένων της κερδών. Η εξήγηση είναι ότι το πρόσφατα αγορασμένο και ακριβό προϊόν θα εξαχθεί πρώτο, επηρεάζοντας το κόστος πωληθέντων<sup>28</sup>. Επομένως η αλλαγή του τρόπου αποτίμησης που στηρίζεται καθαρά στη λογιστική θεωρία μειώνει τα κέρδη και ενδεχομένως οδηγεί σε μείωση της τιμής.

Καταλήγοντας, οι αυξομειώσεις στα λογιστικά κέρδη δεν απεικονίζουν πάντα πραγματική μεταβολή της αξίας της επιχείρησης και δεν αποτελούν ασφαλή οδηγό για την μέτρηση της επίδοσης.

## **ii) Τα κέρδη δεν ενσωματώνουν το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων και τη χρονική αξία του χρήματος**

Οι μέτοχοι αναμένουν απόδοση μεγαλύτερη από αυτή που θα είχαν αν είχαν επενδύσει σε εναλλακτικές επενδύσεις ίδιας τάξης κινδύνου. Η αξία της επένδυσης υπολογίζεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές με το ανάλογο επιτόκιο. Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι συνάρτηση του κινδύνου της επένδυσης και του πληθωρισμού. Επιπροσθέτως, υφίσταται και μια επιπλέον αδυναμία των λογιστικών μεθόδων οι οποίες δεν λαμβάνουν υπόψη κάποια «χρέωση» για το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης θεωρώντας το, στην πραγματικότητα, ως ένα είδος «δωρεάς» από τους μετόχους. Έτσι, εμφανίζεται το παράδοξο δύο επιχειρήσεις που παρουσιάζουν την ίδια κερδοφορία αλλά με εντελώς διαφορετικό κόστος κεφαλαίων να θεωρούνται το ίδιο επιτυχημένες. Ειδικότερα, επιχειρήσεις που έχουν μεγάλο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων τείνουν να επικεντρώνουν στη μεγιστοποίηση των κερδών και όχι στην λήψη βέλτιστων αποφάσεων κατανομής των πόρων που διαθέτουν. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται οι δείκτες κερδοφορίας όπως είναι τα Κέρδη ανά Μετοχή (EPS) ή ο δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE). Η διοίκηση της επιχείρησης ενδέχεται, όμως, να οδηγηθεί στη εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων στη προσπάθειά της

---

<sup>28</sup> Κόστος Πωληθέντων = Αρχικό Απόθεμα + Αγορές – Τελικό Απόθεμα.

να αυξήσει του δείκτες κερδοφορίας λόγω της τοποθέτησης των κεφαλαίων σε επενδύσεις που έχουν απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων μετά από φόρους.

Καταλήγοντας, η χρησιμοποίηση του λογιστικού κέρδους δεν απεικονίζει ορθά την αξία της επιχείρησης λόγω αδυναμίας ενσωμάτωσης της χρονικής αξίας του χρήματος καθώς και του συνολικού κόστους των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων.

### **iii) Ο κίνδυνος δεν λαμβάνεται υπόψη στα κέρδη**

Τα μέτρα καθαρής κερδοφορίας της επιχείρησης δεν υπολογίζουν τον κίνδυνο ο οποίος είναι συνάρτηση τόσο της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης όσο και του γενικότερου τρόπου λειτουργίας της. Το επίπεδο του κινδύνου περιλαμβάνει τόσο τον «επιχειρηματικό» όσο και τον «χρηματοοικονομικό» κίνδυνο. Όταν η μέτρηση των επιδόσεων μιας επιχείρησης βασίζεται αποκλειστικά στα λογιστικά κέρδη δεν συμπεριλαμβάνονται τα ανωτέρω είδη κινδύνου.

Περαιτέρω, ο στόχος της αύξησης των κερδών, εκ μέρους της διοίκησης, οδηγεί στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων επέκτασης της χρήσης ξένων κεφαλαίων. Αρχικώς, ως επιλογή εμφανίζεται συμφέρουσα όμως πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι μεγαλώνει ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος λόγω των ξένων κεφαλαίων.

### **iv) Τα κέρδη δεν ενσωματώνουν τις διενεργηθείσες επενδύσεις και το κεφάλαιο κίνησης.**

Στον υπολογισμό των κερδών της επιχείρησης δεν λαμβάνονται υπόψη οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία καθώς και σε κεφάλαιο κίνησης. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις επενδύουν σε πάγια αυξάνοντας το ενεργητικό τους, κατά το ποσό κτήσης των παγίων, ενώ ταυτόχρονα παρακολουθούν τα πάγια αποσβένοντας τα τμηματικά και ισόποσα εντός πενταετίας. Ο χειρισμός αυτός προκειμένου να εμφανίζει ορθά την ταμειακή εκροή θα πρέπει να προστίθενται οι διενεργηθείσες αποσβέσεις και να αφαιρούνται τα ποσά της τρέχουσας χρήσης για αγορά παγίων.

Όσον αφορά τα κεφάλαια κίνησης αναφέρονται τα τεχνικά – λογιστικά στοιχεία που επηρεάζουν τις χρηματικές εισροές και εκροές. Συγκεκριμένα, θα παρουσιαστούν οι επιδράσεις από τον λογιστικό χειρισμό των αποθεμάτων και των εισπρακτέων – πληρωτέων λογαριασμών. Ξεκινώντας από τα αποθέματα, αρχικώς, πραγματοποιείται χρηματική εκροή για αγορά εμπορευμάτων που δεν εμφανίζεται στο κόστος



πωληθέντων της επιχείρησης. Οι πωλήσεις που κάνει η επιχείρηση, εφόσον δεν συνοδεύονται με άμεση είσπραξη, αυξάνουν τις απαιτήσεις της (εισπρακτέοι λογαριασμοί). Το αντίθετο αποτέλεσμα συμβαίνει με τους πληρωτέους λογαριασμούς όπου η πραγματική χρηματική εκροή είναι μικρότερη από την εμφανιζόμενη.

**ν) Τα κέρδη ως μέτρο δεν περικλείουν την μερισματική πολιτική της επιχείρησης**

Η μεγιστοποίηση και η δημιουργία αξίας, προς όφελος των μετόχων, αποτελεί την κυριότερη επιδίωξη της επιχείρησης. Ο στόχος αυτός δεν εξυπηρετείται από τους διοικούντες όταν προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη της επιχείρησης και ορίζουν την μερισματική της πολιτική. Ειδικότερα, η μείωση των μερισμάτων επιτυγχάνει καλύτερη επίδοση των απασχολούμενων κεφαλαίων με αντίθετα όμως αποτελέσματα στη μετοχική ευημερία.

### **3.3.2.2. Κριτική του δείκτη Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share, EPS)**

Ο δείκτης Earnings per Share (EPS) είναι χρηματοοικονομικός δείκτης που μετράει τα καθαρά έσοδα ανά μετοχή μιας εταιρείας.

Ο υπολογισμός του EPS έχει ως εξής:

$$EPS = \frac{\text{Καθαρά έσοδα}}{\text{Ποσό μετοχών}}$$

Μία μετοχή με υψηλό EPS συνήθως έχει και πιο υψηλή τιμή από μία μετοχή που εμφανίζει χαμηλό EPS. Όμως, αν η αγορά πιστεύει ότι μία εταιρεία έχει μέλλον τότε μπορεί η μετοχή της να έχει χαμηλό EPS και υψηλή τιμή. Το αντίθετο ισχύει αν η αγορά πιστεύει ότι μία εταιρεία δεν έχει θετικές προοπτικές, σε αυτή την περίπτωση η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή ενώ η εταιρεία να έχει υψηλό EPS.

Η κριτική έναντι του EPS εντάσσεται στο πλαίσιο ότι ο δείκτης δεν λαμβάνει υπόψη το ποσοστό προεξόφλησης και κατ' επέκταση τον κίνδυνο και τις συνθήκες της

αγοράς. Η θετική μεταβολή του δείκτη δεν συνεπάγεται την αυτόματη δημιουργία οικονομικής αξίας για τους μετόχους γιατί μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας ακόμα και κάτω από το κόστος κεφαλαίου με συνέπεια τη μείωση της αξίας των κοινών μετοχών. Ο Rappaport (1981), πραγματοποίησε εμπειρική μελέτη αναφορικά με την επίδοση που παρουσίασαν οι επιχειρήσεις του δείκτη Standard & Poor's για τη δεκαετία του 1970. Το αποτέλεσμα της μελέτης του δεν ήταν υποστηρικτικό της άποψης ότι υφίσταται σχέση μεταξύ των μεταβολών του δείκτη EPS και των αποδόσεων για τους μετόχους.

Στην ενότητα που ακολουθεί συνοψίζεται η εμπειρία που αφορά την κριτική και τους περιορισμούς των μέτρων μέτρησης αξίας που στηρίζονται στα Κέρδη.

### **3.3.2.3. Σύνοψη της κριτικής για τη χρήση των Κερδών**

Η διαδικασία της ανά περιόδους αξιολόγησης της απόδοσης μιας επιχείρησης είτε εσωτερικά από τη διοίκησή της είτε εξωτερικά μέσω των επενδυτών, στηριζόμενη αποκλειστικά στα λογιστικά κέρδη αναδεικνύεται ανεπαρκής για τη μέτρηση της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης. Αρχικώς, ο υπολογισμός των κερδών αποτελεί, για κάποιους, πρόσφορο έδαφος για σκόπιμη παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι που έχει θέσει η διοίκηση της επιχείρησης. Επίσημως, στη διεθνή βιβλιογραφία η χειραγώγηση των κερδών αναφέρεται ως «earnings management». Από τους πιο παλιούς ορισμούς είναι αυτός του Copeland (1968) που ορίζει την παραποίηση (manipulation) των αποτελεσμάτων ως την προσπάθεια της διοίκησης να αυξάνει ή να μειώνει τα αποτελέσματα της επιχείρησης κατά βούληση. Βέβαια, η έννοια της «διαχείρισης» των κερδών είναι πολύ πιο ευρεία και περιλαμβάνει πρακτικές που σκοπό έχουν να επηρεάσουν την εικόνα της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης (Barnea, 1975, 1976), αλλά και του Ισολογισμού (Black, 1998).

Στην πράξη στρατηγικές που αποβλέπουν σε αύξηση κερδών ενέχουν αποφάσεις όπως μείωση δαπανών έρευνας και ανάπτυξης (Research and Development – R&D), μείωση κόστους διαφήμισης και γενικότερα κινήσεις εκ μέρους της διοίκησης που συντελούν σε βραχυχρόνιες ενέργειες αύξησης κερδών. Σε μακροχρόνιο ορίζοντα οι

πρακτικές αυτές συντελούν στη καταστροφή αξίας για τους μετόχους που επιδιώκουν την απόδοση των κεφαλαίων τους σε ευρύ χρονικό ορίζοντα.

Συνοψίζοντας, η πεποίθηση ότι τα κέρδη μπορούν να αποτελέσουν ασφαλή οδηγό καθορισμού και μέτρησης της μετοχικής ευημερίας καταρρίπτεται στην πράξη. Εντούτοις, αποτελεί χρήσιμη πηγή πληροφόρησης των επενδυτών και συνδυαστικό, μαζί αλλά, εργαλείο λήψης μακροχρόνιων αποφάσεων.

### **3.3.2.4. Κριτική του δείκτη Απόδοσης του Επενδεδυμένου Κεφαλαίου (Return on Investment - ROI)**

Η απόδοση των επενδύσεων (ROI) αποτέλεσε ιδιαίτερα δημοφιλές μέτρο κατά την δεκαετία του 1930 όπου αναφερόταν ως το μοντέλο DuPont και χρησιμοποιήθηκε από αυτή την επιχείρηση για πολλά χρόνια ως μια γενική μέθοδος μέτρησης της επίδοσης των επιμέρους επιχειρηματικών μονάδων. Ακολούθησαν τα τραπεζικά ιδρύματα και γενικότερα έτυχε αποδοχής στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Περίπου στα μέσα της δεκαετίας 1960 εφαρμόστηκε ο δείκτης στις βιομηχανίες<sup>29</sup>. Ο εν λόγω δείκτης υπολογίζεται, ως κάτωθι:

$$\text{Απόδοση των επενδύσεων} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Μέσο Λειτουργικό Ενεργητικό}}$$

$$\text{ή αλλιώς Απόδοση της επένδυσης} = \frac{(\text{Κέρδος επένδυσης} - \text{Κόστος επένδυσης})}{\text{Κόστος επένδυσης}}$$

---

<sup>29</sup>Πολλοί ερευνητές, όπως: (Rappaport, 1986, 1998; Stewart 1991; Yound and O Byrne, 2001), ασχολήθηκαν με την αποτελεσματικότητα των δεικτών και προχώρησαν στην κριτική τους θεώρηση.

Ο παραπάνω τύπος μας δίνει τα στοιχεία που πρέπει να μεταβληθούν για να αυξηθεί η απόδοση των επενδύσεων. Συγκεκριμένα αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τους εξής τρόπους:

- ❖ αν αυξηθούν οι πωλήσεις
- ❖ μέσω της μείωσης των δαπανών
- ❖ μέσω της μείωσης των στοιχείων του ενεργητικού

Σημειώνεται ότι το μοντέλο DuPont δείχνει ποια στοιχεία πρέπει να μεταβληθούν ως μια γενική κατεύθυνση χωρίς να καθιστά προφανές στους διοικούντες τον τρόπο που αυτό θα καταστεί εφικτό.

Η κριτική που ακολουθεί τη χρησιμοποίηση του ROI αφορά στο γεγονός ότι η μεγιστοποίηση του ποσοστού απόδοσης δεν συνοδεύεται απαραίτητα από τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Θεωρείται ότι αυξάνεται η αξία των μετόχων όταν το ROI είναι μεγαλύτερο από το κόστος του κεφαλαίου. Η πρακτική που ακολουθείται από τις επιχειρηματικές μονάδες υπαγορεύει την παρακολούθηση του κόστους κεφαλαίου των επιμέρους μονάδων του ομίλου αλλά και κατά συνέπεια και το συνολικό κόστος με απώτερο σκοπό τον προσδιορισμό της ελάχιστης αποδεκτής απόδοσης του ROI<sup>30</sup>.

Επιπρόσθετο μειονέκτημα του ROI είναι ότι είναι ευάλωτο στο ρυθμό επενδύσεων. Όπως αναφέρθηκε προηγούμενα, στον τύπο υπολογισμού του ROI, ο παρονομαστής επηρεάζεται από την λογιστική αξία των παγίων με άμεση συνέπεια αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις να παρουσιάζουν μικρότερο ROI. Στην πραγματικότητα όμως επιχειρήσεις με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης ενδέχεται μελλοντικά, λόγω σωστής κατανομής των πόρων τους, να παρουσιάσουν βελτιωμένα αποτελέσματα. Προς την ίδια κατεύθυνση των αρνητικών επικρίσεων οδηγεί και η αδυναμία του ROI να λάβει υπόψη την υπολειμματική αξία της επιχείρησης μετά την πραγματοποίηση

---

<sup>30</sup> Ιδιαίτερη προσοχή χρήζει η σύγκριση του ROI με το κόστος κεφαλαίου. Αιτία αποτελεί το γεγονός ότι το ROI είναι στην πραγματικότητα ένας δείκτης απόδοσης βασισμένος σε λογιστικά μεγέθη εν αντιθέση με το κόστος κεφαλαίου που είναι μέτρο της οικονομικής απόδοσης.

της επένδυσης. Όπως έχει αναφερθεί σε άλλο σημείο της παρούσας διατριβής υφίσταται πραγματικό κέρδος μόνο όταν η επιχείρηση καλύπτει εκτός από το λειτουργικό της κόστος και το κόστος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε αυτή. Η επιχείρηση πολλές φορές είναι αναγκασμένη να λάβει μακροχρόνιες αποφάσεις που όμως ασκούν επιρροή στα σημερινά της κέρδη, επηρεάζοντας τους δείκτες αποδοτικότητας. Επί παραδείγματι, ενδέχεται η διοίκηση της επιχείρησης να κρίνει ότι πρέπει να αυξηθούν οι δαπάνες για νέα προϊόντα, να επιβληθεί χαμηλή τιμολόγηση των προϊόντων (επιθετική τιμολόγηση), προκειμένου να γίνει επέκταση σε νέες αγορές. Είναι φανερό ότι ενώ οι ανωτέρω ενέργειες δημιουργούν στρατηγικά μελλοντικά οφέλη έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του ROI.

Καταλήγοντας, το ROI αποτελεί ένα λειτουργικό δείκτη με πολλά πλεονεκτήματα που επικεντρώνονται κυρίως στην ευκολία υπολογισμού, την παροχή χρήσιμων πληροφοριών για τους ενδιαφερόμενους εντός και εκτός της επιχείρησης καθώς και την παροχή χρήσιμων στοιχείων για την απόδοση της επιχείρησης. Εντούτοις, ο δείκτης, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, παρουσιάζει προβλήματα που τον καθιστούν ανεπαρκή να αποτελέσει ένα αξιόπιστο σημείο αναφοράς που θα καθοδηγεί τη λήψη αποφάσεων εκ μέρους των ενδιαφερομένων.

### **3.3.2.5. Κριτική του δείκτη Απόδοσης επί της Καθαρής Θέσης (Return on Equity - ROE)**

Η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity) είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης ο οποίος δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη) και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Βάσει του δείκτη, οι επενδυτές συγκρίνουν τις εταιρείες και προτιμούν εκείνες με υψηλή ή τουλάχιστον αυξανόμενη Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).

Κατασκευή του δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE):

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Το εν λόγω μέτρο είναι ιδιαίτερα δημοφιλές λόγω της απλότητάς του, όμως, παράλληλα, μπήκε στο στόχαστρο πολλών επικρίσεων λόγω κάποιων μειονεκτημάτων. Στην προηγούμενη ενότητα παρουσιάστηκαν κάποιες αδυναμίες του ROI οι οποίες σε γενικές γραμμές ισχύουν και για το ROE. Πέραν αυτών, ο δείκτης ROE έχει και άλλα μειονεκτήματα που για λόγους ευκολίας στη κατανόηση αναδεικνύονται καλύτερα αν ο υπολογισμός του ROE διασπαστεί σε τρεις επιμέρους δείκτες:

$$\text{ROE (Return on Equity)} = \text{Απόδοση επί της καθαρής Θέσης}$$

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Έσοδα Εκμεταλλεύσεως}} \times \frac{\text{Έσοδα Εκμεταλλεύσεως}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Επεξηγώντας την ανωτέρω διάσπαση, αναφέρεται ότι ο ROE είναι ευάλωτος στις μεταβολές της δανειακής επιβάρυνσης. Ειδικότερα, ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας επηρεάζεται σημαντικά από τις μεταβολές στο γενικό επίπεδο τιμών ήτοι σε περιόδους που δέχονται έντονες πληθωριστικές πιέσεις ο δείκτης αυξάνει. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση παρουσιάζει ότι χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία ενώ στην πραγματικότητα η μεταβολή του ROE οφείλεται σε διαφορετικούς παράγοντες. Περαιτέρω, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης<sup>31</sup>, ο οποίος παρατηρεί την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων

<sup>31</sup> Δείκτης οικονομικής μοχλεύσεως: Ανάλογα με το επίπεδο του δείκτη - μεγαλύτερος, ίσος ή μικρότερος της μονάδας - η επίδραση από τη χρήση ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι αντίστοιχα θετική και επωφελής, μηδενική ή αρνητική.

στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι ευάλωτος στις μεταβολές της δανειακής επιβάρυνσης. Όπως αναφέρει ο Rappaport (1986, 1998), όσο αυξάνεται ο δανεισμός της επιχείρησης, άνω του αρίστου επιπέδου, θα αυξάνεται και ο ROE ενώ την ίδια στιγμή η εταιρική αξία είναι στην πραγματικότητα μειωμένη εξαιτίας χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Στον αντίποδα, στα θετικά στοιχεία του ROE συγκαταλέγεται η ικανότητα να απεικονίζει με εύκολο και σαφή τρόπο μια γενική ένδειξη αποτελεσματικότητας της επιχείρησης δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της.

### **3.3.3. Στροφή από τις «παραδοσιακές» στις «σύγχρονες» μεθόδους Μέτρησης της Αξίας των Μετόχων**

Το ερέθισμα της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους εξελίχθηκε σε αδήριτη ανάγκη εύρεσης ενός ολοκληρωμένου συστήματος χρηματοοικονομικής διαχείρισης πιο στενά συνδεδεμένου με την πραγματική αξία της επιχείρησης. Στο πλαίσιο αυτό η χρησιμοποίηση διαφόρων μέτρων καθαρής κερδοφορίας, όπως προηγούμενα παρουσιάστηκε, αποδεικνύεται μη ικανοποιητική πρακτική<sup>32</sup>. Περαιτέρω, οι manager στηριζόμενοι στις «παραδοσιακές» μεθόδους οδηγούνται σε λήψη υποβέλτιστων αποφάσεων με συνέπεια να μην μπορούν να γεφυρώσουν το κενό μεταξύ των συμφερόντων τους και των επιδιώξεων των μετόχων.

Οι επικριτική στάση έναντι των παραδοσιακών μεθόδων, η έμφαση που δόθηκε στις αδυναμίες τους αλλά και η διαρκής αναζήτηση τρόπων για την αύξηση της ευημερίας των μετόχων κατέστησαν αναγκαία την αλλαγή πλεύσης προς νέες μεθόδους. Έτσι λοιπόν, με πυξίδα τη δημιουργία αξίας για όλους τους εμπλεκόμενους, εμφανίστηκαν και εφαρμόστηκαν σύγχρονα μέτρα Ταμειακών Ροών και Οικονομικού Κέρδους που έχουν ως βάση το Υπολειμματικό Εισόδημα. Επίσης, υιοθετήθηκαν

---

<sup>32</sup> Πολλοί ερευνητές, όπως: (Rappaport, 1986; Young and O' Byrne, 2001) έχουν αναφερθεί στις αδυναμίες των παραδοσιακών μέτρων που στηρίζονται στα Κέρδη.

πολλές μεθοδολογίες οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση επενδύσεων και την λήψη αποφάσεων.

Συνοψίζοντας, όλες οι προσπάθειες ανάπτυξης νέων μεθόδων Διοίκησης μέσω της ανάπτυξης καινοτόμων συστημάτων μέτρησης αξίας έχουν, τελικώς, κοινό σημείο αναφοράς την δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων. Στις ενότητες που ακολουθούν αναπτύσσονται οι πιο γνωστές από αυτές και επιπλέον παρουσιάζεται και η κριτική που έχει ασκηθεί σε αυτές.

### **3.4. Σύγχρονες μέθοδοι μέτρησης της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους**

Φυσική απόρροια της αρνητικής κριτικής που δέχθηκαν οι παραδοσιακές μέθοδοι ήταν να εισαχθούν άλλες μέθοδοι, οι επονομαζόμενες ως «σύγχρονες», οι οποίες εστιάζουν στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Οι νέες αυτές μέθοδοι αποτελούν «εργαλεία» του συστήματος Διοίκησης με βάση την Αξία (Value Based Management - VBM) και επιδιώκουν να θεραπεύσουν τις αδυναμίες των «παραδοσιακών» μεθόδων.

Ειδοποιός διαφορά του συστήματος της Διοίκησης με βάση την Αξία αποτελεί η προσήλωση στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Επιχειρηματικές μονάδες που έχουν υιοθετήσει την Διοίκηση που έχει ως βάση τη δημιουργία Αξίας μοιράζονται μια ισχυρή πίστη στην ευθυγράμμιση των στόχων των μετόχων με αυτές των manager. Βασικό χαρακτηριστικό των υπό εξέταση μεθόδων αποτελεί η στενή σχέση τους με την έννοια του Οικονομικού Κέρδους<sup>33</sup> (Grant, 1996; Ehrbar, 1998, Young and O' Byrne, 2001; Copeland et al. 1996).

Οι πλέον διαδεδομένες και περισσότερο αντιπροσωπευτικές μέθοδοι αυτής της κατηγορίας είναι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA), η Ταμειακή Προστιθέμενη Αξία (CVA) όσο και μέτρα ταμειακών ροών (Απόδοση επί της Επένδυσης των

---

<sup>33</sup> Η έννοια του «Υπολειμματικού Εισοδήματος» (Residual Income) ή του «Οικονομικού Κέρδους» (Economic Profit) και υπολογίζεται ως τα Καθαρά κέρδη αφού αφαιρεθεί η «χρέωση» για τα απασχολούμενα κεφάλαια. Αλλιώς είναι το Σύνολο των Κεφαλαίων επί το Μέσο Σταθμικό Κόστος τους.



Ταμειακών Ροών – CFROI και Προεξοφλημένη Ταμειακή Ροή – DCF). Περαιτέρω, τις «σύγχρονες» μεθόδους απαρτίζουν οι δείκτες Απόδοση του Επενδυμένου Κεφαλαίου (ROIC) καθώς και η Ανάλυση της Μετοχικής Αξίας (SVA). Σημειώνεται ότι πολλές επιχειρήσεις προσαρμόζουν τις ανωτέρω μεθόδους στις ιδιαίτερες ανάγκες τους ενώ, επιπλέον, τις χρησιμοποιούν και συνδυαστικά.

Οι Ryan και Trahan (1997), στην έρευνα τους <sup>34</sup>, παρουσιάζουν ως πιο αντιπροσωπευτικά τέσσερα συστήματα Διοίκησης που έχουν ως βάση την Αξία, ως κάτωθι:

- i.** Μοντέλο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow – DCF).
- ii.** Μοντέλο της Απόδοσης επί της Επένδυσης των Ταμειακών Ροών (Cash Flow Return on Investment, CFROI).
- iii.** Μοντέλο της Απόδοσης του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return on Invested Capital, ROIC).
- iv.** Μοντέλο της Οικονομικής Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added – EVA).

Παρακάτω, δίνεται μια σύντομη αλλά περιεκτική επισκόπηση των σημαντικότερων μεθόδων αυτή της κατηγορίας αναλύοντας τα οφέλη και τις αδυναμίες που παρουσιάζουν σύμφωνα με τις διαπιστώσεις των εμπειρικών μελετών.

---

<sup>34</sup> Ryan και Trahan (1997), «Utilizing Value Based Management Systems to Maximize Stockholder Value: A Survey of CFOs».

### 3.4.1. Οικονομικό Κέρδος (Economic Profit, EP) και Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income, RI)

Η φιλοσοφία του Οικονομικού Κέρδους (Economic Profit) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income) παρουσιάστηκε, αρχικώς, από τον διάσημο οικονομολόγο του Cambridge Alfred Marshall (1980). Ειδικότερα, ο ανωτέρω οικονομολόγος υποστήριξε ότι πραγματικό κέρδος υφίσταται μόνο όταν η επιχείρηση καλύπτει πέραν του λειτουργικού της κόστους και το κόστος των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Κατά πολλούς ερευνητές το Υπολειμματικό Εισόδημα είναι η βάση των υπολοίπων μέτρων κερδοφορίας που στηρίζονται στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, (Ittner and Larcker, 2001; Bromwich and Walker, 1998; Dechow et al., 1999; O' Hanlon and Peasnell, 2001). Το Υπολειμματικό Εισόδημα υπολογίζεται ως κάτωθι:

$$\text{Υπολειμματικό (RI)} = \text{Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος Προ Τόκων και Φόρων} - \text{Κόστος Κεφαλαίου} \times \text{Επενδυμένο Κεφάλαιο}$$

Ως Υπολειμματικό Εισόδημα προσδιορίζεται το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση (ή επιμέρους τμήματός της) και το οποίο είναι πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών του στοιχείων. Δημιουργήθηκε προκειμένου να συγκλίνουν οι στόχοι των αυτόνομων τμημάτων με το συνολικό στόχο της επιχείρησης καθώς και για να διορθώσει τα μειονεκτήματα και τις αδυναμίες του ROI.

Σύμφωνα με τους Young και O' Byrne (2001), η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και η Ταμειακή Προστιθέμενη Αξία αποτελούν μέλη της ευρύτερης «οικογένειας» του Υπολειμματικού Εισοδήματος. Ο McTaggart et al. (1994), αναφέρεται στις έννοιες Υπολειμματικό Εισόδημα και Οικονομικό Κέρδος ως ταυτόσημες<sup>35</sup>. Η ακρίβεια του μοντέλου του RI έχει εξεταστεί, εμπειρικά, μέσα από τον έλεγχο της επεξηγηματικής

<sup>35</sup> Η διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει τη μέθοδο του Υπολειμματικού Εισοδήματος συχνά και ως μέθοδος των μη κανονικών κερδών. Η έννοια «μη κανονικά κέρδη» πηγάζει από το σκεπτικό ότι τα «κανονικά» κέρδη θα πρέπει να συνδέονται με τη «κανονική» απόδοση του επενδύομένου κεφαλαίου στην αρχή της περιόδου, δηλ. με το γινόμενο της λογιστικής αξίας αρχής περιόδου και του κόστους κεφαλαίου.

του ικανότητας. Συγκεκριμένα, η μέχρι τώρα εμπειρική διερεύνηση έχει εστιαστεί στην ικανότητα του RI να ερμηνεύσει τις μεταβολές των μετοχικών τιμών. Οι Frankel και Lee (1998), σε δείγμα 20 χωρών εξέτασαν τη σχέση μεταξύ λογιστικών δεδομένων και τιμών μετοχών. Στην έρευνά τους έκαναν χρήση του RIM (Residual Income Model), των δημοσιευμένων κερδών και των προβλέψεων για κέρδη. Ως επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η τρέχουσα λογιστική αξία και τα τρέχοντα κέρδη. Η επεξηγηματική ικανότητα του μοντέλου δικαιώθηκε από τα αποτελέσματα (80% στις ΗΠΑ, 70% στην Ηνωμένο Βασίλειο και 40-50% στις λοιπές χώρες). Οι King & Langli (1998), εξέτασαν την επεξηγηματική ικανότητα του μοντέλου RIM στη Γερμανία, τη Μ. Βρετανία και τη Νορβηγία. Αιτιολόγηση της επιλογής των χωρών αυτών ήταν ότι έχουν μεγάλες διαφορές στις λογιστικές μεθόδους. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η λογιστική αξία και τα κέρδη παρουσιάζουν ισχυρή συσχέτιση με τις τιμές των μετοχών ενώ η επεξηγηματική δύναμη των αναφερθέντων μεταβλητών μαζί, ανέρχονταν στο 70% στη Μ. Βρετανία, 60% στη Νορβηγία και 40% στη Γερμανία.

Η χρήση του Υπολειμματικού Εισοδήματος ως κριτηρίου αξιολόγησης οδηγεί τον manager να μεγιστοποιήσει το απόλυτο νομισματικό ποσό του τμηματικού εισοδήματος ξεπερνώντας το ελάχιστο επιθυμητό. Αν στόχος είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης των επενδύσεων τότε η επιχείρηση θα έπρεπε να απαλλαγεί από όλα τα προϊόντα της εκτός από εκείνο που έχει την υψηλότερη απόδοση επένδυσης.

Στα πλεονεκτήματα του RI συγκαταλέγεται ότι μπορεί σχετικά ευκολά να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μετοχών των οποίων οι αντίστοιχες εταιρίες δεν πληρώνουν μερίσματα στους μετόχους τους. Περαιτέρω, το μοντέλο έχει ικανότητα στην αποτίμηση μετοχών των οποίων οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν μπορούν να προβλεφθούν ή οι προβλέψιμες ελεύθερες ταμειακές ροές είναι αρνητικές ή ακόμη και μηδενικές. Προσθέτοντας, στα θετικά στοιχεία του μοντέλου, είναι το γεγονός ότι τα δεδομένα που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία του μοντέλου είναι εύκολα προσβάσιμα από τις δημοσιευμένες καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Από την άλλη μεριά, η κριτική του μοντέλου εστιάζεται στο γεγονός ότι τα δημοσιευμένα δεδομένα που αντλούνται από τις λογιστικές καταστάσεις είναι υποκείμενα σε στρεβλώσεις με συνέπεια τη μη αποτύπωση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Επί παραδείγματι, κάποιες επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να παρουσιάσουν αυξημένα κέρδη ενδέχεται να μεταθέτουν έξοδα της παρούσας χρήσης σε επόμενες ή να εμφανίζουν μελλοντικά έσοδα στην τρέχουσα χρήση. Επιπλέον,

εξαιτίας του γεγονότος ότι για τον υπολογισμό του RI χρησιμοποιείται η λογιστική αρχή «clean surplus accounting, παρατηρείται η συχνή καταστρατήγηση των οικονομικών καταστάσεων από κάποιες επιχειρήσεις.

### **3.4.2. Economic Value Added (EVA) - Οικονομική Προστιθέμενη Αξία**

Η Economic Value Added αποτελεί μια παραλλαγή του Υπολειμματικού Εισοδήματος (RI) και ίσως αποτελεί την πιο διαδεδομένη προσέγγιση δημιουργίας αξίας. Η EVA προωθείται από την αμερικανική εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Stern Stewart & Co. που κρατά καταχωρημένο το εμπορικό σήμα EVA. Η EVA θα εξεταστεί αναλυτικά σε επόμενα κεφάλαιο τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο.

### **3.4.3. Αγοραία Προστιθέμενη Αξία - Market Value Added (MVA)**

Η έννοια της Market Value Added μπορεί να αποδοθεί στην σχέση μεταξύ της αξίας αγοράς μιας επιχείρησης και του κεφαλαίου που έχουν τοποθετήσει οι μέτοχοι. Το μέτρο αυτό αποτελεί μια σωρευτική αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης και παρουσιάζει πόσο αποτελεσματικά έχει χρησιμοποιήσει η επιχείρηση τα κεφάλαια της. Ο υπολογισμός της MVA πραγματοποιείται, ως κάτωθι:

$$\text{MVA} = \text{Αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου (Market Value of Equity ή MVE)} - \text{επενδεδυμένα κεφάλαια (Invested Capital ή IC)}$$

Σημειώνεται ότι κατά τον υπολογισμό του δείκτη δεν λαμβάνεται υπόψιν το κόστος ευκαιρίας και το ποσό των κερδών που διανέμονται σαν μέρισμα στους μετόχους της επιχείρησης. Ιδιαίτερα σημαντική να αναφερθεί είναι η ισχύς του δείκτη σε επίπεδο επιχείρησης μη δυνάμενη να επιμεριστεί σε συγκεκριμένα τμήματα της επιχείρησης.

Ο Stewart (1991), ορίζει τη συνολική αγοραία αξία μιας επιχείρησης ως την αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου και την αγοραία αξία του δανειακού της κεφαλαίου. Οι Stern και Shiely (2001), στην έρευνά τους αναφέρουν ότι προκείμενου για τον υπολογισμό της MVA τα ίδια κεφάλαια συμμετέχουν σε όρους αγοραίας αξίας ενώ τα δανειακά κεφάλαια σε όρους ιστορικής αξίας.

Στα θετικά στοιχεία της MVA συγκαταλέγεται η ικανότητα του δείκτη να αποδίδει ακριβείς μετρήσεις για τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Ο Ehrbar (1998), αναφέρει ότι ο δείκτης MVA ενσωματώνει ορθά τις εκτιμήσεις της αγοράς για το κατά πόσο επωφελείς είναι οι στρατηγικές αποφάσεις που λαμβάνει η διοίκηση στην κατανομή των πόρων της. Περαιτέρω, όπως αναφέρουν οι Stewart (1991), Young and O' Byrne (2001), η MVA σε αντίθεση με άλλα μέτρα καταφέρνει να προσεγγίσει την εκτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς αναφορικά με την συνολική καθαρή παρούσα αξία των επενδυτικών προγραμμάτων που έχει η επιχείρηση αλλά και αυτών που προτίθεται να αναλάβει. Επομένως, όσο αυξάνεται η MVA αυξάνεται και η Καθαρή Παρούσα Αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών για τους μετόχους. Οι μέτοχοι με τη χρήση της MVA έχουν ένα αποτελεσματικό «εργαλείο» για τη μέτρηση της επίδοσης της επιχείρησης.

Τα μειονεκτήματα του δείκτη μπορούν συνοψιστούν στα εξής:

- i) ο υπολογισμός ενέχει δυσχέρειες λόγω του ότι επηρεάζεται άμεσα από την τιμή της μετοχής
- ii) αναφέρεται σε προηγούμενα έτη άρα περικλείει στρατηγικές αποφάσεις προηγούμενων διοικήσεων.
- iii) το μέτρο είναι στατικό καθώς υπολογίζει τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους μεταξύ δύο συγκεκριμένων χρονικών σημείων (μεταβολή της MVA).

Ο Stewart (1991), αναφέρει τη θεωρητική σχέση που συνδέει την Market Value Added και την EVA, ως εξής:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC}$$

Η ανωτέρω σχέση προκύπτει, ως κάτωθι:

MVA= Market Value of Equity (MVE, Αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου) -  
Invested Capital (IC, Επενδεδυμένα Κεφάλαια)

αλλά,

$MVE = IC + \text{Π.Α. μελλοντικών EVA} \Leftrightarrow MVE - IC = \text{Π.Α. μελλοντικών EVA} \Leftrightarrow$

$MVA = \text{Π.Α. μελλοντικών EVA}$

Επομένως,

$$MVA = EVA/WACC$$

Συγκεκριμένα όταν η μελλοντική EVA προεξοφλείται σε όρους παρούσας αξίας τότε ερμηνεύει την αγοραία αξία της επιχείρησης (Stewart, 1991, Young & O'Byrne, 2001).

Το επόμενο κεφάλαιο αφιερώνεται στην αποτύπωση της σχετικής βιβλιογραφίας με στόχο τόσο την μελέτη της μέχρι τώρα έρευνας όσο και την ανακάλυψη ανεξερεύνητων πεδίων έρευνας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

#### 4.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί, μέχρι σήμερα, αναφορικά τόσο με τη θεωρία που πλαισιώνει την Economic Value Added όσο και τις εμπειρικές μελέτες που έχουν διεξαχθεί. Αφετηρία της βιβλιογραφικής περιήγησης αποτελεί το έτος 1991 και η συγγραφή του βιβλίου «The Quest for Value<sup>36</sup>» του G.Bennett Stewart. Στο εν λόγω βιβλίο, διατείνεται, η μέθοδος της Economic Value Added ως ένα μέτρο αξιολόγησης των επιχειρήσεων αλλά και των manager το οποίο έχει μεγάλη συσχέτιση με την πραγματική αξία της επιχείρησης. Παρακάτω στο παρόν κεφάλαιο θα αναφερθούν περισσότερες λεπτομέρειες για τη μελέτη που πραγματοποίησε ο Stewart καθώς και τα αποτελέσματά της.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση που παρουσιάζεται έχει ως στόχο της να αναδείξει την αναγκαιότητα περαιτέρω διερεύνησης μέσω της παρουσίασης τόσο των αντιφατικών αποτελεσμάτων όσο και της έλλειψης νεότερων και αναλυτικότερων μελετών. Επιπλέον, έχει ως στόχο την κατηγοριοποίηση της μέχρι τώρα έρευνας ώστε να αποτελέσει ένα πλήρη οδηγό για τους ενδιαφερόμενους ερευνητές στον οποίο θα μπορούν να ανατρέξουν εύκολα καλύπτοντας ολόκληρο το φάσμα της βιβλιογραφίας.

Η βιβλιογραφία μπορεί να ταξινομηθεί σε 10 υποενότητες<sup>37</sup> με κριτήριο κάθε φορά το αντικείμενο έρευνας, συγκεκριμένα:

- i) Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών,

---

<sup>36</sup> Stewart, G.B. (1991). The Quest for Value, New York: Harper Collins Publishers.

<sup>37</sup> Η κατηγοριοποίηση που ακολουθείται στηρίζεται στο άρθρο των Kumar S. & Sharma A. (2010), Economic Value Added: Literature Review and Relevant Issues. International Journal of Economics and Finance. Vol.2, No 2; May 2010. Επειδή το εν λόγω άρθρο αξιοποιεί μελέτες ως το 2008 πραγματοποιείται επικαιροποίηση για 9 επιπλέον έτη. Παράλληλα, στην παρούσα διατριβή για λόγους επάρκειας της ανάλυσης δεν γίνεται μόνο απλή αναφορά των μελετών αλλά αναλυτική παρουσίαση τους (αντικείμενο, μεθοδολογία, συνεισφορά κ.α.).

- ii)** Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA),
- iii)** Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),
- iv)** Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA,
- v)** Διοίκηση με βάση την Αξία (Value Based Management - VBM),
- vi)** Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting Approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV),
- vii)** Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες,
- viii)** Κατηγοριοποίηση βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας,
- ix)** Έρευνες για την EVA ανά έτος (year –wise),
- x)** Έρευνες για την EVA ανά χώρα (country-wise).

Εν συνεχεία, στις υποενότητες που έπονται παρατίθεται κάθε μια εκ των ανωτέρω κατηγοριοποιήσεων μαζί με τις αντιπροσωπευτικότερες έρευνες της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας. Κύριο μέλημα αποτελεί η κριτική επισκόπηση της θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας υπό το πρίσμα των διαφόρων μεθοδολογικών προσεγγίσεων που απαντώνται στη βιβλιογραφία.

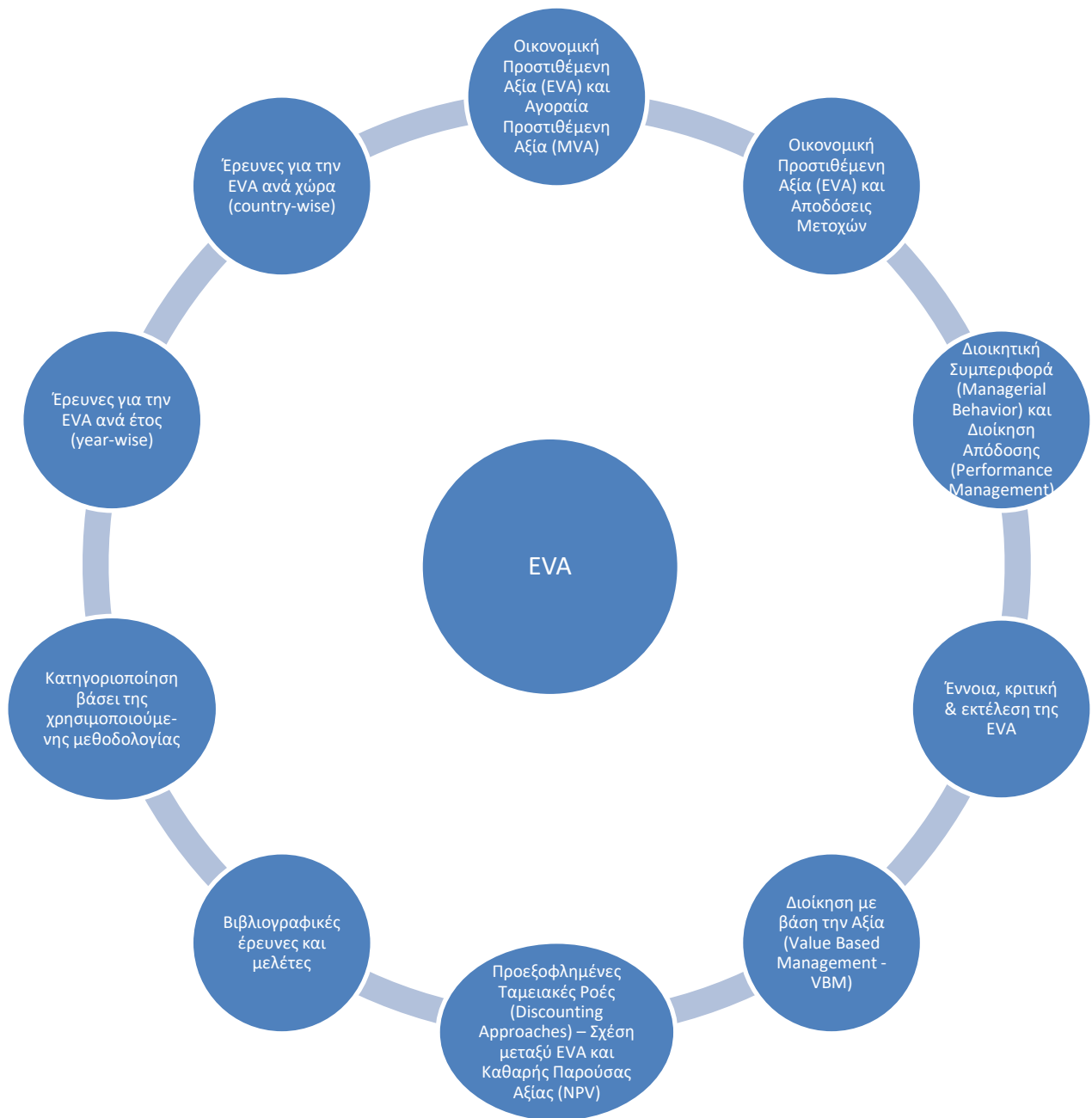
Τέλος, σημειώνεται ότι η παρούσα βιβλιογραφική ανασκόπηση καλύπτει ένα διευρυμένο χρονικό διάστημα που έχει ως αφετηρία τη δεκαετία του 1991 ενώ οι τελευταίες μελέτες αγγίζουν χρονικά μέχρι και το 2017. Ιδιαίτερως, για λόγους πληρότητας έχει αφιερωθεί ειδικό κεφάλαιο όπου παρουσιάζονται οι τελευταίες εξελίξεις στον τομέας της έρευνας για την EVA.



## 4.2. Κατηγοριοποίηση των Μελετών

### Γενικά

Στην ενότητα αυτή αρχικά δίνεται μια σύντομη περιγραφή κάθε κατηγορίας που έχει ως στόχο την επεξήγηση του αντικειμένου που ερευνάται. Για κάθε κατηγοριοποίηση παρουσιάζονται οι πιο αντιπροσωπευτικές μελέτες με αναφορά στο όνομα του ερευνητή, τη χρονιά συγγραφής της έρευνας, το αντικείμενο της μελέτης, τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε, τη συμβολή – χρησιμότητα της έρευνας και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα. Στόχος είναι η οργάνωση της βιβλιογραφίας ανά θεματικό αντικείμενο για ευκολότερη αναζήτηση από τους ενδιαφερόμενους μελλοντικούς ερευνητές. Διαγραμματικά οι δέκα προτεινόμενες υποδιαιρέσεις παρουσιάζονται ως κάτωθι:



**Διάγραμμα 6: 4.2.:** Απεικόνιση της κατηγοριοποίησης των μελετών.

Βάσει της ανωτέρω κατηγοριοποίησης ο πίνακας που έπεται κατατάσσει τις 143 μελέτες σε επτά κατηγορίες. Σημειώνεται ότι οι κατηγορίες: χρησιμοποιούμενη

μεθοδολογία, έρευνες ανά έτος και έρευνες ανά χώρα αποτελούν κατ' ουσίαν επιπλέον κατηγοριοποίηση των 7 μελετών και στη συνέχεια παρουσιάζονται χωριστά. Ο πίνακας έχει ως κάτωθι:

A/A	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΕΤΩΝ
1	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	27
2	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	54
3	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	13
4	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	30
5	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value Based Management - VBM)	9
6	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting Approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	5
7	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	5
	ΣΥΝΟΛΟ	143

**Πίνακας 4: 4.2.:** Οι επτά κατηγορίες των μελετών.

Οι υποενότητες στη συνέχεια επεξηγούν κάθε μια εκ των ανωτέρω κατηγοριοποιήσεων και επιπλέον αναλύονται οι αντιπροσωπευτικότερες έρευνες τις διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας.

#### **4.2.1. Σχέση μεταξύ Economic Value Added και Απόδοσης των μετοχών (EVA and stock returns)**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών αφορά το μεγαλύτερο μέρος της πραγματοποιηθείσας βιβλιογραφίας σε σχέση με αντικείμενο της Economic Value Added. Συγκεκριμένα, εξετάζεται το πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA δηλαδή κατά πόσο εξηγεί την αγοραία αξία και τις μετοχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων καλύτερα από άλλα μέτρα αποδοτικότητας. Επιπρόσθετα, διερευνάται η ικανότητα της Economic Value Added να αποτελέσει ένα αξιόπιστο δείκτη για την πρόβλεψη των μελλοντικών μετοχικών αποδόσεων. Επιγραμματικά, κάποια από τα θέματα που καλύπτονται είναι: συγκρίσεις μεταξύ EVA και παραδοσιακών λογιστικών μέτρων, συγκρίσεις της EVA και υπόλοιπων μέτρων Οικονομικού Κέρδους<sup>38</sup>, θέματα επιλογής κατάλληλου χαρτοφυλακίου, εξέταση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχόμενο της EVA<sup>39</sup>, κ.α.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με τη σχέση της EVA και της απόδοσης των μετοχών. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

##### ***Αντιπροσωπευτικές μελέτες:***

Αφετηρία της βιβλιογραφίας αποτελεί το έτος 1991 και το βιβλίο "The Quest for Value" του G.Bennet Stewart όπου η Economic Value Added παρουσιάζεται ως μια καινοτόμος μέθοδος η οποία υπερέρχει σε σύγκριση με τις παλαιότερες λογιστικές μεθόδους. Η υπεροχή, κατά τον Stewart, απεικονίζεται τόσο στη δυνατότητα της EVA

---

<sup>38</sup> Περιλαμβάνονται μέτρα «Οικονομικού Κέρδους» όπως το Υπολειμματικό Εισόδημα.

<sup>39</sup> Το «επιπρόσθετο» πληροφοριακό περιεχόμενο δίνει απάντηση στο ερώτημα αν η EVA παρέχει επιπλέον πληροφόρηση από αυτή που ήδη εμπεριέχεται σε άλλα μέτρα αποδοτικότητας.

να αποτελέσει ένα αξιόπιστο μέτρο εσωτερικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης αλλά και χρήσιμος δείκτης για τους επενδυτές που θα επιλέξουν εταιρεία. Περαιτέρω, στο εν λόγω βιβλίο προτείνονται διάφορες λογιστικές διορθώσεις – παρεμβάσεις ώστε να επιτευχθεί ορθότερη απεικόνιση της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης εξομαλύνοντας τις στρεβλώσεις των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών. Η εταιρεία Stern Stewart & Co προτείνει μια σειρά προσαρμογών στις λογιστικές καταστάσεις στο πλαίσιο του υπολογισμού των επενδυμένων κεφαλαίων και των λειτουργικών κερδών.

Προκειμένου να πραγματοποιήσουν το εγχείρημά τους, οι σύμβουλοι της εταιρείας Stern Stewart and Co, το 1989, αρχικώς «αντέδρασαν» στην επικρατούσα έως τότε πρακτική που ήθελε να αξιολογούνται οι επιχειρήσεις βάσει της κεφαλαιοποίησής τους και όχι των χρηματοοικονομικών τους επιδόσεων. Ειδικότερα, το περιοδικό Business Week δημοσίευε τις ετήσιες λίστες των 1.000 καλύτερων βιομηχανικών εταιρειών με βάση το προαναφερθέν κριτήριο. Έτσι λοιπόν, οι σύμβουλοι της εταιρείας παρουσίασαν κατάταξη των επιχειρήσεων βάσει της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας δίνοντας έτσι μια πολύ διαφορετική εικόνα από αυτή υπήρχε. Διευκρινίζεται ότι λόγω της σημαντικότητας των ερευνών του Stewart αλλά και για την έννοια παρουσιάσή τους αναφέρονται στην παρούσα ενότητα και μελέτες πέραν της σχέσης EVA – μετοχικών αποδόσεων.

Η πρώτη εμπειρική μελέτη του Stewart πραγματοποιήθηκε σε δείγμα αποτελούμενο από 613 αμερικανικές επιχειρήσεις<sup>40</sup> για την διετία 1984-1985 σε σχέση με τη διετία 1987-1988. Το αρχικό δείγμα διασπάστηκε σε 25 ομάδες εταιρειών, βάσει της ιεραρχίας τους, σε όρους μέσης τιμής της EVA, και η έρευνα επικεντρώθηκε στο έλεγχο της σχέσης μεταξύ EVA και MVA. Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ισχυρή συσχέτιση μεταξύ Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (Market Value Added) και EVA. Ειδικότερα, ο συγγραφέας επικαλείται ένα ιδιαίτερα υψηλό  $R^2$  της τάξης του 97% (στις μεταβολές EVA και MVA).

Το τοπίο είναι διαφορετικό στις επιχειρήσεις με αρνητική EVA καθώς η συσχέτιση των EVA και MVA<sup>41</sup> είναι λιγότερο εμφανής. Η αιτιολογία του συγγραφέα (Stewart, 1991) είναι ότι η αγοραία αξία των μετοχών αντανακλά τουλάχιστον την αξία

---

<sup>40</sup> Ουσιαστικά αφαιρέθηκαν εταιρείες από το αρχικό δείγμα των 1000 για λόγους που οφείλονται σε στατιστικές μετρήσεις αξιοπιστίας του δείγματος.

<sup>41</sup> Σύμφωνα με το Stewart η MVA αποτελεί τη διαφορά μεταξύ Market Value και Capital.

της καθαρής θέσης (net assets), αυτό συμβαίνει και στις περιπτώσεις που η εταιρεία έχει χαμηλή ή αρνητική απόδοση. Η προοπτική εξαγοράς ή ρευστοποίησης θέτει ένα κάτω όριο στην αγοραία αξία της επιχείρησης.

Ανωτέρω αναφέρθηκε ότι η Stern Stewart πρότεινε μια σειρά προσαρμογών στις λογιστικές καταστάσεις στο πλαίσιο του υπολογισμού των επενδυμένων κεφαλαίων και των λειτουργικών κερδών. Στη βάση των ανωτέρω προτάσεων πολλές μελέτες ασχολήθηκαν με τη χρησιμότητα των προσαρμογών αυτών παρουσιάζοντας σχετικά στοιχεία.

Συγκεκριμένα, ο Young (1999) αναφέρει ότι οι λογιστικές μετατροπές είναι χρήσιμες όταν επιφέρουν τα κάτωθι αποτελέσματα:

- i) Τα ποσά που αφορούν είναι σημαντικά και μπορούν να επηρεάσουν την μέτρηση της πραγματικής αξίας που δημιουργεί (ή καταστρέφει) η επιχείρηση,
- ii) Τα απαιτούμενα δεδομένα είναι διαθέσιμα,
- iii) Τα στελέχη της επιχείρησης μπορούν να τις κατανοήσουν,
- iv) Η μετατροπή αφορά στοιχεία που βρίσκονται υπό τον έλεγχο όσων άμεσα αφορά ο υπολογισμός του EVA.

Οι λογιστικές μετατροπές καθώς και ειδικότερα θέματα αναφορικά με αυτό το αντικείμενο αναλύονται σε άλλο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής.

Περαιτέρω, ο Stewart κάνει ένα ακόμη βήμα και αποδεικνύει την ισοδυναμία μεταξύ της αποτίμησης μέσω Economic Value Added και Προεξοφλημένων Καθαρών Χρηματοροών (Free Cash Flow Valuation). Συγκεκριμένα, ο Stewart ορίζει την Αγοραία Αξία της επιχείρησης ως το άθροισμα του υπάρχοντος κεφαλαίου συν την Παρούσα Αξία όλων των μελλοντικών EVA.

Οι Dodd και Chen (1996), στην έρευνά τους είχαν ως κίνητρο την διαπίστωση του κατά πόσο υφίσταται ένα μεμονωμένο μέτρο απόδοσης το οποίο έχει την ικανότητα τόσο να αναδείξει τις ευκαιρίες επένδυσης αλλά και ταυτόχρονα να παρέχει κίνητρα στους διοικούντες για λήψη αποφάσεων προς όφελος των μετόχων. Ειδικότερα, τέθηκαν τα εξής ερωτήματα προς διερεύνηση:

**i)** Κατά πόσο η συνάφεια της EVA με τις μετοχικές αποδόσεις είναι τόσο τέλεια όσο διατείνονται οι υποστηρικτές της.

**ii)** Ποια είναι η σχέση της EVA με τα λογιστικά κέρδη και κατά πόσο περικλείουν επιπλέον πληροφόρηση στο πλαίσιο εξήγησης των μετοχικών αποδόσεων.

**iii)** Η EVA είναι περισσότερο συσχετισμένη με την απόδοση των μετοχών από ότι το Υπολειμματικό Εισόδημα<sup>42</sup>.

Για να προχωρήσουν στην ανάλυση στηρίχθηκαν στη βάση δεδομένων της εταιρείας Stern Stewart όπου τα ληφθέντα δεδομένα συνδυάστηκαν με επιπλέον δεδομένα προερχόμενα από την βάση δεδομένων της Compustat. Οι μεταβλητές που υπολογίστηκαν είναι οι κάτωθι:

**i)** Η Απόδοση (RETURN): Αναφέρεται στο Ετήσιο Ποσοστό Απόδοσης για τους μετόχους το οποίο υπολογίζεται από την εκτίμηση του κεφαλαίου και των μερισμάτων για περίοδο δέκα χρόνων.

**ii)** EVAPS: Αναφέρεται στη μέση τιμή της EVA ανά μετοχή. Τα δεδομένα για τον υπολογισμό του EVAPS παρέχονται από την βάση δεδομένων της Stern Stewart and Co.

**iii)** STDEVA: Αναφέρεται στη μεταβολή της τυποποιημένης EVA. Ειδικότερα, ο τρόπος υπολογισμού είναι: όλες οι EVA των ετών 1992 και 1983 αρχικώς διαιρούνται με το κεφάλαιο του έτους 1983 και στη συνέχεια πολλαπλασιάζονται επί 100. Το STDEVA αποτελεί τη διαφορά μεταξύ των δύο τυποποιημένων EVA. Το STDEVA εκφράζει τη μεταβολή στην EVA σε κεφάλαιο που επενδύθηκε πριν μια δεκαετία.

---

<sup>42</sup> Η ουσιώδης διαφορά της EVA με το Υπολειμματικό Εισόδημα αφορά τις λογιστικές προσαρμογές που επιδέχεται η EVA στον υπολογισμό της.

iv) ROC: Αναφέρεται στη μέση Απόδοση επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Το εν λόγω μέτρο υπολογίζεται ως τα κέρδη εκμεταλλεύσεως μετά φόρων δια το κεφάλαιο αρχής έτους.

v) SPREAD: Μέση διαφορά μεταξύ του ROC και του κόστους κεφαλαίου.

vi) GROWTH: Αναφέρεται στο μέσο ποσοστό ετήσιας ανάπτυξης.

Το εξεταζόμενο δείγμα αποτέλεσαν 566 αμερικανικές επιχειρήσεις και είχε ως χαρακτηριστικό ότι μεταξύ των επιχειρήσεων υφίσταται «ανομοιομορφία» σε σχέση με τις μετοχικές αποδόσεις, την τιμή της EVA καθώς και τις τιμές των υπολοίπων λογιστικών μεγεθών.

Τα αποτελέσματα για το πρώτο ερευνηθέν ερώτημα (EVA και μετοχικές αποδόσεις) εμφάνισαν υψηλή συσχέτιση με όλες τις μεταβλητές της EVA γεγονός που ενισχύει τις απόψεις των υποστηρικτών της EVA. Στον αντίποδα για τη σχέση μεταξύ της απόδοσης (RETURN) και του EVAPS παρουσιάστηκε ένα  $R=0,449$ . Επομένως, μόνο ένα 20% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων εξηγείται από την EVA. Τα αποτελέσματα για τη μετοχική απόδοση είναι καλύτερα για το SPREAD που έχει τιμή ( $R=0,511$ ) η οποία είναι υψηλότερη. Επειδή τα μεγέθη SPREAD και ROC συνδέονται με τη σχέση  $SPREAD = ROC - \text{Κόστος Κεφαλαίου}$ , το ROC έχει την ίδια συμπεριφορά με το SPREAD όσον αφορά τις μετοχικές αποδόσεις. Οι ανωτέρω τέσσερις μεταβλητές μαζί δίνουν καλύτερη πληροφόρηση για την απόδοση των μετοχών συγκριτικά με αυτή που έχει καθένα εξ' αυτών χωριστά.

Τα αποτελέσματα για το δεύτερο ερευνηθέν ερώτημα (σχέση EVA και Λογιστικού Κέρδους<sup>43</sup>) παρουσιάστηκαν ως κάτωθι: Τα Λογιστικά μέτρα ερμηνεύουν το 36,5% της μεταβλητότητας των αποδόσεων. Η συσχέτιση των Λογιστικών μέτρων είναι: το EVAPS και το EPS παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συσχέτισης (0,849), το ROA και το SPREAD έχουν βαθμό συσχέτισης (0,694) και τέλος η συσχέτιση ROA και ROC είναι (0,706). Επομένως, οι ερευνητές αναζήτησαν κατά πόσο η EVA παρέχει επιπλέον πληροφόρηση χρήσιμη στην εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων που δεν περικλείεται

---

<sup>43</sup> Ως μέτρα Λογιστικού Κέρδους λήφθηκαν: Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA), Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) και Κέρδη ανά μετοχή (EPS).



στα Λογιστικά μέτρα. Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα της έρευνας τα επιμέρους στοιχεία που συνθέτουν την EVA αυξάνουν την πληροφόρηση που σχετίζεται με τις αποδόσεις πέραν αυτής των λογιστικών κερδών κατά 28%. Επισημαίνουν, όμως, ότι δεν αποτελεί πρόταση τους η αντικατάσταση των λογιστικών κερδών από την EVA.

Κλείνοντας, σχετικά με το τρίτο ερώτημα, αναφέρεται ότι τόσο το Υπολειμματικό Εισόδημα όσο και η EVA έχουν παρόμοια συσχέτιση με τις μετοχικές αποδόσεις. Ειδικότερα, οι μεταβλητές του Υπολειμματικού Εισοδήματος έχουν την ικανότητα να ερμηνεύουν το 41,4% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων. Τα άνωθεν εμπειρικά ευρήματα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι θα μπορούσαν οι επιχειρήσεις να επιτύχουν οφέλη με τη χρήση του Υπολειμματικού Εισοδήματος που έχει λιγότερο κόστος από την EVA λόγω της έλλειψης λογιστικών προσαρμογών στα μεγέθη των κερδών και του κεφαλαίου.

Οι Β-Η.Βao και D-Η.Βao (1998), χρησιμοποίησαν στην έρευνά τους δείγμα από 166 αμερικάνικες εταιρείες για τις χρονιές 1992 – 1993 προκειμένου να συγκρίνουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των Καθαρών Κερδών (Net Income), Υπερβαλλόντων Καθαρών Κερδών (Abnormal Economic Earnings)<sup>44</sup> και Value Added<sup>45</sup>. Οι συγγραφείς έκαναν χρήση τριών μοντέλων και έλαβαν ως εξαρτημένη μεταβλητή την αξία της επιχείρησης, την τιμή της μετοχής και τις μετοχικές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ότι το Value Added είναι το μόνο πάντα στατιστικά σημαντικό μέτρο απόδοσης με τη μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα. Αντιθέτως, για το abnormal economic earnings (EVA) τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά καθώς εμφανίζουν τη μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα (όπως τουλάχιστον παρουσιάζονται στο μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή την αξία της επιχείρησης) αλλά με αρνητικό πρόσημο. Το πρόσημο της EVA είναι θετικό στο μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή την τιμή της μετοχής αλλά έχει το μικρότερο R<sup>2</sup>. Στο τρίτο μοντέλο δηλαδή αυτό που έχει τη μετοχική απόδοση ως εξαρτημένη μεταβλητή οι συγγραφείς παρατηρούν ότι η EVA υπολείπεται και των καθαρών κερδών σε ότι αφορά τον έλεγχο σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου. Στην προσπάθεια αιτιολογίας των

---

<sup>44</sup> Abnormal Economic Earnings είναι ο ορισμός για το Economic Value Added σύμφωνα με τους συγγραφείς.

<sup>45</sup> Value Added σύμφωνα με τους συγγραφείς ορίζεται ως: οι Πωλήσεις – Κόστος Πωληθέντων - Αποσβέσεις.

αρνητικών αποτελεσμάτων οι συγγραφείς αναφέρουν ως αιτιολογία την έλλειψη γνώσης για τα οικονομετρικά χαρακτηριστικά των abnormal earnings.

Οι P. Peterson και D. Peterson (1996), χρησιμοποίησαν στην έρευνά τους δείγμα που περιλάμβανε 259 – 282 αμερικάνικες εταιρείες για τις χρονιές 1988 – 1992. Αντικείμενο της έρευνάς τους αποτελεί η σύγκριση των αναφερόμενων ως <<παραδοσιακών>> μέτρων αξιολόγησης όπως είναι το Return on Equity - ROE και το Return on Assets - ROA καθώς και μέτρων προστιθέμενης αξίας όπως για παράδειγμα είναι η Economic Value Added - EVA, η Market Value Added - MVA, Return on Capital - WACC, με τις αποδόσεις των μετοχών. Τα αποτελέσματα των ερευνητών έδειξαν ότι υφίσταται μικρή συσχέτιση της EVA με τις μετοχικές αποδόσεις, εξαιρουμένης της χρονιάς 1990. Αντίθετα, για την Market Value Added οι μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση. Σημειώνεται, σε σχέση με την MVA, ότι αποτελεί ένα μέτρο που είναι ευαίσθητο στο μέγεθος της επιχείρησης. Ως εξήγηση της ελλιπούς συσχέτισης που παρατηρείται μεταξύ των μέτρων προστιθέμενης αξίας και των μετοχικών αποδόσεων παρουσιάζεται η αδυναμία εξήγησης των γενικών μεταβολών της αγοράς. Επιπλέον, η EVA, η MVA και οι μετοχικές αποδόσεις δίνουν μη συμμετρική κατάταξη των επιχειρήσεων.

Οι Biddle, Bowen και Wallace (1997), στην μελέτη τους εξετάζουν τόσο το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο (relative information content) όσο και το επιπρόσθετο πληροφοριακού περιεχομένου (incremental information content). Ειδικότερα, στην έρευνα τέθηκαν τα εξής ερωτήματα προς διερεύνηση:

**i)** Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και το Υπολειμματικό Εισόδημα υπερέχουν έναντι των επονομαζόμενων «παραδοσιακών» μέτρων επίδοσης όπως είναι, επί παραδείγματι, τα Καθαρά Κέρδη.

**ii)** Η EVA και το RI αποτελούνται από στοιχεία που προσδίδουν επιπλέον πληροφόρηση για την ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων.

Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν δείγμα<sup>46</sup> που περιλάμβανε αμερικάνικες εταιρείες για τις χρονιές 1984 – 1993 και περιείχε τόσο τις εταιρείες που υιοθετούν την EVA όσο και εταιρείες που δεν την εφαρμόζουν.

Οι ερευνητές έλεγξαν το σχετικό και οριακό πληροφορικό περιεχόμενο<sup>47</sup> της Economic Value Added και το σύγκριναν με αυτό του μη Προσαρμοσμένου Υπολειμματικού Εισοδήματος (RI), των Κερδών προ Εκτάκτων Αποτελεσμάτων (Earnings Before Extraordinary Items) και τις χρηματοροές από οργανικές δραστηριότητες (Cash Flow from Operations). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα κέρδη προ εκτάκτων αποτελεσμάτων (EBEI) παρουσιάζουν μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα για τις μετοχικές αποδόσεις σε σύγκριση με την Economic Value Added ( $R^2 = 9\%$  έναντι  $5,1\%$ ) όπως και σε σύγκριση με το Υπολειμματικό Εισόδημα ( $6,2\%$ ) και τα Cash Flow from Operations ( $2,4\%$ ). Επιπλέον, εφαρμόζοντας διαφορετικούς συντελεστές στις θετικές και αρνητικές τιμές του κάθε μέτρου αποδοτικότητας βρίσκουν ότι παρόλο που τα  $R^2$  αυξάνουν η κατάταξη μένει η ίδια: με πρώτη την Economic Value Added με τιμή ( $6,5\%$ ), δεύτερο το Earnings Before Extraordinary Items με τιμή  $12,8\%$ , τρίτο το Residual Income με τιμή ( $7,32\%$ ) και τέταρτο το Cash Flow from Operations με τιμή ( $2,8\%$ ). Στη συνέχεια, οι συγγραφείς αναζητούν την επιπλέον πληροφόρηση (incremental information content test) της EVA σε σύγκριση με τα άλλα μέτρα κερδοφορίας που αναφερθήκαν ανωτέρω. Ο τρόπος που επιλέγουν είναι μέσω της αποσύνθεσης της EVA στις βασικές της συνιστώσες.

Για να εξετάσουν την επιπλέον πληροφόρηση που περιέχει η EVA σε σχέση με αυτή που προσφέρουν τα υπόλοιπα μέτρα αποδοτικότητας οι συγγραφείς «σπάνε» την EVA στα επιμέρους στοιχεία της και ελέγχουν τη στατιστική σημαντικότητα της κάθε μιας από αυτές.<sup>48</sup> Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνας τα CFO και τα Accruals παρέχουν μεγαλύτερη επίδραση στην εξήγηση της μεταβλητότητας των

---

<sup>46</sup> Το δείγμα περιλάμβανε συνολικά 6.174 παρατηρήσεις (εταιρείες επί αριθμό ετών).

<sup>47</sup> Η εκτίμηση του πληροφοριακού περιεχομένου έγινε με την εξίσωση  $D_t = b_0 + b_1 FEX_t/MVE_{t-1} + e_t$ , όπου:  $D_t$  = μη κανονικές αποδόσεις μετοχών για την περίοδο  $t$ ,  $FEX_t/MVE_{t-1}$  = το λάθος πρόβλεψης (μη αναμενόμενο) για κάποιο λογιστικό μέτρο  $X$ ,  $MVE_{t-1}$  = αγοραία αξία μετοχής της προηγούμενης περιόδου,  $e_t$  = διαταρακτικός όρος.

Για το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο χρησιμοποιήθηκε η εξίσωση:  $D_t = b_0 + b_1 X_t/MVE_{t-1} + b_2 X_{t-1}/MVE_{t-1} + b_3 Y_t/MVE_{t-1} + b_4 Y_{t-1}/MVE_{t-1} + e_t$ .

<sup>48</sup> Συγκεκριμένα, ορίζουν την EVA ως εξής:  $EVA = CFO$  (Cash flow from operations) + Accruals [Λειτουργικά έσοδα - Cash flow from operations] + ATInt [χρεωστικοί τόκοι μετά φόρων] - CapChg (WACC\*capital) + AcctAdj (Λογιστ. Μετατροπές στα λειτουργικά κέρδη) - (WACC\*Λογιστικές Μετατροπές στο κεφάλαιο).

μετοχικών αποδόσεων. Τα υπόλοιπα στοιχεία που συνθέτουν την EVA δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική συνεισφορά στην εξήγηση της μεταβλητότητας. Οι συγγραφείς διευρύνουν την έρευνά τους στο πεδίο των αμοιβών των manager όπου βρίσκουν στενή συσχέτιση μεταξύ EVA και των αμοιβών των διοικητικών στελεχών. Περαιτέρω, επεκτείνοντας ακόμη την έρευνά τους χρησιμοποιούν την αγοραία αξία ως εξαρτημένη μεταβλητή και βρίσκουν παρόμοια αποτελέσματα. Δηλαδή, βρίσκουν ότι τα κέρδη προ εκτάκτων αποτελεσμάτων υπερτερούν πάλι της EVA ( $R^2$ : EVA (50%), EBEI (53%), NOPAT (49%)).

Οι ερευνητές αναζήτησαν τις αιτιολογίες για τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους μελέτης, που δεν είναι υποστηρικτική της EVA, καταλήγοντας στα κάτωθι:

- i)** Τα δεδομένα που επεξεργάστηκαν δεν αποτελούν προβλέψεις ή μελλοντικές ροές αλλά είναι πραγματικά. Όμως, η μετοχική αποτίμηση είναι μια διαδικασία που συνδέεται με τις μελλοντικές ταμειακές ροές που είναι προεξοφλημένες σε όρους παρούσας αξίας. Επομένως, η θεώρηση της πραγματοποιηθείσας EVA αντί της αναμενόμενης μπορεί να μην υπερισχύει των πραγματοποιηθέντων κερδών στην εξήγηση των μελλοντικών ταμειακών ροών από μερίσματα.
- ii)** Η συγκέντρωση όλων των απαραίτητων δεδομένων υπολογισμού της EVA είναι επίπονη ενώ αυτά δεν είναι εύκολα προσβάσιμα εκτός του στενού κύκλου των ενδιαφερομένων της επιχείρησης.
- iii)** Τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων της εταιρείας Stern Stewart & Co και αφορούν την κεφαλαιακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων και τις λογιστικές προσαρμογές. Ενδεχομένως να υπολείπονται σε σχέση με αυτά που χρησιμοποιεί η εταιρεία για τους δικούς της πελάτες.
- iv)** Στην μελέτη των Biddle et al, εκ των βασικών υποθέσεων αποτελεί η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς μετρίου βαθμού. Στην πράξη όμως η αγορά μπορεί να αδυνατεί να αναγνωρίσει τα οφέλη της EVA σύμφωνα με τη θεωρία της «μυωπικής αγοράς».

Οι Lehn & Makhija (1997), ερεύνησαν το βαθμό συσχέτισης ανάμεσα στις διαφορετικές μεθόδους μέτρησης αποδοτικότητας και τις μετοχικές αποδόσεις. Επίσης, εξέτασαν τον τρόπο που η αγορά εργασίας αξιολογεί τα διευθυντικά στελέχη (CEOs). Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 452 μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις από τις οποίες αντλήθηκαν τα αναγκαία στοιχεία για τις χρονιές 1985 – 1994. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η EVA και η MVA είναι στατιστικά σημαντικά συσχετισμένες με τις τιμές των μετοχών. Αντίθετα διαπιστώθηκε αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση της εταιρείας όπως αυτή εκφράζεται από την EVA και MVA και τις απολαβές των CEOs. Αυτό σημαίνει ότι όσο χαμηλότερη EVA και MVA παρουσιάζει μια εταιρεία τόσο μεγαλύτερη πιθανότητα για αυξημένες διευθυντικές αποζημιώσεις. Το ίδιο δεν συμβαίνει με τις παραδοσιακές λογιστικές μεθόδους όπου δεν υφίσταται ξεκάθαρη συσχέτιση με τις διευθυντικές αποζημιώσεις.

Επιπροσθέτως, οι Lehn and Makhija χώρισαν τις εταιρείες σε εκείνες που εστιάζουν σε μία κύρια δραστηριότητα και σε αυτές που διαφοροποιούνται και λειτουργούν σε μεγαλύτερα σχήματα π.χ. ομίλους επιχειρήσεων, προσδοκώντας τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας. Τα αποτελέσματα «δικαίωσαν» τις εταιρείες που επικεντρώνονται σε μία δραστηριότητα οι οποίες κατά μέσο όρο εμφανίζουν απόδοση μετοχών 31,2% σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις με χαμηλότερο βαθμό συγκέντρωσης που εμφανίζουν περίπου 25% απόδοση μετοχών.

Εν κατακλείδι, αναφέρεται ότι τόσο η EVA όσο και η MVA ενσωματώνουν σημαντική πληροφόρηση που είναι χρήσιμη για τις στρατηγικές αποφάσεις που λαμβάνει η εταιρεία.

Ο Machuga et al. (2002), ερεύνησε κατά πόσο η Economic Value Added θα μπορούσε να αποτελέσει δείκτη για την πρόβλεψη των μελλοντικών μετοχικών αποδόσεων. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλάμβανε ετήσια δεδομένα για 6.391 Αμερικανικές εταιρείες. Καταλήγοντας, προέκυψε ότι κατά την εξέταση της σχέσης ανάμεσα στις λογιστικές μετατροπές της EVA και των μελλοντικών EPS (earnings per share) υφίσταται επιπρόσθετο (incremental) πληροφορικό περιεχόμενο στην ερμηνεία των μεταβολών των μελλοντικών κερδών σε σύγκριση με αυτό των ταμειακών ροών και των accrual components of earnings<sup>49</sup>. Πιθανή ερμηνεία των αποτελεσμάτων είναι

---

<sup>49</sup> Αναφέρεται στα επιμέρους συστατικά των Κερδών.

ότι οι αναλυτές δεν ήταν πλήρως εξοικειωμένοι με την EVA αλλά δύσπιστοι ως προς την ικανότητά της να προβλέπει την μελλοντική απόδοση των εταιρειών.

Οι Worthington και West (2004), ερευνήσαν δύο στενά συνδεδεμένα ερωτήματα. Το πρώτο αφορά τον έλεγχο της υπεροχής της EVA έναντι του Residual Income και των συμβατικών λογιστικών μεθόδων. Το δεύτερο εμπειρικό ερώτημα αφορά τα ιδιαίτερα συστατικά της EVA που επιτρέπουν την εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει τις 110 μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις της Αυστραλίας (εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα) για τις χρονιές 1992 – 1998. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν για το πρώτο ερώτημα, σε ότι αφορά το σχετικό (relative) πληροφοριακό περιεχόμενο για την περίοδο 1992 – 1998, ότι ένα ποσοστό 27% της μεταβολής των μετοχικών αποδόσεων εξηγείται από την EVA ή τα άλλα λογιστικά μέτρα κερδοφορίας. Στο δεύτερο ερώτημα χρησιμοποιήθηκαν τα συστατικά της EVA ως επεξηγηματικές μεταβλητές στη παλινδρόμηση με την EVA. Από τα ευρήματα προέκυψε ότι οι λογιστικές μετατροπές στην EVA βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές στην εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων.

Medeiros (2005), σκοπός της μελέτης είναι η εμπειρική διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στην EVA μιας επιχείρησης και την MVA, όπως αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής ή στην απόδοση της μετοχής. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει επιχειρήσεις από την Βραζιλία για χρονική περίοδο τεσσάρων ετών (1996 – 1999). Παρ' όλο που το δείγμα των επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκε ήταν σχετικά μικρό το εγχείρημα της έρευνας απέδωσε. Ειδικότερα, βρέθηκε ότι οι μετοχικές αποδόσεις επηρεάζονται από την συμπεριφορά της EVA τα προηγούμενα χρόνια.

Ismail (2006), σκοπός της μελέτης είναι η εξέταση του ισχυρισμού ότι η Economic Value Added υπερέχει έναντι των υπολοίπων μέτρων αποδοτικότητας. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 2.252 επιχειρήσεις και αποτελείται από ετήσια δεδομένα προερχόμενα από το Ηνωμένο Βασίλειο. Στα δεδομένα αυτά εφαρμόστηκε παλινδρόμηση για panel data προκειμένου να εξετασθεί το σχετικό (relative) και το επιπρόσθετο (incremental) πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA καθώς και των άλλων λογιστικών μέτρων (π.χ. Καθαρά Κέρδη). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (net operating profit after tax) και το Καθαρό Εισόδημα (net income) υπερέχουν της EVA και του Residual Income στην ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων. Επιπρόσθετα, βρέθηκε ότι τα δεδουλευμένα

έσοδα και οι λειτουργικές ταμειακές ροές παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικό επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο. Επιπλέον, διαπιστώθηκε, ότι οι λογιστικές μετατροπές της EVA έχουν μικρότερη συνεισφορά στην εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων. Καταλήγοντας, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι και άλλες μεταβλητές πρέπει να ληφθούν υπόψη προκειμένου να ερμηνευθεί το ανεξήγητο κομμάτι στις μεταβολές των μετοχών.

Οι Kyriazis και Anastassis (2007), μελέτησαν το σχετικό (relative) πληροφορικό περιεχόμενο της Economic Value Added βάσει των μετοχικών αποδόσεων και της αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων συγκρινόμενο με αυτό των λογιστικών μέτρων (net income, operating income). Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 121 επιχειρήσεις (εξαιρούμενες αυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα) για τα έτη 1996 – 2003. Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου, εμφανίζει το Υπολειμματικό Εισόδημα ως την – οριακά – περισσότερο συσχετισμένη με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις μεταβλητή. Σε γενικές γραμμές, υποστηρίζεται ότι τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα είναι οι μεταβλητές με την μεγαλύτερη σχέση με την πραγματική αξία της επιχείρησης (value relevance) – όπως αυτή μετράται από τις μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις. Για την EVA αντίθετα το επιπλέον πληροφοριακό περιεχόμενο φαίνεται να εξαντλείται στην Κεφαλαιακή Χρέωση – στοιχείο που περιλαμβάνεται και στο Υπολειμματικό Εισόδημα, ενώ οι υπόλοιπες προσαρμογές της Stern Stewart δεν προσφέρουν επιπλέον πληροφόρηση. Σε κάποιες περιπτώσεις, ενδεχομένως, οι λογιστικές τροποποιήσεις που εφαρμόζει η EVA να αφιερώνουν πληροφόρηση χρήσιμη για την αγορά δημιουργώντας ένα μέτρο κερδοφορίας με μικρότερο value relevance από τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Τέλος, τα Καθαρά Κέρδη παρουσιάζονται ως η μεταβλητή με το μικρότερο πληροφοριακό περιεχόμενο, γεγονός που υπονοεί ότι η αγορά δίνει μεγαλύτερη σημασία στη λειτουργική αποτελεσματικότητα της εταιρείας παρά στην καθαρή της κερδοφορία. Σε ότι αφορά την Προστιθέμενη Αξία της Αγοράς (MVA) οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι ισχυρισμοί της Stern Stewart ότι η EVA αποτελεί το πιο στενά συσχετισμένο με την Προστιθέμενη Αξία Αγοράς μέτρο κερδοφορίας δεν μπορούν να υποστηριχθούν από τα ελληνικά δεδομένα.

Οι Bacidore, Boquist, Milbourn και Thakor (1997), στην έρευνά τους συγκρίνουν την Economic Value Added με την τροποποιημένη εκδοχή της που ονομάζεται Refined Economic Value Added (REVA). Η διαφορά είναι ότι ο υπολογισμός της REVA

γίνεται με τρέχουσες (αγοραίες) αξίες σε αντίθεση με τη χρήση των προσαρμοσμένων λογιστικών αξιών εκ μέρους της EVA. Στα αποτελέσματά τους παρουσιάζεται η REVA να υπερέχει σε ότι αφορά τη συσχέτισή της με τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις σε σύγκριση με την EVA ( $R^2 = 3,93\%$  έναντι  $1,14\%$ ). Εν συνεχεία, χρησιμοποιούν την REVA και την EVA μαζί στην παλινδρόμηση (διαιρεμένα με την αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου), ως επεξηγηματικές μεταβλητές των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Όπως προκύπτει η REVA έχει θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή ενώ, αντίθετα, η EVA αρνητικό. Άρα η REVA κατά τους συγγραφείς έχει πληροφοριακό περιεχόμενο που δεν περιλαμβάνεται στην EVA. Επιπροσθέτως, προβαίνουν και σε μη παραμετρικούς ελέγχους της προβλεπτικής ικανότητας όπου η REVA πάλι παρουσιάζεται ανώτερη της EVA. Ειδικότερα, από τις επιχειρήσεις με θετική EVA το  $68,05\%$  είχαν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις και από τις επιχειρήσεις με αρνητική EVA το  $56,01\%$  είχαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για την REVA το  $77,22\%$  των επιχειρήσεων με θετική REVA είχαν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις και το  $58,48\%$  με αρνητική REVA είχαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Επεκτείνοντας την έρευνα τους, κατασκεύασαν 2 χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από τις 25 καλύτερες εταιρείες με βάση την EVA και την REVA. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το βασισμένο στην REVA χαρτοφυλάκιο είχε  $1,2\%$  υψηλότερη απόδοση για την περίοδο 1988 - 1992.

Kleiman (1999), αντικείμενο της έρευνάς είναι κατά πόσο οι εταιρείες που έχουν υιοθετήσει την Economic Value Added παρουσιάζουν βελτιωμένη χρηματιστηριακή απόδοση η οποία είναι συνεπής με την αύξηση της λειτουργικής αποδοτικότητας της επιχείρησης. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από 71 Αμερικάνικες εταιρείες οι οποίες εφάρμοσαν την EVA ως μέτρο αξιολόγησης και σαν βάση αμοιβών από το 1987 ως το 1996. Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ότι στην 3ετή περίοδο μετά την υιοθέτησή της, οι «EVA companies - adopters» έχουν υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις από παρόμοιες «non - EVA companies» (non-adopters). Επεκτείνοντας την έρευνά του, ο συγγραφέας ασχολήθηκε και με τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης όπου αναφέρει ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων αυξάνεται για τις <sup>50</sup>EVA companies όπως αυξάνει και η χρηματοοικονομική μόχλευση. Επιπλέον,

---

<sup>50</sup> Cash Conversion Cycle: ο κύκλος ταμειακής μετατροπής ορίζεται το άθροισμα της περιόδου μετατροπής των αποθεμάτων σε πωλήσεις συν την περίοδο είσπραξης απαιτήσεων μείον την περίοδο αναβολής των πληρωμών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.



διαπιστώνει ελλιπή στοιχεία για τη μείωση της κεφαλαιακής δαπάνης ενώ βρίσκει αύξηση του λειτουργικού περιθωρίου (προ αποσβέσεων) και των λειτουργικών κερδών ανά εργαζόμενο.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα), που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Athanassakos	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Οι εταιρείες με καλύτερες επιδόσεις στη χρηματιστηριακή αγορά είχαν υψηλότερη πιθανότητα χρήσης της EVA.	Management Decision
2	B-H.Bao & D-H.Bao	1998	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εξέταση του πληροφοριακού περιεχομένου της EVA.	Journal of Business Finance and Accounting
3	Bacidore et al.	1997	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η EVA αποδίδει αρκετά καλά, όσον αφορά τη συσχέτισή της με τη δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων, αλλά η REVA είναι θεωρητικά ανώτερη.	Financial Analysts
4	Biddle et al.	1997	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Τα κέρδη υπερτερούν της EVA στην εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων.	Journal of Accounting Economics

5	Biddle et al.	1998	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Οι διευθυντές ανταποκρίνονται στα κίνητρα της EVA.	Managerial Finance
6	Biddle et al.	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Παρουσιάζονται αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τα προβαλλόμενα πλεονεκτήματα της EVA.	Journal of Applied Corporate Finance
7	Brabazon & Sweeney	1998	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Descriptive	Εξηγείται η διαφορά μεταξύ της EVA και του Υπολειμματικού Εισοδήματος με τη χρήση παραδείγματος.	Accountancy Ireland
8	Brewer et al.	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Conceptual	Εξηγούνται οι χρήσεις και οι περιορισμοί της EVA για τους διαχειριστές.	Advanced Management Journal
9	Brown & Pierce	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Το σύνολο των δεδομένων του Ηνωμένου Βασιλείου παρουσιάζει παρόμοια χαρακτηριστικά με τα εμπειρικά στοιχεία στις ΗΠΑ.	The Management Accounting Research Conference, London
10	Chen & Dodd	1997	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Οι παλινδρομήσεις του Λειτουργικού Εισοδήματος παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα από αυτές του Υπολειμματικού Εισοδήματος & της EVA.	Unpublished Working paper

11	Chen & Dodd	1997	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Παρουσιάζονται εμπειρικά δεδομένα αναφορικά με την ανωτερότητα της EVA.	Journal of Management Issues
12	Cordeiro & Kent	2001	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της υιοθέτησης της EVA και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.	American Business Review
13	Dodd & Chen	1996	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Descriptive	Τα συμφέροντα της διοίκησης και των κατόχων μετοχών ευθυγραμμίζονται με την υιοθέτηση της EVA.	Unpublished Working paper
14	Erasmus	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Τα κέρδη έχουν τη μεγαλύτερη σχέση με τις αποδόσεις μετοχών.	Management Dynamics
15	Erdogan et al.	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Μοντέλο Οικονομικού Κέρδους και σύγκριση με την EVA.	Russian and East European Finance & Trade
16	Farsio et al.	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η EVA δεν αποτελεί καλό δείκτη απόδοσης των μετοχών.	The Financier
17	Ferguson	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Μελέτη της σχέσης EVA και MVA.	The Journal of Investing
18	Ferguson et al.	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Μεθοδολογία μελέτης συμβάντων για την εμπειρική διερεύνηση των εταιρειών που υιοθετούν την EVA σε σχέση με αυτές που δεν την υιοθετούν.	Financial Analyst Journal

19	Garvey & Milbourn	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εμπειρική εκτίμηση της προστιθέμενης αξίας της EVA για την επιχείρηση και τη βιομηχανία.	Journal of Accounting Research
20	Griffith	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Επενδυτικές αποφάσεις και μέτρηση βάσει αξίας.	Journal of Applied Finance
21	Hall & Geysler	2004	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Διερεύνηση κατά πόσο η EVA παρέχει πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τη δημιουργία πλούτου και την κερδοφορία.	Unpublished Working paper
22	Ho et al.	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εταιρείες του Διαδικτύου και υπεροχή της EVA.	Unpublished Working paper
23	Ismail	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου σχετικά με τη συσχέτιση της απόδοσης των μετοχών και της EVA.	Journal of Managerial Finance
24	Issham et al.	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των εταιρειών και της EVA.	Online
25	Issham Ismail	2015	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η μελέτη αυτή αποκαλύπτει ότι η EVA ανά μετοχή έχει καλύτερη σχέση με την απόδοση των μετοχών από τα παραδοσιακά εργαλεία.	African Journal of Business Management

26	Jambulingam	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Ανάλυση της χρησιμοποίησης της EVA και της σχετικής απόδοσης των φαρμακευτικών εταιρειών.	Review of Quantitative Finance and Accounting
27	Jelena Stankevičienė & Tatjana Sviderskė	2010	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η εφαρμογή του BSC μέσω της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) οδήγησε στην αύξηση της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο της αναλυτικής ιεραρχικής επεξεργασίας (AHP).	Business and Management
28	Kleiman	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε μετά την υιοθέτηση της EVA οι «EVA companies»(EVA adopters) έχουν υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις από παρόμοιες «non-EVA companies» (non-adopters).	Journal of Applied Corporate Finance.
29	Kyriazis & Anastassis	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Τα καθαρά έσοδα και τα καθαρά λειτουργικά έσοδα φαίνεται να έχουν μεγαλύτερη αξία από την EVA.	European Financial Management
30	Lovata & Costigan	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Παροχή στοιχείων σχετικά με τις συστηματικές διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν EVA και αυτών που δεν χρησιμοποιούν EVA.	Management Accounting Research

31	Machuga et al.	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Νέα προσέγγιση για την αξιολόγηση της σχετικής απόδοσης των κερδών και της EVA.	Review of Finance and Accounting
32	Maditinos et al.	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου έδειξε ότι οι αποδόσεις των μετοχών είναι περισσότερο συσχετισμένες με το EPS από την EVA.	The Internatioal Conference: Innovation, Entrepreneurship, and Competitiveness in Balkan and Black Sea Countries, Kavala, Greece.
33	Mansoor Maitah, Nayif Saleem, Karel Malec, Mohammed Boubaker & Shreen Gouda	2015	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η μελέτη εξετάζει τη σχέση μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και των τιμών των μετοχών.	Asian Social Science
34	Martin et al.	2003	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Conceptual	Θεωρητικές βάσεις του Υπολειμματικού Εισοδήματος ως εργαλείου για την αξιολόγηση της απόδοσης της επιχείρησης.	Online
35	Medeiros	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η υπόθεση ότι η EVA επηρεάζει τις αποδόσεις των αποθεμάτων, ελέγχεται μέσω γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση εναλλακτικών μοντέλων στο βραζιλιάνικο χρηματιστήριο.	Online

36	Misra & Kanwal	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εμπειρική ανάλυση της EVA και των μετοχικών αποδόσεων στις ινδικές εταιρείες.	Icfai University Journal of Industrial Economics
37	Misra & Kanwal	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η EVA είναι η πιο σημαντική επεξηγηματική μεταβλητή στην επεξήγηση της διακύμανσης της Προστιθέμενης Αξίας της Αγοράς.	Journal of International Business and Economics
38	Mohammad Abdel Mohsen Al-Afeef	2017	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η μελέτη αυτή έχει δύο κύριους στόχους. 1) Εξέταση της σχέσης μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και της αξίας των μετόχων που δημιουργήθηκε (CSV) στις δημόσιες βιομηχανικές επιχειρήσεις της Ιορδανίας (JPIF) σε σύγκριση με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), κατά την περίοδο 2011-2015. 2) Η αντιμετώπιση της πιθανής υπεροχής της EVA από το ROA εξηγώντας τις αλλαγές στο CSV για τις JPIF.	International Journal of Business and Management

39	Nappi-Choulet et al.	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Οι πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων μπορεί να καθοδηγούνται από τη συμπεριφορά μεγιστοποίησης της αξίας.	Paper Presented at the Dauphine Read Estate Workshop, Paris-Dauphine University, France.
40	Palliam	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η EVA ως εργαλείο για την αποτίμηση των επενδύσεων.	Review of Accounting and Finance
41	Pandey	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εξετάζονται εμπειρικά η κερδοφορία και η ανάπτυξη ως οδηγοί της αξίας των μετόχων.	Unpublished Working paper
42	Paulo	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Descriptive	Συνάφεια της EVA και των λογιστικών πληροφοριών.	Journal of Managerial Issues
43	P. Peterson και D. Peterson	1996	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Τα αποτελέσματα των ερευνητών έδειξαν ότι υφίσταται μικρή συσχέτιση της EVA με τις μετοχικές αποδόσεις.	The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville
44	Rafrini Amyulianthy, Elsa K.Ritonga	2016	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει την επίδραση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και της Απόδοσης ανά Μετοχή (EPS) στις μετοχικές αποδόσεις.	International Journal of Business and Management Invention



45	Ritesh Patel	2012	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Descriptive	Στόχος της μελέτης αυτής ήταν να προσδιορίσει την αξία των μετόχων (σε όρους Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας) επιλεγμένων τραπεζών του ιδιωτικού τομέα κατά την τελευταία πενταετία.	International Journal of Contemporary Business Studies
46	Stoyu I. Ivanov, Kenneth Leong, Janis K. Zaima	2014	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Εξετάζει τις επιχειρήσεις με αρνητική EVA και την επίδρασή τους, στις μελλοντικές μετοχικές αποδόσεις.	The International Journal of Business and Finance Research
47	Taufik et al.	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η EVA είναι ανώτερη από τα ROE & ROA στην εξήγηση των αποδόσεων των τραπεζών.	Paper Presented at the 10th MFA Conference on Strengthening malaysia's Position asaVibrant, Innovative and Competitive Financial Hub, Kuching, Sarawak.
48	Tian et al.	2003	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η αρνητική EVA και ο αρνητικός εκτιμώμενος συντελεστής EVA στις εισηγμένες εταιρείες του Χονγκ Κονγκ .	Paper Presented in the International Congress on Modelling and Simulation

49	Tortella & Brusco	2003	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η υιοθέτηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) έχει θετικές επιπτώσεις σε διάφορες μεταβλητές.	Advances in Accounting
50	Umair Ali Khan, Abdur Rahman Aleemi and Muhammad Azeem Qureshi	2016	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Η μελέτη αυτή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η EVA δεν έχει αποδειχθεί ανώτερο μέτρο απόδοσης σε σύγκριση με άλλα λογιστικά μέτρα.	City University Research Journal
51	Verma	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Οι τράπεζες πρέπει πάντα να προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων.	Paper Presented at The Capital Markets Conference, UTI Institute of Capital Markets, Mumbai.
52	Wet & Hall	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Υπογραμμίζει τη σημασία των Οικονομικών Κερδών (EVA) και των μακροπρόθεσμων επιπτώσεών τους στην MVA.	South African Journal of Economic and Management Science
53	Wong	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Exploratory cross-sectional	Η πλειοψηφία των εταιρειών δεν επιτυγχάνει το στόχο της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.	Online
54	Worthington & West	2004	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών	Empirical	Αποδεικτικά στοιχεία από την Αυστραλία δείχνουν ότι η EVA είναι σημαντική στην εξήγηση των αποδόσεων των μετοχών.	Australian Journal of Management

**Πίνακας 5: 4.2.1.:** Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ Economic Value Added και Απόδοσης των μετοχών (EVA and stock returns).

Εν κατακλείδι, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη σχέση της EVA και της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων αναλύθηκαν 14 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 40.

#### **4.2.2. Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών αφορά μελέτες σχετικά με τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ Economic Value Added (EVA) και Market Value Added (MVA) των εταιρειών. Η μεταβλητή MVA είναι ουσιαστικά η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης και των επενδεδυμένων κεφαλαίων και αποτελεί ένα μέτρο της αξίας που δημιουργεί κάθε χρόνο η επιχείρηση. Οι έρευνες εξετάζουν, κατά κύριο λόγο, τον ισχυρισμό της Stern Stewart ότι η EVA είναι πιο στενά συσχετισμένη με την αξία που «προσθέτει» κάθε χρόνο η επιχείρηση στη λογιστική αξία των κεφαλαίων της. Επιπρόσθετα, πραγματοποιούνται συγκρίσεις που αφορούν τη συσχέτιση της MVA με άλλα μέτρα κερδοφορίας όπως είναι, επί παραδείγματι, τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη, και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Επιγραμματικά, κάποια επιπλέον θέματα που καλύπτονται είναι: η χρήση της EVA ως μεταβλητής για την MVA, εταιρική απόδοση και MVA, αναλύσεις ανά κλάδο επιχειρήσεων, οδηγοί αξίας, κ.α.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με τη σχέση EVA και Market Value Added. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

### Αντιπροσωπευτικές μελέτες:

Ο Stewart (1995), ασχολήθηκε εκτενώς με τη σχέση μεταξύ Economic Value Added (EVA) και Market Value Added (MVA). Ειδικότερα, ο ερευνητής ισχυρίστηκε ότι τα κάθε είδους χρησιμοποιούμενα μέτρα εταιρικής απόδοσης όπως τα Καθαρά Κέρδη, οι μεταβολές στα Κέρδη, τα μερίσματα, η Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), η Απόδοση του Ενεργητικού (ROA) υστερούν έναντι της EVA. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών του, οι μεταβολές στην αγοραία αξία των εταιρειών του δείγματος εμφάνισαν χαμηλή συσχέτιση με τα προαναφερθέντα λογιστικά μέτρα. Ο δείκτης  $R^2$ , που εκφράζει τη σχέση μεταξύ των MVA και των ανεξάρτητων μεταβλητών, είχε τιμές μεταξύ 9% και 25%, ενώ το  $R^2$  για τη σχέση EVA και MVA ανερχόταν σε 50%. Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα δίδονται ως κάτωθι:

Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ MARKET VALUE ADDED ΜΕ ΑΛΛΑ ΜΕΤΡΑ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΩΝ STEWART	
Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	50%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	25%
Αύξηση Ταμειακών Ροών	22%
Αύξηση Κερδών ανά Μετοχή	18%
Αύξηση Ενεργητικού	18%
Αύξηση Μερισμάτων	16%
Αύξηση Κύκλου Εργασιών	9%

**Πίνακας 6: 4.2.2.:** Συσχέτιση MVA με άλλα μέτρα κερδοφορίας κατά των Stewart, Πηγή (Stern J. et. al., 1995).

Ο O'Byrne (1996), χρησιμοποίησε δείγμα από αμερικανικές επιχειρήσεις για τη χρονική περίοδο 1985 - 1993 και συνολικά συγκέντρωσε 6.551 παρατηρήσεις (αριθμός εταιρειών επί τα εξεταζόμενα έτη). Σκοπός ήταν η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της αξίας της επιχείρησης προς το επενδεδυμένο κεφάλαιο ως εξαρτημένη μεταβλητή και ως επεξηγηματικές – ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι EVA/WACC, Free Cash Flow/Capital και NOPAT/Capital. Στα ευρήματα της εμπειρικής μελέτης

παρουσιάζεται το  $R^2$  ίσο με 31% στην παλινδρόμησή του με την EVA και 33% για την εξίσωση που σρησιμοποεί το NOPAT. Αντίθετα, το FCF παρουσιάζεται αρνητικά συσχετισμένο με την αξία της επιχείρησης. Κατά την εκτίμηση του μοντέλου NOPAT/Capital με μηδενικό σταθερό όρο βρίσκει το προσαρμοσμένο  $R^2$  να έχει τιμή 17%. Στη συνέχεια προσαρμόζει την εξίσωση για το EVA/WACC και επιτρέπει διαφορετικούς συντελεστές τόσο για τα θετικά όσο και για τα αρνητικά EVA. Επίσης προσθέτει όρο για το φυσικό λογάριθμο του κεφαλαίου και ψευδομεταβλητή που περιλαμβάνει πιθανές κλαδικές ιδιαιτερότητες. Το αποτέλεσμα είναι ένα  $R^2$  ίσο με 56%. Εν κατακλείδι, ο συγγραφέας είναι υποστηρικτικός ως προς την ικανότητα της Economic Value Added στην ερμηνεία της αξίας της επιχείρησης αφού εφαρμοστούν πρώτα οι απαραίτητες προσαρμογές. Καταλήγει, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι η EVA με τις κατάλληλες προσαρμογές εξηγεί πολύ καλύτερα από τα Λειτουργικά Κέρδη την αξία της επιχείρησης.

Ο Fernandez (2001), εξέτασε τη συσχέτιση μεταξύ της Economic Value Added και της Market Value Added. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα από 582 αμερικανικές επιχειρήσεις για τα έτη 1987 - 1997. Τα αποτελέσματα της μελέτης του έδειξαν ότι για τις 296 επιχειρήσεις, οι μεταβολές στα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά Φόρων (NOPAT) παρουσιάζουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις μεταβολές του MVA, αντίθετα για τις 210 εταιρείες, η συσχέτιση μεταξύ μεταβολών EVA και MVA δεν παρουσιάζεται θετική. Επεκτείνοντας την έρευνα σε ένα δείγμα 28 ισπανικών εταιρειών για το έτος 1997, ο συγγραφέας αναφέρει ότι η συσχέτιση μεταξύ του Shareholder Value Created <sup>51</sup> και EVA είναι στις περισσότερες περιπτώσεις αρνητική. Επιπροσθέτως, συγκρίνει το επίπεδο των επιτοκίων με τα μεγέθη της EVA, του ROE, του Οικονομικού Κέρδους – Residual Income ως προς τη συσχέτισή τους με τις (πραγματικές) μετοχικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματά έδειξαν ότι κατά μέσο όρο η EVA είναι περισσότερη συνδεδεμένη με τις μετοχικές αποδόσεις από το ROE, όμως, η EVA υπολείπεται του Υπολειμματικού Εισοδήματος και των μεταβολών των επιτοκίων.

Kramer J. K. & Pushner G. (1997), οι συγγραφείς πραγματοποίησαν βιβλιογραφική ανασκόπηση αναφορικά με την EVA και βρήκαν περιορισμένη

---

<sup>51</sup> Ο ερευνητής εκφράζει την πραγματική απόδοση των μετόχων (Shareholder Value Created) ως το γινόμενο της αγοραίας αξίας του μετοχικού κεφαλαίου επί τη διαφορά μεταξύ κόστους μετοχικού κεφαλαίου και μετοχικής απόδοσης.

υποστήριξη στην <<φήμη>> της EVA ως προς το πληροφοριακό της περιεχόμενο. Στην έρευνα αξιοποιήθηκε και πάλι η βάση δεδομένων Stern Stewart 1000 για την περίοδο 1982 - 1992. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι σε αντιδιαστολή με την MVA και NOPAT των εξεταζόμενων εταιρειών, που εμφάνισαν θετικό πρόσημο κατά την εξεταζόμενη περίοδο, η EVA είχε αρνητικές τιμές. Οι συγγραφείς αιτιολόγησαν το γεγονός στο ρόλο που έχει το κόστος του κεφαλαίου και οι προσδοκίες για υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στην EVA. Η εξέταση της παλινδρόμησης μεταξύ των MVA και EVA εμφάνισε υψηλό συντελεστή  $R^2$  (10%) αφήνοντας, όμως, μεγάλο μέρος της MVA χωρίς εξήγηση. Εν συνεχεία, η πραγματοποίηση παλινδρομήσεων με τη χρήση των lagged MVA και EVA εμφάνισε υπεροχή του Καθαρού Λειτουργικού Κέρδους μετά από Φόρους (NOPAT) έναντι της EVA στην ερμηνεία των μεταβολών της αγοραίας αξίας. Οι ερευνητές συμπεριέλαβαν στο μοντέλο της παλινδρόμησης τις μεταβολές της MVA και τις μεταβολές του NOPAT και της EVA. Τα αποτελέσματα εμφάνισαν θετική συσχέτιση μεταξύ μεταβολών MVA και μεταβολών NOPAT ενώ αντίθετα οι μεταβολές στην EVA βρέθηκε ότι έχουν αρνητική συσχέτιση. Στην προσπάθεια τους να ερμηνεύσουν τα ανωτέρω προέβαλαν το επιχείρημα ότι ενδεχομένως η αγορά να αντιδρά με ευνοϊκό τρόπο στα κέρδη παρά στην EVA τουλάχιστον σε βραχυχρόνιο ορίζοντα. Συμπερασματικά, η εμπειρική μελέτη δεν έδειξε υπεροχή της EVA ως εργαλείου δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.

Η Peixoto (2002), χρησιμοποίησε δείγμα από 39 πορτογαλικές εταιρείες για την χρονική περίοδο 1995 - 1998. Τα αποτελέσματα έδειξαν οριακά μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο των Καθαρών Κερδών (NI) σε σχέση με την Economic Value Added (EVA) και τα Λειτουργικά Κέρδη (OP). Επεκτείνοντας την έρευνα χρησιμοποίησε μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή την αξία της επιχείρησης. Στο μοντέλο αυτό βρέθηκε ότι τα Λειτουργικά Κέρδη (OP) παρέχουν οριακά περισσότερη πληροφόρηση από την ήδη προσφερόμενη από την EVA, συγκεκριμένα το  $R^2$  αυξάνει κατά 5%. Αντίθετα, η EVA παρέχει οριακά περισσότερη πληροφόρηση σε αυτή που ήδη εμπεριέχει το NI και συγκεκριμένα το  $R^2$  αυξάνει κατά 1%. Επιπλέον, η συγγραφέας χρησιμοποίησε ένα δεύτερο μοντέλο για να ελέγξει τη σύνδεση της MVA και υπολοίπων μέτρων μέτρησης απόδοσης. Τα ευρήματα αποκάλυψαν στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την EVA και το υψηλότερο  $R^2$  με τιμή ίση με 72,01%. Η μειωμένη συσχέτιση μεταξύ της EVA και equity market value αποδίδεται κατά την συγγραφέα στους εξής λόγους:

- α) η αγορά χρησιμοποιεί ενδεχομένως διαφορετικές εκτιμήσεις για το κόστος κεφαλαίου,
- β) στη δυσκολία του μοντέλου να ενσωματώσει τις αναμενόμενες EVA όπως αυτές απεικονίζονται στις τωρινές τιμές,
- γ) και τέλος στην πιθανότητα η αγορά να παρέλειψε υπολογισμούς αναφορικά με την EVA στην αποτίμησή της για τη συγκεκριμένη περίοδο.

Παρ' όλο αυτά, η παρουσιαζόμενη υψηλή συσχέτιση μεταξύ της EVA και της MVA οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η EVA μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο μέτρο αξιολόγησης όταν στόχος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων.

Uyemura et al (1996), χρησιμοποίησε δείγμα από τις 100 μεγαλύτερες αμερικανικές τράπεζες για περίοδο δέκα ετών από το 1986 έως το 1995 προκειμένου για τον υπολογισμό της MVA, τον έλεγχο της συσχέτισης με την EVA, καθώς και με τα τέσσερα άλλα λογιστικά μέτρα, ήτοι το Καθαρό Εισόδημα, το EPS, το ROE και το ROA. Τα αποτελέσματα της ανάλυσής τους παρατίθενται ως κάτωθι:

ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕ ΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	
Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	40%
Απόδοση Ενεργητικού	13%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	10%
Καθαρό Εισόδημα	8%
Κέρδη ανά Μετοχή	6%

**Πίνακας 7: 4.2.2.:** Συσχέτιση διαφορετικών μέτρων απόδοσης με τον πλούτο των μετόχων, Πηγή (Uyemura et al. (1996).

Η παραπάνω ανάλυση δείχνει σαφώς ότι η EVA είναι το μέτρο που συσχετίζεται καλύτερα με τη δημιουργία πλούτου προς όφελος των μετόχων. Σε μια εναλλακτική προσέγγιση όπου οι αλλαγές στα μέτρα απόδοσης αντισταθμίστηκαν έναντι της

τυποποιημένης MVA, τα αποτελέσματα δεν ήταν πολύ διαφορετικά. Η τυποποιημένη EVA (EVA διαιρούμενη με το κεφάλαιο) είχε και πάλι  $R^2$  (40%), ενώ για το ROA ήταν 25%, για το ROE ήταν 21%, για το Καθαρό Εισόδημα ήταν 3% και για το EPS ήταν 6%.

Milunovich και Tsuei (1996) διερεύνησαν τη συσχέτιση μεταξύ των πιο συχνά χρησιμοποιούμενων μέτρων επίδοσης συμπεριλαμβανομένων της EVA και της MVA για δείγμα που συμπεριλάμβανε εταιρείες των Η.Π.Α. και συγκεκριμένα του κλάδου της τεχνολογικής βιομηχανίας. Η χρονική περίοδος εξέτασης αφορά τα έτη 1990-1995. Αντίστοιχα με προηγούμενα και για λόγους συγκρισιμότητας παρατίθεται σχετικός πίνακας αποτελεσμάτων.

ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕ ΤΟΝ ΠΛΟΥΤΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	
Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	42%
Ανάπτυξη των Κερδών ανά Μετοχή	34%
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	29%
Μεταβολή Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	25%
Ελεύθερες Ταμειακές ροές	18%

**Πίνακας 8: 4.2.2.:** Συσχέτιση διαφορετικών μέτρων απόδοσης με τον πλούτο των μετόχων. Πηγή (Milunovich and Tsuei (1996).

Επομένως, αναλύοντας τον ανωτέρω πίνακα φαίνεται σαφώς ότι η EVA επέδειξε την καλύτερη συσχέτιση. Επιπλέον, όπως αναφέρεται, μια επιχείρηση που έχει τη δυνατότητα βελτίωσης της EVA μπορεί συνακόλουθα να αυξήσει και την MVA.

Επιπλέον, οι Milunovich και Tsuei (1996), υποστηρίζουν ότι η σχετικά αδύναμη συσχέτιση μεταξύ MVA και FCF οφείλεται στο γεγονός ότι η FCF μπορεί να αποτελέσει ένα παραπλανητικό δείκτη. Επισημαίνουν ότι μια ταχέως αναπτυσσόμενη εταιρεία που ανήκει στον τεχνολογικό κλάδο με θετικές προοπτικές, όσον αφορά την EVA, και μια ζημιογόνος εταιρεία στα πρόθυρα της πτώχευσης μπορεί να έχουν παρόμοια FCF.

Συμπερασματικά, κατέληξαν ότι η αύξηση των κερδών δεν αρκεί για να δημιουργήσει αξία εκτός αν η απόδοση είναι πάνω από το κόστος του κεφαλαίου.



Γενικότερη εκφράζουν την άποψη ότι η EVA θα μπορούσε να λειτουργήσει συμπληρωματικά με κάποιο άλλο μέτρο επίδοσης.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Aloy Niresh, J. & Alfred, M	2014	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Δεν υπάρχει ενδεικτική σχέση μεταξύ της EVA, της MVA και της μόχλευσης.	International Journal of Business and Management
2	Banerjee	2000	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εξετάζονται οι ισχυρισμοί του Stewart αναφορικά με την EVA.	The Journal for Decision Makers
3	Forker & Powell	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Χρήση μέτρων προβλεψιμότητας και μεταβλητότητας για την εμπειρική διερεύνηση της σχετικής ποιότητας του μέτρου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), της εταιρείας Stern Stewart, σε σύγκριση με άλλα μέτρα.	European Accounting Review

4	Fontaine et al.	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η EVA παρέχει οικονομικά χρήσιμες πληροφορίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πρόβλεψη διαχωρισμού χαρτοφυλακίων.	Journal of Finance and Accounting
5	Gandhi & Rajib	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η EVA μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως στρατηγική για την επίτευξη οργανωτικών στόχων.	The Icfai University Journal of Business Strategy
6	Ghanbari & More	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εμπειρικά δεδομένα που αφορούν την Ινδική αυτοκινητοβιομηχανία.	The Icfai University Journal of Business Strategy
7	Griffith	2004	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η EVA είναι χρήσιμη για προβλέψεις.	Journal of Applied Finance
8	Hall & Brummer	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Σύγκριση διαφόρων μέτρων απόδοσης με την MVA.	Online
9	Irala	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εξέταση κατά πόσο η EVA έχει καλύτερη προγνωστική δύναμη σε σχέση με τα παραδοσιακά λογιστικά μέτρα.	PES Business Review

10	Ismail	2008	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Οι δημιουργοί αξίας έχουν καλύτερους πολλαπλασιαστές κερδών από τους καταστροφείς αξίας.	Online
11	Keef & Roush	2003	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Descriptive	Η θεωρητική σχέση μεταξύ των μη φυσιολογικών αποδόσεων και του Οικονομικού Κέρδους είναι ιδιοσυγκρασιακή στην επιλογή των λογιστικών προσαρμογών.	Agribusiness
12	Kim	2006	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εμπειρική ανάλυση της σχέσης EVA και MVA στην τουριστική βιομηχανία.	Journal of Hospitality & Tourism Research
13	Kramer & Pushner	1997	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εμπειρική εξέταση της σχέσης μεταξύ EVA και MVA.	Financial Practice and Education
14	Kramer & Pushner	2001	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Διερεύνηση της σχέσης της EVA με την MVA.	Journal of Applied Finance

15	Lefkowitz	1999	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Exploratory	Εμπειρική ανάλυση επιχειρήσεων σε σχέση με την EVA.	MBA, Dissertation, California State University
16	Lehn & Makhija	1996	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η EVA και η MVA χρησιμοποιούνται ως σημάδια στρατηγικής αλλαγής.	Strategy & Leadership
17	Lin & Zhilin	2004	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Παρουσίαση του ολοκληρωμένου μοντέλου μέτρησης απόδοσης - EVA (IEPM).	Canadian Social Science
18	Madan Lal Bhasin,	2013	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Υπογραμμίζει τη σημασία των Οικονομικών Κερδών (EVA) και των μακροπρόθεσμων επιπτώσεών τους στην MVA.	International Journal of Finance and Accounting
19	Mohamadreza Abdoli, Mohamadreza Shurvarzi and Akram Davodi Farokhad	2012	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Ερευνάται η σχέση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας με την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους.	World Applied Sciences Journal
20	Nagar	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Οι τιμές της EVA έχουν αντίκτυπο στην MVA των εταιρειών.	Journal of Global Economy

21	O'Byrne	1996	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εστίαση στη σχέση μεταξύ θεωρίας και πρακτικής σχετικά με την EVA.	Journal of Applied Corporate Finance
22	Peixoto	2002	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η EVA δεν έχει περισσότερο πληροφοριακό περιεχόμενο από τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης για να εξηγήσει την αξία της αγοράς μετοχών.	Online
23	Ramana	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Παρατηρήσεις σχετικά με τη σχέση EVA-MVA και Ινδικών εταιρειών.	Online
24	Ramana	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Δεν υπάρχουν ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία για την υποστήριξη των ισχυρισμών της Stern Stewart στις Ινδικές εταιρείες.	Vidyasagar University Journal of Commerce.
25	S. Paulo	2010	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Σκοπός αυτού του άρθρου είναι να διερευνήσει εάν η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) αποτελεί ανώτερο χρηματοοικονομικό μέτρο και δημιουργεί Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (MVA).	International Journal of Law and Management

26	Sliman S. Alsoboa	2017	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Η μελέτη αυτή έχει δύο κύριους στόχους. Ο πρώτος είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και της αξίας των μετοχών που δημιουργήθηκε (CSV) στις δημόσιες βιομηχανικές επιχειρήσεις της Ιορδανίας (JPF), σε σύγκριση με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), κατά την περίοδο 2011-2015. Ο δεύτερος στόχος είναι να διερευνηθεί η πιθανή υπεροχή της EVA από το ROA στην εξήγηση των μεταβολών του CSV για τις JPF.	International Journal of Economics and Finance;
27	Sparling & Turvey	2003	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Εξετάζεται η EVA ως εργαλείο για την αποτίμηση των επενδύσεων.	Agribusiness
28	Wet & To it	2007	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Επίδραση των λαϊκών μέτρων χρηματοοικονομικής επίδοσης στον πλούτο των μετόχων.	South Africa Journal of Business Management
29	Wet De	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Ισχυρότερη σχέση μεταξύ MVA και ταμειακών ροών.	Meditari Accountancy Research

30	Zamia et al.	2005	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA)	Empirical	Παρουσιάζει τις επιπτώσεις για τα στελέχη επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν την EVA.	Review of Accounting and Finance
----	--------------	------	--	-----------	---	----------------------------------

**Πίνακας 9: 4.2.2.:** Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA).

Εν κατακλείδι, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη σχέση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (MVA) αναλύθηκαν 7 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 30.

### **4.2.3. Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management)**

#### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών αφορά μελέτες σχετικά με τη δημιουργία πλούτου, εταιρική απόδοση και ανταμοιβή, αξιολόγηση της εταιρικής απόδοσης, διανομή κερδών, στρατηγικές οφέλους, προγραμματισμός και διοίκηση με βάση την EVA, κ.α.

Οι έρευνες εξετάζουν, κατά κύριο λόγο, τον ισχυρισμό της Stern Stewart ότι η EVA αποτελεί σημαντική καινοτομία στο πεδίο της χρηματοοικονομικής. Ο Stewart διατυπώνει το επιχείρημα ότι η EVA είναι ικανή να αντικαταστήσει τα λογιστικά κέρδη τόσο στο πλαίσιο της εσωτερικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων από τους διαχειριστές και τους ιδιοκτήτες τους όσο και στη διαδικασία της επιλογής εταιρειών από έναν επενδυτή. Οι περισσότεροι εκ των ερευνητών αναζητούν τη σύνδεση της EVA με τη δημιουργία πλούτου για την επιχείρηση.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με τη σχέση της EVA και της εταιρικής απόδοσης. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα

ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

#### ***Αντιπροσωπευτικές μελέτες:***

Ο Para (2005), εξέτασε κατά πόσο η χρήση της EVA οδηγεί τους manager στην αποδοτικότερη απασχόληση των πόρων της επιχείρησης. Επίσης, σύμφωνα με το συγγραφέα ένα κατάλληλο μέτρο αποδοτικότητας πρέπει να μετρά την επίδραση των επιλογών που κάνουν οι manager στην αξία της επιχείρησης. Για να συμβεί αυτό πρέπει το μέτρο αποδοτικότητας να ενσωματώνει τουλάχιστον 3 πράγματα, ως κάτωθι:

- a. το μέγεθος του επενδεδυμένου κεφαλαίου
- b. την απόδοση του κεφαλαίου
- c. το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)

Ο συγγραφέας αφού πραγματοποίησε επισκόπηση της βιβλιογραφίας αναφέρει κάποιες αντιπροσωπευτικές μελέτες περιπτώσεων (case studies), επισημαίνοντας ότι παρόλο που οι επιτυχημένες περιπτώσεις εφαρμογής της EVA στη δύση είναι ενθαρρυντικές η EVA χρήζει περισσότερης διερεύνησης. Καταλήγοντας, θεωρεί ότι η Economic Value Added δεν αποτελεί πανάκεια όμως μπορεί να αποτελέσει το εργαλείο για να μειωθεί η απόσταση μεταξύ των επιδιώξεων των manager και των μετόχων.

Fatemi et al. (2003), σύμφωνα με το συγγραφέα ο σχεδιασμός αποτελεσματικών συμβάσεων αποζημίωσης έχει καταστεί ολοένα και πιο πολύπλοκος λόγω της παγκοσμιοποίησης, του εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού αλλά και του πλήθους των παρεχόμενων κινήτρων. Στη μελέτη εξετάζεται η σχέση μεταξύ των αμοιβών διευθυντικών στελεχών και των επιδόσεων της επιχείρησης. Η έρευνα αφορά επιχειρήσεις σε παγκόσμια κλίμακα οι οποίες έχουν υιοθετήσει την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) καθώς και την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA). Τα αποτελέσματα δηλώνουν ότι οι κορυφαίοι διευθυντές σε εγχώριες και παγκόσμιες εταιρείες δεν έχουν απλώς κίνητρο να αυξήσουν την EVA αλλά επίσης τείνουν να ανταμείβονται για παρελθούσες βελτιώσεις της MVA.

Ο Goldberg (1999), στην έρευνά του συγκρίνει την EVA με τα Κέρδη και την Απόδοση του Ενεργητικού. Ως βάση σύγκρισης αποτελεί η επίδοσή τους, στη



μέτρηση της εταιρικής επίδοσης και η ικανότητά τους να παρέχουν κίνητρα για τη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης. Παρακάτω απεικονίζονται οι διαφορές της EVA με τα υπόλοιπα μέτρα.

ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΑ ΣΧΕΔΙΑ ΜΠΟΝΟΥΣ EVA ENANTI ΤΩΝ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ
Οι διευθυντές ανταμείβονται για συνεχή βελτίωση των μεγεθών αντί για τη βελτίωση της EVA.
Δεν υπάρχει ανάγκη επαναφοράς (ή επαναδιαπραγμάτευσης) της στρατηγικής.
Τα μπόνους συνδέονται με την μέτρηση της απόδοσης η οποία συνδέεται με την αξία των μετόχων.
Οι διαχειριστές κερδίζουν (ή τιμωρούνται) όταν οι μέτοχοι κερδίζουν (χάνουν).
Τα πλάνα ανταπόδοσης οδηγούν τον προϋπολογισμό. Δεν καθοδηγεί ο προϋπολογισμός το πλάνο για τα bonus.

**Πίνακας 10: 4.2.3.:** Οφέλη από τα σχέδια μπόνους EVA έναντι των συμβατικών σχεδίων.

Επιπλέον, πραγματοποιείται ανασκόπηση του θεωρητικού υπόβαθρου της EVA και συνοπτική παρουσίαση των σημαντικών μελετών για το αντικείμενο. Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι υποστηρικτικά των μέτρων που στηρίζονται στο Οικονομικό Κέρδος<sup>52</sup> σε ότι αφορά την ικανότητα τους να παρέχουν κίνητρα στους manager για βελτίωση της εταιρικής αξίας.

Ο Asish (2016), στη μελέτη του επικεντρώνεται στη ολοένα αυξανόμενη σημασία μέτρησης της αναπροσαρμοσμένης απόδοσης των τραπεζών, λαμβάνοντας υπόψη, τους κρίσιμους περιορισμούς των παραδοσιακών μέτρων μέτρησης απόδοσης όπως ROE, ROA, P / E, P / B. Πραγματοποιώντας μια εις βάθος ανάλυση που χρησιμοποιεί το πλαίσιο των μέτρων RAROC<sup>53</sup> και EVA έδειξε ότι παρόλο που οι μεγαλύτερες τράπεζες δεν παρουσίαζαν ισχυρές επιδόσεις όσον αφορά την EVA, ωστόσο, έχουν γίνει πιο ανθεκτικές κατά τη διάρκεια των ετών. Η παραπάνω

<sup>52</sup> Όπως είναι το Υπολειμματικό Εισόδημα ή η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

<sup>53</sup>  $RAROC = (Net\ Income - Expected\ Loss) / Economic\ Capital$ .

κατάσταση όμως δεν ισχύει στην περίπτωση των μικρότερων τραπεζών της χώρας. Η επανατοποθέτηση των επιχειρήσεων προκειμένου να ανταποκριθούν στις αναδύμενες προκλήσεις και στην ολοένα πιο ανταγωνιστική αγορά έχει καταστεί αναγκαιότητα. Η κατάσταση θα γίνει πιο απαιτητική για τις τράπεζες αυτές καθώς η BNM<sup>54</sup> θα συναντά τις απαιτήσεις της Βασιλείας III κατά τα προσεχή έτη. Οι δυνατότητες μιας δεύτερης φάσης ενοποίησης, εθελοντικής ή με άλλο τρόπο, δεν μπορεί να αποκλειστούν στο εγγύς μέλλον. Πρέπει να αναφερθεί ότι οι τιμές της EVA, που αναφέρθηκαν στην έρευνα, έχουν υπολογιστεί υποθέτοντας ένα ποσοστό κινδύνου 15% και ως εκ τούτου η θέση μπορεί να αλλάξει σε περίπτωση που χρησιμοποιείται χαμηλότερο ή υψηλότερο σημείο αναφοράς. Ο συγγραφέας διευκρινίζει ότι η ανάλυση βασίζεται στα δεδομένα που συλλέγονται από δευτερεύουσες πηγές και υφίσταται τις παθογένειες αυτού του γεγονότος.

Ο Austin (2005), στην έρευνά του έχει ως στόχο τόσο να περιγράψει όσο και να αναλύσει την υιοθέτηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), ως δείκτη αναφοράς για τον καθορισμό των τιμών και άλλων πολιτικών μιας μονοπωλιακής κρατικής επιχείρησης<sup>55</sup>, ελλείψει των συνηθισμένων μηχανισμών συγκριτικής αξιολόγησης. Αποκτώντας μηδενικά οικονομικά κέρδη προστιθέμενης αξίας η επιχείρηση καλύπτει το κόστος κεφαλαίου της και αποφεύγει τις αξιώσεις μονοπωλιακής τιμολόγησης και πιθανής ρύθμισης. Για να δοκιμαστεί η επιτυχία αυτής της πολιτικής οι χρηματοοικονομικές δομές της επιχείρησης αναπτύσσονται από την ημερομηνία της ενσωμάτωσης το 1989 παράλληλα με αυτές της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Επιπλέον, τα συνηθισμένα Λογιστικά Κέρδη συγκρίνονται με τα αποτελέσματα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Επίσης, τα αποτελέσματα προστιθέμενης αξίας χρησιμοποιούνται ως μεταβλητή προκειμένου για την τιμολόγηση καθώς και άλλες επιχειρησιακές αποφάσεις της επιχείρησης που δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμες. Περαιτέρω, εξετάζεται η καταλληλότητα της προσέγγισης της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας να αποτελέσει ένα αξιόπιστο σημείο αναφοράς. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η επιχείρηση πέτυχε να αποφύγει τις χρεώσεις μονοπωλιακής τιμολόγησης και επακόλουθα τη ρύθμιση των τιμών συνδέοντας την τιμολόγηση και άλλες πολιτικές με τα οικονομικά της αποτελέσματα. Αυτό συνέβη σε

---

<sup>54</sup>Bank Negara Malaysia (BNM).

<sup>55</sup> Αναφέρεται στην κρατική αεροπορική εταιρεία της Νέας Ζηλανδίας.

μια περίοδο κατά την οποία παρόμοιες επιχειρήσεις ρυθμίζονταν ή απειλούνταν με ρύθμιση. Το οικονομικό περιβάλλον στα μεταγενέστερα χρόνια της μελέτης άλλαξε τους στόχους της επιχείρησης. Η πρωτοτυπία και ιδιαιτερότητα της έρευνας είναι ότι η ερευνώμενη εταιρεία έχει ως στόχο της, κατ'ουσίαν, την ελαχιστοποίηση του οικονομικού εισοδήματος, αντίθετα με τον συνήθη στόχο, της μεγιστοποίησης του. Κλείνοντας, η υιοθέτηση της EVA ως μεθόδου συγκριτικής αξιολόγησης των επιδόσεων και ελέγχου των κερδών μονοπωλίου υπήρξε μια επιτυχημένη στρατηγική.

Fogelberg (2000), η μελέτη εξετάζει τη σχέση των επιδόσεων των τραπεζών, ιδιοκτησίας και management, και των CEOs (διευθύνων σύμβουλος) που είναι ταυτόχρονα πρόεδροι του διοικητικού συμβουλίου, για το δείγμα των 100 μεγαλύτερων αμερικανικών εταιρειών χαρτοφυλακίου τραπεζών. Το μέτρο της τραπεζικής επίδοσης που χρησιμοποιείται είναι η EVA. Ο συγγραφέας ορίζει την EVA ως ένα οικονομικό μέτρο απόδοσης που μας δείχνει κατά πόσο το management που έχει εφαρμοστεί στην εταιρεία έχει λειτουργήσει αυξητικά στην ευημερία των μετόχων.

Τα αποτελέσματα δεν έδειξαν συσχέτιση της απόδοσης μεταξύ των τραπεζών και Διευθύνοντος Σύμβουλου (προϋπόθεση ότι είναι ταυτόχρονα και Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου - CEO - Chairmanship). Επιπλέον, τα αποτελέσματα είναι αντίθετα με εκείνα των Pi και Timme (1993), οι οποίοι βρήκαν ότι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων σχετίζεται αρνητικά με τη σχέση CEO - Chairmanship. Περαιτέρω, διαπιστώθηκε ότι όταν χρησιμοποιείται ένα οικονομικό μέτρο απόδοσης (EVA) παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική γραμμική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας - management και της εταιρικής απόδοσης. Συγκεκριμένα, η απόδοση αυξάνεται μέχρι να φθάσει το ποσοστό της ιδιοκτησίας που σχετίζεται με τη διοίκηση το 12% και στη συνέχεια μειώνεται έως ότου η ιδιοκτησία φθάσει το 67% της επιχείρησης.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Anand et al.	1999	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Descriptive	Η EVA θεωρείται καλύτερο εργαλείο μέτρησης της εταιρικής απόδοσης.	Management Accountant
2	Asish Sahal, Nor Hayati Ahmad and Siew Goh Yeok.	2016	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Μια εις βάθος ανάλυση χρησιμοποιώντας το πλαίσιο των RAROC και EVA.	Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance
3	Austin	2005	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Αναλύεται η υιοθέτηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) ως κριτηρίου αναφοράς για τον καθορισμό των τιμών.	An International Journal
4	Desai & Ferri	2006	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Εξέταση της EVA και των πρακτικών εφαρμογών της, ως εργαλείο διοίκησης και εργαλείο διαχείρισης απόδοσης.	Online

5	Evans, J. & Evans, R.	2002	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Η αμοιβή που βασίζεται σε μετρητά διαπιστώθηκε ότι δεν σχετίζεται με την απόδοση της EVA.	Online
6	Fatemi et al.	2003	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Τα κορυφαία στελέχη επιχειρήσεων, εγχώρια και σε παγκόσμιο επίπεδο, έχουν όφελος να αυξήσουν την EVA.	Global Finance Journal
7	Fogelberg & Griffith	2000	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Εξέταση της σχέσης ιδιοκτησίας με την απόδοση των εμπορικών τραπεζών.	Journal of Financial and Strategic Decisions
8	Geysler & Liebenberg	2003	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Empirical	Η αξία που δημιουργούν οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι είναι μικρότερη και λιγότερο σημαντική από την αξία που δημιουργείται από το στρατηγικό marketing, την παραγωγή και τις στρατηγικές αποφάσεις που αφορούν το προσωπικό.	Agrekon

9	Girotra & Yadav	2001	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Descriptive	Η EVA ενθαρρύνει τους διευθυντές να σκέφτονται σαν ιδιοκτήτες και τους ωθεί να επιδιώκουν καλύτερες επιδόσεις.	Global Journal of Flexible Systems Management
10	Goldberg	1999	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Conceptual	Διαχειριστική Συμπεριφορά και Διαχείριση της Απόδοσης.	The Journal of Corporate Accounting and Finance
11	Irala	2005	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Conceptual	Η EVA βοηθά στη μείωση των συγκρούσεων εντός του οργανισμού.	Journal of Accounting and Finance
12	Kumar & Pal	2008	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Exploratory cross-sectional	Οι διαχειριστές δεν εφαρμόζουν την EVA για τη λήψη αποφάσεων.	The ICAFI Journal of Applied Finance
13	Laura P. Hartman, Patricia H. Werhane, Cynthia E. Clark, Craig V. Vansandt, and Mukesh Sud	2017	Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management),	Conceptual	Εταιρική ευθύνη και Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.	Business and Society Review

**Πίνακας 11: 4.2.3.:** Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της EVA και της Διοικητικής Συμπεριφοράς (Managerial Behavior) και της Διοίκησης Απόδοσης (Performance Management).

Συνοψίζοντας, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη σχέση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (MVA) αναλύθηκαν 6 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 7.

#### **4.2.4. Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA (Concept, criticism & implementation)**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών αφορά μελέτες σχετικά με τη ικανότητα της EVA να αποτελέσει ένα ολοκληρωμένο σύστημα οικονομικής διαχείρισης, το θεωρητικό της υπόβαθρο, εφαρμογή, στρατηγική, περιορισμοί του μοντέλου, παρερμηνείες, προσαρμογές στις λογιστικές καταστάσεις για την ορθή απεικόνιση της EVA κ.α.

Ειδικότερα, οι έρευνες αναλύουν κατά κύριο λόγο τη θεωρητική τεκμηρίωση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), τον τρόπο υπολογισμού της και τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζονται. Περαιτέρω, πολλές έρευνες καταπιάνονται με τις προτεινόμενες λογιστικές προσαρμογές και εξετάζουν σε ποιο βαθμό αυτές είναι επωφελείς και χρήσιμες στον υπολογισμό της EVA δίχως να επιβαρύνουν τους υπαλλήλους της επιχείρησης με σύνθετους υπολογισμούς. Επίσης, παρουσιάζονται αντίθετες απόψεις και κριτική που αφορά την εφαρμογή και τους περιορισμούς του μέτρου.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με το θεωρητικό πλαίσιο της EVA, την εφαρμογή της και την κριτική που ασκείται. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιάσουν περισσότερες έρευνες.

### **Αντιπροσωπευτικές μελέτες:**

Ο Alam (2012), στη μελέτη του εξετάζει τη θεωρητική θεμελίωση της EVA, τον ορισμό της, τους τρόπους εφαρμογής, τις λογιστικές προσαρμογές στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τον σκοπό και άλλα συναφή ζητήματα. Αρχικώς, ισχυρίζεται ότι η EVA σαν εργαλείο διαχείρισης μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις διαχειριστικές λειτουργίες με την προϋπόθεση ότι έχει προσαρμοστεί στις ιδιομορφίες της εταιρικής μονάδας. Επιπλέον, αναφέρει ότι η EVA παρουσιάζει στενή συσχέτιση με τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων, παρουσιάζοντας σχετικές υποστηρικτικές μελέτες άλλων ερευνητών. Θετικά αντιμετωπίζει και την συνεισφορά της EVA στο πρόγραμμα bonus που εφαρμόζεται στην επιχείρηση, υποστηρίζοντας ότι οι manager παρακινούνται να έχουν καλύτερη απόδοση από την αναμενόμενη. Συνακόλουθα, ευνοείται και η αξία των μετόχων ενώ γεφυρώνεται σε ένα βαθμό το χάσμα μεταξύ των επιδιώξεων των manager και των μετόχων.

Η EVA, όπως αναφέρθηκε έχει πολλά πλεονεκτήματα, όμως δεν είναι απαλλαγμένη από περιορισμούς. Ο συγγραφέας συγκεντρώνει κάποια αρνητικά στοιχεία της EVA, ως κάτωθι:

- i)** Η EVA επικρίνεται ότι αποτελεί ένα βραχυπρόθεσμο μέτρο απόδοσης. Ορισμένες εταιρείες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η EVA δεν τους ταιριάζει λόγω της εστίασής τους στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις.
- ii)** Η πραγματική απόδοση ή η πραγματική EVA των μακροπρόθεσμων επενδύσεων δεν μπορεί να μετρηθεί αντικειμενικά επειδή οι μελλοντικές αποδόσεις δεν μπορούν να μετρηθούν αλλά μόνο να εκτιμηθούν υποκειμενικά.
- iii)** Η EVA πιθανώς δεν είναι κατάλληλο μέτρο επίδοσης για εταιρείες που έχουν μεγάλες επενδύσεις σήμερα και αναμένουν θετικές ταμειακές ροές στο μακρινό μέλλον.
- iv)** Η EVA δεν υπολογίζει την προστιθέμενη αξία των μετόχων λόγω του πληθωρισμού αλλά και άλλων παραγόντων.



v) Η EVA είναι ευάλωτη στις λογιστικές χρήσεις. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να έχει πολλά αναπόσβεστα νέα περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό της με συνέπεια να παρουσιάσει αρνητική EVA ενώ στο μέλλον θα έχει κερδοφορία.

vi) Οι παραδοσιακοί οικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται συνήθως για την πρόβλεψη του κινδύνου. Παρατηρήθηκε ότι η EVA δεν παρέχει επιπρόσθετη πληροφόρηση αναφορικά με τις προβλέψεις.

Εν κατακλείδι, σύμφωνα με τον ερευνητή η χρήση της EVA ως μοναδικού μέτρου δεν αποτελεί την πιο ενδεδειγμένη απόφαση για μια επιχειρηματική ομάδα. Αντίθετα, θα πρέπει να χρησιμοποιείται συνδυαστικά με άλλα μέτρα προκειμένου για την ορθότερη λήψη αποφάσεων.

Ο Alexei (2012), αναφέρει ότι η EVA έχει εξελιχθεί σε μέτρο ευρέως διαδομένο διότι σήμερα όλο και περισσότερες εταιρείες εστιάζουν στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Λόγω του γεγονότος ότι οι παραδοσιακές μέθοδοι δεν σχετίζονται στενά με την πραγματική αξία που δημιουργείται η μελέτη επικεντρώνεται στη διαπίστωση του κατά πόσο η EVA είναι πιο ακριβής μέθοδος και πιο επιτυχημένη από εκείνες που χρησιμοποιούν σήμερα οι εταιρείες. Ο συγγραφέας αναφέρει ότι η EVA υπόσχεται έναν αποτελεσματικό τρόπο διαχείρισης της αξίας των μετόχων, ευθυγραμμίζει τους στόχους της διοίκησης με τους στόχους των μετόχων, βελτιώνει τη λογοδοσία και επιτρέπει καλύτερη ανάλυση απόδοσης. Ως εκ τούτου, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι η EVA, ως εργαλείο διαχείρισης, βρίσκεται στο προσκήνιο.

Ο Phani (2000), στο άρθρο του εξηγεί την έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) η οποία παρουσιάζει αυξητική δημοτικότητα στην Ινδία. Η έρευνα εξετάζει κατά πόσο η EVA αποτελεί ανώτερο μέτρο επίδοσης τόσο για εταιρικές αναφορές όσο και για την άσκηση διοίκησης. Τα δεδομένα της έρευνας πηγάζουν από μελέτες στις Ηνωμένες Πολιτείες καθώς και άλλα ανεπτυγμένα κράτη. Τα αποτελέσματα που παρουσίασε ο συγγραφέας δεν ήταν υποστηρικτικά αναφορικά με την ικανότητα της EVA να παρέχει επιπρόσθετες πληροφορίες στους επενδυτές αλλά μπορούν να υιοθετηθούν ως εταιρική φιλοσοφία για την παροχή κινήτρων και την επιμόρφωση των υπαλλήλων. Όπως ειδικότερα επισημαίνεται η EVA θα μπορούσε

να λειτουργήσει επωφελώς στο εντοπισμό των δραστηριοτήτων που προσθέτουν αξία στην επιχείρηση.

Ο Keys (2001), ασχολείται με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) υπό το πρίσμα της εξέτασης του ισχυρισμού της συμβουλευτικής εταιρείας Stern Stewart & Company η οποία υποστηρίζει ότι η EVA είναι ο μόνος αληθινός δείκτης επιχειρησιακών και διοικητικών επιδόσεων. Στο άρθρο, εξηγείται, πως υπολογίζεται η EVA η οποία σύμφωνα με τον συγγραφέα είναι ισοδύναμη με το Υπολειμματικό Εισόδημα. Ωστόσο, η EVA δεν αποτελεί πανάκεια όπως διατείνονται ορισμένοι μελετητές. Η ανωτέρω πρόταση ενισχύεται από τον ερευνητή παρουσιάζοντας τους περιορισμούς της EVA, ως κάτωθι:

**i) Οι διαχειριστές χρησιμοποιώντας την EVA θα έχουν λιγότερες επιλογές χρηματοδότησης.**

Επειδή το κόστος χρηματοδότησης μέσω δανεισμού θα είναι χαμηλότερο αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση της EVA καθώς ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια μεταβάλλεται αυξητικά. Άμεση συνέπεια είναι να οδηγηθεί η εταιρεία σε δυσανάλογο δανεισμό οδηγώντας έτσι σε μια εξαιρετικά μοχλευμένη κεφαλαιακή διάρθρωση.

**ii) Περισσότερο επικίνδυνα σχέδια αναμένεται να γίνουν αποδεκτά και να απορριφθούν μέτριας επικινδυνότητας έργα**

Η χρήση υψηλότερου κόστους κεφαλαίου θα οδηγήσει σε αποδοχή έργων με υψηλότερες πιθανές αποδόσεις και κατά συνέπεια πιο επικερδείς επενδύσεις ενώ τα σχέδια που έχουν μέτριες αναμενόμενες αποδόσεις και κίνδυνο θα απορριφθούν. Ωστόσο, μια τέτοια πολιτική ενδέχεται να είναι ασυμβίβαστη τόσο με τους στόχους της εταιρείας αλλά και υπερβολικά επικίνδυνα για ορισμένες εταιρείες. Ομοίως, ορισμένα έργα που απορρίπτονται βάσει της EVA θα μπορούσαν να γίνουν αποδεκτά για ορισμένες εταιρείες.

**iii) Η EVA είναι αρκετά περίπλοκη**

Εάν οι προτεινόμενες<sup>56</sup> προσαρμογές εφαρμοστούν κατά τον υπολογισμό της EVA οι υπολογισμοί που προκύπτουν θα είναι πολύ περίπλοκοι. Οι εμπλεκόμενοι θα πρέπει να προχωρήσουν στις τεχνικές προσαρμογές που περιλαμβάνονται στην φόρμα της EVA.

**iv) Η EVA είναι ευάλωτη σε χειραγώγηση**

Επειδή ο υπολογισμός της EVA βασίζεται στις συμβατικές μεθόδους λογιστικής είναι και ευάλωτος στην χειραγώγηση που επιδέχονται τα λογιστικά αποτελέσματα της επιχείρησης (π.χ. τα Κέρδη).

**v) Η EVA είναι βραχυπρόθεσμο μέτρο**

Τόσο το εισόδημα όσο και το κεφάλαιο είναι βραχυπρόθεσμα μέτρα απόδοσης. Η βραχυπρόθεσμη απόδοση μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί σε βάρος των μακροπρόθεσμων επιδόσεων. Επί παραδείγματι, αν η εκπαίδευση, η συντήρηση και το κόστος προσωπικού μειωθούν αυθαίρετα τότε η EVA θα αυξηθεί βραχυπρόθεσμα αλλά το μέλλον της εταιρείας τίθεται σε κίνδυνο. Όμως, οι δαπάνες στα ανωτέρω μεγέθη είναι στρατηγικής σημασίας και οδηγούν σε μακροχρόνια οφέλη. Στην προσπάθεια αντιμετώπισης του προβλήματος συνίσταται ένα σύστημα ανταμοιβής ανεξάρτητο από την EVA το ποίο θα αξιοποιεί άλλα συστήματα μέτρησης απόδοσης όπως η απόδοση επένδυσης (ROI).

**vi) Η EVA είναι μονοδιάστατο μέτρο απόδοσης που δεν ενσωματώνει μετρήσεις ποιότητας ή χρόνου.**

Η EVA είναι μονοδιάστατο μέτρο απόδοσης. Ο κίνδυνος χρήσης ενός οποιουδήποτε μεμονωμένου μέτρου απόδοσης είναι ότι μπορεί να αυξηθεί – μεταβληθεί εις βάρος άλλων παραμέτρων που επηρεάζουν την απόδοση. Για παράδειγμα η EVA δεν περιλαμβάνει άμεσες μετρήσεις της ποιότητας ή του χρόνου. Λίγες εταιρείες στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον είναι πρόθυμες να αυξήσουν την EVA θυσιάζοντας την ποιότητα και το χρόνο ανταπόκρισης τους.

---

<sup>56</sup> Η εταιρεία συμβούλων Stern Stewart προτείνει 164 προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη.

**vii) Η ορολογία της EVA είναι παραπλανητική**

Η ορολογία της EVA- "Οικονομική", "Οικονομική Αξία" και "Προστιθέμενη Αξία" - είναι παραπλανητική. Αρχικώς ο όρος "Οικονομική" υπονοεί ότι η EVA περιλαμβάνει τις έννοιες οικονομικό εισόδημα και οικονομική αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων το οποίο είναι λανθασμένο. Οικονομικό εισόδημα και οικονομική αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων είναι πρακτικά μη μετρήσιμα γιατί απαιτούν την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών. Όμως, κατά την χρησιμοποίηση της EVA για την αξιολόγηση της απόδοσης, δεν γίνεται καμία προσπάθεια εκτίμησης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Όσο για τον όρο "Value added", αναφέρεται ότι δεν πρέπει να συγχέεται με την τεχνική της ανάλυσης προστιθέμενης αξίας.

**viii) Η EVA δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου**

Η EVA δεν είναι το πιο κατάλληλο μέτρο για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου. Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (IRR) και η Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV) αποτελούν καλύτερες μεθόδους για τον προϋπολογισμό του κεφαλαίου επειδή χρησιμοποιούν την τρέχουσα αξία των ταμειακών ροών.

Κλείνοντας, ο Keys επισημαίνει ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν την EVA πρέπει να κατανοήσουν τις σχετικές ασυνέπειες και να λάβουν υπόψη τους περιορισμούς της EVA.

Ο Villiers (1997), στην έρευνά του εξετάζει το βαθμό στον οποίο η EVA επηρεάζεται από τον πληθωρισμό. Σύμφωνα με τις διαπιστώσεις του, όταν επικρατούν συνθήκες πληθωρισμού στην οικονομία η EVA δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εκτιμηθεί πραγματική κερδοφορία. Αντί της EVA προτείνει μια προσαρμοσμένη παραλλαγή της η οποία υπολογίζεται κάτωθι:

$$AEVA = NOPAT - a * X \text{ (current value capital)}$$

όπου:

AEVA: είναι η προσαρμοσμένη EVA και το  $a$  είναι η απαιτούμενη λογιστική απόδοση μιας επιχείρησης.

Πλεονέκτημα της μεθόδου, κατά τον συγγραφέα, αποτελεί η ορθότερη μέτρηση της πραγματικής κερδοφορίας σε συνθήκες πληθωρισμού. Συνακόλουθα, κάτω από τις ίδιες συνθήκες η υιοθέτηση της AEVA αντί για την EVA είναι αποδοτικότερο εργαλείο

για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Επιπροσθέτως, η ΑΕΒΑ σε συνθήκες πληθωρισμού θα μπορούσε να αποτελέσει εναλλακτική λύση στην εκτίμηση της πραγματικής κερδοφορίας υποκαθιστώντας τις συμβατικές λογιστικές μεθόδους.

Ο Cheremushkin (2008), στην έρευνα του αποκαλύπτει ορισμένες σημαντικές ατέλειες που προέκυψαν στη μέθοδο υπολογισμού της EVA και συγκεκριμένα σε ένα εκ των βασικών συστατικών της που είναι η Κεφαλαιακή χρέωση (Capital Charge). Επί του παρόντος, η κεφαλαιακή επιβάρυνση προέρχεται από το συνδυασμό του WACC που στηρίζεται σε δεδομένα της αγοράς και στο επενδυμένο κεφάλαιο που στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα. Όπως παραστατικά επισημαίνει ο ερευνητής είναι σαν να προσπαθεί κάποιος να συνδέσει τα μήλα με τα πορτοκάλια. Στη μελέτη αποδεικνύεται ότι ο σωστός τρόπος υπολογισμού της Κεφαλαιακής Χρέωσης είναι με τη χρήση του λογιστικού WACC που περιλαμβάνει τις σχετικές προσαρμογές στο Επενδυτικό Κεφάλαιο. Η σωστά υπολογισμένη EVA αντανακλά επαρκώς την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με το αρχικό κόστος ευκαιρίας που υπήρχε κατά τη συνεισφορά του κεφαλαίου. Ωστόσο, το κόστος ευκαιρίας των μετόχων κατά τη στιγμή της αξιολόγησης της απόδοσης εξαρτάται από την αγοραία αξία του κεφαλαίου και το αγοραίο WACC. Περαιτέρω, η έρευνα ασχολείται με το Υπολειμματικό Κέρδος της αγοράς το οποίο βασίζεται στο Αγοραίο Κέρδος και στην Αγοραία Αξία του Κεφαλαίου που ορίζεται ως αγοραία τιμή WACC πολλαπλασιασμένη με την αγοραία αξία της επιχείρησης. Το Υπολειμματικό Κέρδος καταφέρνει να εκφράσει τις προσδοκίες της αγοράς σε ότι αφορά την επίδοση της επιχείρησης.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

Α/Α	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΛΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Acheampong & Wetzstein	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Τα μέτρα Προστιθένης Αξίας δεν είναι στατιστικά σημαντικότερα από τα υπόλοιπα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης.	Online
2	Alam Mohammed Nizamuddi	2012	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Στη μελέτη έγινε προσπάθεια να εξηγηθεί η θεωρητική θεμελίωση της EVA.	International Journal of Applied Financial Management Perspectives
3	Alexei Sirbu	2012	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Exploratory cross-sectional	Η ιδέα της EVA αντιπροσωπεύει μία από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους προσδιορισμού του Οικονομικού Κέρδους.	Review of International Comparative Management
4	Anderson et al.	2005	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	EVA και ο ρόλος των λογιστικών προσαρμογών στις λογιστικές καταστάσεις.	Online
5	Bhattacharya & Phani	2004	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η EVA μπορεί να χρησιμοποιηθεί για εταιρικές αναφορές και εσωτερική διακυβέρνηση.	Decision

6	Cheremushkin	2008	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Το WACC περιλαμβάνει τις σχετικές προσαρμογές που έγιναν στο χρεωστικό κεφάλαιο του Επενδυμένου Κεφαλαίου που χρησιμοποιείται στην EVA.	Online
7	Dechow et al.	1999	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Αξιολόγηση των διαφόρων μοντέλων αποτίμησης RI.	Journal of Accounting Economics
8	Ehrabar	1999	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η εταιρεία δημιουργεί οφέλη με την εφαρμογή της EVA. Προϋπόθεση η εταιρεία να καταστήσει την EVA κεντρικό στοιχείο του οικονομικού της συστήματος διαχείρισης.	Strategy & Leadership
9	Fernandez	2002	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Εξέταση της σχέσης μεταξύ της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους και άλλων παραμέτρων.	Journal of Applied Finance
10	Irala & Reddy	2006	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η Ινδία ακολουθεί αργούς ρυθμούς στη χρήση της EVA.	PES Business Review

11	Keys et al.	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η EVA είναι πανομοιότυπη με το Υπόλειμματικό Εισόδημα.	The Journal of Corporate Accounting & Finance
12	Li Qi	2011	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Η μελέτη ασχολείται κυρίως με την αποτελεσματικότητα, τη σκοπιμότητα και την εφαρμογή της αξιολόγησης της απόδοσης βάσει της EVA.	Communication Software and Networks (ICCSN), 2011 IEEE 3rd International Conference
13	Liao and Feng	2005	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Ανάλυση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της EVA ως δείκτη αξιολόγησης.	China-USA Business Review
14	Liviu M. Matic,	2017	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και μέτρηση επιδόσεων.	J Appl Econ Stat.
15	Mohanty	2006	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Η EVA είναι στην πραγματικότητα η πλεονάζουσα ελεύθερη ταμειακή ροή που παράγει η εταιρεία για να καλύψει τις προσδοκίες των επενδυτών.	Paper Presented at The Pacific Basin Finance, Economics and Accounting Conference, Bangkok.



16	Phani & Bhattacharya	2000	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Αναλύονται διαφορετικές μετρήσεις της Προστιθέμενης Αξίας.	Decision
17	Phillips	2007	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Η EVA θέτει υψηλά πρότυπα για τη μέτρηση της απόδοσης.	Online
18	Rakshit	2006	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Ανάλυση των οικονομικών επιδόσεων της Dabur India Ltd χρησιμοποιώντας την EVA.	University Journal of Commerce
19	Ray & Choudhuri	2005	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η EVA από μόνο της μπορεί να προσφέρει σε ένα οργανισμό μια βιώσιμη πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.	University Journal of Commerce
20	Stern et al.	1995	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Μια πρακτική και εξαιρετικά ευέλικτη βελτίωση της έννοιας του Υπολειμματικού Εισοδήματος.	Journal of Applied Corporate Finance

21	Stewart	1994	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Μια προσπάθεια να διορθωθούν ορισμένες πρακτικές και θεωρητικές παρερμηνείες γύρω από την EVA.	Journal of Applied Corporate Finance
22	Tham	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Conceptual	Σημαντικά μειονεκτήματα σχετικά με την EVA.	Online
23	Velez-Pareja	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Empirical	Διαφορετικές προσεγγίσεις για τον υπολογισμό των EVA και MVA συγκρίνονται με τα αποτελέσματα του NPV.	Online
24	Velez-Pareja	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Εννοιολογικό πλαίσιο για την EVA και το NPV.	Online
25	Villiers	1997	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Η EVA δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί με πληθωρισμό για την εκτίμηση της πραγματικής κερδοφορίας.	Journal of Economics and Business
26	Weaver	2001	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Exploratory cross-sectiona l	Αναγνωρίζονται οι σημαντικές ασυνέπειες στη μέτρηση της EVA και των κύριων συστατικών της.	Journal of Applied and Finance

27	Weissenrieder	1997	Έννοια, κριτική & εκτέλεση της EVA	Descriptive	Ομοιότητες και διαφορές των EVA και CVA.	Online
----	---------------	------	------------------------------------	-------------	--	--------

**Πίνακας 12: 4.2.4.:** Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με το θεωρητικό υπόβαθρο, την εφαρμογή, τη στρατηγική και τους περιορισμούς του μοντέλου της EVA.

Εν κατακλείδι, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας αναφορικά με το θεωρητικό υπόβαθρο, την εφαρμογή, τη στρατηγική και τους περιορισμούς του μοντέλου της EVA αναλύθηκαν 6 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά 21 ακόμη.

#### **4.2.5. Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών αφορά μελέτες που ασχολούνται με τα εξής θέματα: τη Διοίκηση με βάση την Αξία, τη δημιουργία αξίας & τη μέτρηση της, την ανάκτηση κεφαλαίων και την προστιθέμενη αξία (value added), την προστιθέμενη αξία μετρητών και τη δημιουργία αξίας στους μετόχους, τους οδηγούς αξίας (value drivers) κ.α.

Οι έρευνες εξετάζουν, κατά κύριο λόγο, τον ισχυρισμό της Stern Stewart, ότι η EVA αποτελεί σημαντική καινοτομία στο πεδίο της χρηματοοικονομικής και συμβάλει στη δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων. Οι περισσότεροι εκ των ερευνητών αναζητούν τη σύνδεση της EVA με τη δημιουργία πλούτου για την επιχείρηση.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με τη Διοίκηση με βάση την Αξία. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

### *Αντιπροσωπευτικές μελέτες:*

Ο Grant (1996), χρησιμοποίησε δείγμα από 983 αμερικανικές επιχειρήσεις για το έτος 1993. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει στοιχεία από τη βάση δεδομένων της Stern Stewart & Co και αποτελείται από δεδομένα για τις 1.000 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση αμερικανικές εταιρείες. Στα αποτελέσματα της έρευνας βρίσκει ότι ο λόγος EVA/Capital εξηγεί το 31,6% του όρου MVA/Capital. Επιπροσθέτως, επεκτείνοντας την έρευνά του, εξέτασε τις 50 εταιρείες που παρουσιάζουν την υψηλότερη EVA (wealth creators). Προέκυψε ότι το  $R^2$  της παλινδρόμησης αυξάνεται σε 83,2%, ενώ αντίθετη είναι η εικόνα για τις 50 εταιρείες με τη χαμηλότερη – αρνητική – EVA (wealth destroyers) όπου παρουσιάζεται  $R^2$  ίσο με 2,7%, υπονοώντας ότι οι επενδυτές προβαίνουν κατά κύριο λόγο σε αποτιμήσεις εταιρειών για τις οποίες γνωρίζουν ότι δημιουργούν πλούτο. Εν συνεχεία, εξετάζοντας μια παλινδρόμηση του όρου MVA/Capital πάνω στο weighted average cost of capital (WACC) και τη διαφορά Αποδοτικότητας Κεφαλαίων και WACC, προκύπτει ότι και οι δύο συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί, και ειδικότερα ότι εξηγούν 37,4% της μεταβλητότητας του όρου MVA/Capital.

Οι Lovata & Costigan (2002), στη μελέτη τους εξετάζουν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που ενσωματώνουν την Economic Value Added στα ανταποδοτικά τους συμβόλαια. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αφορά αμερικανικές εταιρείες οι οποίες χωρίστηκαν σε δύο group. Το πρώτο αφορά εταιρείες που χρησιμοποιούν την EVA σαν μέτρο αποδοτικότητας και το δεύτερο εταιρείες που θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν την EVA σαν πιθανό μέτρο αποδοτικότητας. Τα ευρήματα που προκύπτουν συγκρίνονται μεταξύ τους. Η μελέτη παρέχει αποδείξεις για τις συστηματικές διαφορές ανάμεσα στις εταιρείες που χρησιμοποιούν την EVA και αυτές που δεν την έχουν υιοθετήσει. Όπως αναφέρεται, οι εταιρείες που έχουν μικρότερη ατομική ιδιοκτησία και περισσότερους θεσμικούς επενδυτές τείνουν να εφαρμόσουν την EVA. Παρόλο που οι μετατροπές της EVA μπορεί να δημιουργούν περισσότερο αντιπροσωπευτικά οικονομικά νούμερα οι εταιρείες ερευνών, για τις οποίες τα τρέχοντα κέρδη είναι λιγότερο σχετικά στην πρόβλεψη της μελλοντικής επιτυχίας, τείνουν να χρησιμοποιούν άλλα μέτρα κερδοφορίας. Η εύρεση των άριστων αποζημιώσεων για τους manager τελικά παρουσιάζεται ως πιο περίπλοκη από ότι οι υποστηρικτές της EVA θεωρούν.

Ο Wallace (1996) έκανε την πρώτη μελέτη πάνω στο θέμα αυτό εξετάζοντας 40 αμερικανικές επιχειρήσεις που υιοθέτησαν πλάνα αποζημιώσεων βασισμένα σε έννοιες Υπολειμματικού Εισοδήματος. Επιπλέον, εξέτασε την προκύπτουσα απόδοση των εταιρειών που χρησιμοποίησαν EVA σε σύγκριση με αυτές που δεν υιοθέτησαν τη μέθοδο. Υπέθεσε ότι η εφαρμογή της EVA θα πρέπει να αλλάζει τις εταιρικές, επενδυτικές, χρηματοδοτικές και διοικητικές αποφάσεις όπως και να αυξάνει το Υπολειμματικό Εισόδημα και τον πλούτο των μετόχων (shareholder wealth). Σύμφωνα με τα αποτελέσματά του, οι επιχειρήσεις που υιοθέτησαν σχέδια αμοιβών βασισμένα στην EVA, παρουσίασαν: 14% αυξημένη ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού, 100% περισσότερες πωλήσεις και 21% λιγότερες αγορές περιουσιακών στοιχείων, 112% περισσότερες επαναγορές μετοχών και 1% μεγαλύτερα μερίσματα ανά μετοχή. Καταλήγοντας, ο συγγραφέας αναφέρει ότι η υιοθέτηση βασισμένων στην EVA προγραμμάτων αποζημίωσης των manager φαίνεται να βελτιώνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

Zimmerman (1997), αντικείμενο της μελέτης του αποτελεί η διερεύνηση της δυνατότητας της EVA να αποτελέσει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας των επιμέρους τμημάτων μιας επιχείρησης. Ο συγγραφέας ασχολήθηκε με τις δυσκολίες που παρουσιάζονται στο διαχωρισμό των κοινών εξόδων αλλά και των κοινών εισροών μεταξύ σχετιζόμενων υποτμημάτων. Τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι η Economic Value Added αδυνατεί να μετρήσει πλήρως τις συνεργίες μεταξύ τμημάτων μιας επιχείρησης ενώ προσθέτει ότι δεν υφίσταται κάποιο άλλο μέτρο που να υπερέχει σε αυτό τον τομέα. Επιπλέον, σημειώνει ότι οι λογιστικές μετατροπές που απαιτεί ο υπολογισμός της EVA μπορούν να δώσουν κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για λήψη αποφάσεων που δημιουργούν πραγματική αξία για την επιχείρηση αλλά δημιουργούν πιθανά προβλήματα λογιστικού ελέγχου για τις επιχειρήσεις οι οποίες θα πρέπει να διατηρούν και να παίρνουν αποφάσεις πάνω σε δύο διαφορετικά λογιστικά συστήματα.

Οι Ehrbar και Stewart (1998), ερευνούν κατά πόσο μια επιχείρηση μπορεί να «χτίσει» ένα σύστημα αμοιβών που μπορεί να προέλθει από την Economic Value Added. Ειδικότερα, αναφέρεται σε ένα σύστημα που θα χαρακτηρίζεται από δύο ξεχωριστά χαρακτηριστικά:

α) τα bonus που δίνει δυνητικά το σύστημα δεν έχουν άνω φράγμα που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται η EVA τόσο αυξάνονται. Το επιπλέον bonus μπαίνει σε μια “bonus bank” για να αποδοθεί στο μέλλον – προϋπόθεση αποτελεί να μην μειωθεί η EVA,

β) ετήσια υπολογίζεται ο μαθηματικός τύπος για τη βελτίωση της EVA ο οποίος είναι άμεση συνάρτηση του bonus των manager.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιάσουν περισσότερες έρευνες. Είναι χρήσιμο να επισημανθεί ότι η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση δεν τύγγανε στο παρελθόν ιδιαίτερης προσοχής εκ μέρους των συγγραφέων. Όμως η αύξηση των μελετών την τελευταία δεκαετία αποτελεί από μόνη της σημαντική μαρτυρία της αλλαγή πλεύσης που παρατηρείται η οποία εδράζει στην όλο και μεγαλύτερη βαρύτητα που δίδεται στο συγκεκριμένο πεδίο μελέτης.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Adnan M. Abdeen & G. Timothy Haight	2011	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Empirical	Το συμπέρασμα αυτής της έρευνας δεν υποστηρίζει τη χρήση της EVA ως μέτρο δημιουργίας αξίας στους μετόχους.	The Journal of Applied Business Research

2	Fong-Woon Lai & Muhammad Kashif Shad	2017	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Exploratory cross- sectional	Σκοπός της μελέτης είναι να εξετάσει τις επιπτώσεις της διαχείρισης κινδύνων για την επιχείρηση (ERM). Στη μελέτη ως εργαλείο μέτρησης της απόδοσης χρησιμοποιείται η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA). Η μελέτη χρησιμοποίησε τόσο πρωτογενή όσο και δευτερογενή δεδομένα.	Global Business and Management Research: An International Journal
3	Hall	2002	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Empirical	Αντιμετώπιση των προβλημάτων της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.	Online
4	Krauter et al.	2004	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Empirical	Επιρροή των σχεδίων διαμερισμού των κερδών στην απόδοση των οδηγών αξίας.	Journal of Academy of Business and Economics

5	Mahdi Salehi, Gholamreza Enayati, Parisa Javadi	2014	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Empirical	Σκοπός της μελέτης είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ πνευματικού κεφαλαίου (αποδοτικότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου, αποδοτικότητα κεφαλαίων πελατών και αποδοτικότητα των διαρθρωτικών κεφαλαίων) και της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.	Iranian Journal of Management Studies (IJMS)
6	Malmi & Ikaheimo	2003	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Descriptive	Εφαρμογή του VBM σε οργανισμούς.	Management Accounting Research
7	Nikhil Chandra Shil	2004	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Conceptual	Χρησιμοποιώντας μόνο την EVA δεν λαμβάνονται σωστές απόφασεις. Αντίθετα, θα πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλα μέτρα.	International Journal of Business and Management
8	Pavel V. Limarev, Yulia A. Limareva, Ekaterina G. Zinovyeva, Elena G. Usmanova	2015	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Descriptive	Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) είναι το καταλληλότερο μέτρο.	Mediterranean Journal of Social Sciences



9	Young	1997	Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM)	Empirical	Εξετάζονται θέματα εφαρμογής της EVA.	European Management Journal
---	-------	------	--	-----------	---------------------------------------	-----------------------------

**Πίνακας 13: 4.2.5.:** Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της EVA και της Διοίκησης με βάση την Αξία (Value based management - VBM).

Κλείνοντας, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας σχετικά με τη Διοίκηση με βάση την Αξία αναλύθηκαν 5 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 4.

#### **4.2.6. Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών περιλαμβάνει βιβλιογραφία αναφορικά με τη σχέση της Economic Value Added και της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value - NPV), τους συνδυασμούς διαφορετικών μεθόδων Προεξοφλητικών Ταμειακών Ροών (DCF), προσαρμογές λόγω πληθωρισμού, σχέση Υπολειμματικού Εισοδήματος και Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών κ.α.

Στο σημείο αυτό θα αναφερθεί συνοπτικά η έννοια της Καθαρής Παρούσας Αξίας και των μεθόδων ανάλυσης Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών με στόχο αφενός την υπενθύμιση των βασικών εννοιών και αφετέρου την ευκολότερη σύγκριση των αποτελεσμάτων των εξεταζόμενων μελετών. Ως Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present value - NPV) νοείται η διαφορά μεταξύ της παρούσας αξίας (PV) των μελλοντικών ταμειακών ροών από μια επένδυση και του ποσού της επένδυση. Η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών υπολογίζεται με την προεξόφλησή τους με το απαιτούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο. Η ανάλυση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) χρησιμοποιεί τις μελλοντικές ταμειακές ροές και τις προεξοφλεί (τις περισσότερες φορές χρησιμοποιώντας το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου) για να καθορίσει την παρούσα αξία η οποία χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση επενδύσεων.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται ανάλυση των πιο αντιπροσωπευτικών μελετών αναφορικά με τη σχέση EVA, NPV και DCF. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) με στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

#### ***Αντιπροσωπευτικές μελέτες:***

Daiva Burksaitiene (2009), στη μελέτη του αναλύει τις δύο βασικότερες προσεγγίσεις – τεχνικές, την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και τις Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (DCF) οι οποίες χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση και τη δημιουργία αξίας προς όφελος των επενδυτών. Επιπλέον, τα ανωτέρω μοντέλα εφαρμόζονται συχνά προκειμένου για την αποτίμηση εταιρειών αλλά και την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων.

Σύμφωνα με τον συγγραφέα για να δημιουργηθεί αξία πρέπει να πραγματοποιηθούν οι εξής ενέργειες:

1. Να αυξηθούν οι ταμειακές ροές που δημιουργούνται από τους χρησιμοποιούμενους πόρους της επιχείρησης. Αυτό γίνεται αποτελεσματικότερα με την ρευστοποίηση των μη αποδοτικών επενδύσεων, τη βελτιώση της λειτουργικής αποδοτικότητας, τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης και τη μείωση των δαπάνων.
2. Να βελτιωθεί ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών. Αυτό γίνεται με την αύξηση του ποσοστού επανεπένδυσης, την αύξηση της απόδοσης κεφαλαίου, τη βελτιστοποίηση των αποφάσεων τιμολόγησης.
3. Να αυξηθεί η διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης. Αυτό γίνεται μέσω ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων όπως "Επωνυμία – Band name", νομική προστασία σε διπλώματα ευρεσιτεχνίας, άδειες κ.α.
4. Να μειωθεί το προεξοφλητικό επιτόκιο μέσω της διευθέτησης του λειτουργικού κινδύνου, της μόχλευσης και του «μείγματος» χρηματοδότησης της εταιρείας.

Καταλήγοντας, αναφέρεται ότι τόσο η NPV όσο και η EVA σχετίζονται με την αξία των μετόχων και η χρήση και των δύο αυτών προσεγγίσεων μπορεί να αναδειχθεί σε αποτελεσματικό εργαλείο χρήσιμο για τη δημιουργία αξίας προς όφελος των επενδυτών. Σύμφωνα και με τις δύο προσεγγίσεις αξία δημιουργείται μόνο εάν η εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει αποδόσεις μεγαλύτερες από το κόστος του κεφαλαίου.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Daiva Burksaitiene	2009	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	Conceptual	Η έρευνα αναλύει τις δύο βασικές προσεγγίσεις – την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και τις Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (DCF) - οι οποίες χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση και τη δημιουργία αξίας για τις εταιρείες.	Economics & Management
2	Dillon & Owers	1997	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	Empirical	Αναλυτική έρευνα της σχέσης μεταξύ EVA και NPV.	Final Practice and Education

3	Dimitrios et al.	2006	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	Empirical	Οι αποδόσεις των μετοχών συνδέονται στενότερα με τα κέρδη ανά μετοχή από ότι με την EVA.	Review of Economics Sciences
4	Shrieves & Wachowicz	2001	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	Descriptive	Αξιολόγηση των διαφόρων προσεγγίσεων DCF της εταιρικής αποτίμησης.	The Engineering Economy
5	Velez-Pareja and Tham	2003	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV)	Descriptive	Συνάφεια μεταξύ DCF, RIM και EVA.	Online

**Πίνακας 14: 4.2.6.:** Συνοπτική παρουσίαση μελετών αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της σχέση EVA, NPV και DCF.

Εν κατακλείδι, κατά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη σχέση της EVA, NPV και DCF αναλύθηκε διεξοδικά μια μελέτη και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 4.

#### 4.2.7. Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες

##### *Έννοια Κατηγοριοποίησης:*

Η πτυχή αυτή της κατηγοριοποίησης των ερευνών, περιλαμβάνει μελέτες που ασχολούνται με την συγκέντρωση και ανασκόπηση των μελετών που αφορούν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Ειδικότερα, οι διάφοροι ερευνητές χρησιμοποιούν τη δική τους μεθοδολογία στην προσπάθεια οργάνωσης της βιβλιογραφία της EVA. Με τον τρόπο αυτό προσπαθούν να ταξινομήσουν τις μελέτες βάσει κριτηρίων με τελικό σκοπό την ευκολότερη αναζήτηση και επεξεργασία από τους ενδιαφερόμενους. Επί

παραδείγματι, οι έρευνες κατατάσσονται ανά διερευνώμενο αντικείμενο<sup>57</sup>, ανά χώρα, βάσει των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται, βάσει των αποτελεσμάτων τους (π.χ. υποστηρικτικές ως προς EVA) κ.α. Απώτερος στόχος είναι, πέραν της οργάνωσης της βιβλιογραφίας και έτσι της ευκολότερης προσπέλασης της, η ανακάλυψη των κενών και των ανεξερευνήτων πεδίων που χρήζουν μελλοντικής έρευνας.

Στη συνέχεια της ενότητας πραγματοποιείται παρουσίαση των πιο αντιπροσωπευτικών βιβλιογραφικών ανασκοπήσεων. Στο τέλος παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας, αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) με στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες σχετικές με το αντικείμενο.

#### ***Αντιπροσωπευτικές μελέτες:***

Ο Worthington (2001), στην βιβλιογραφική ανασκόπηση που πραγματοποιεί, επιχειρεί να δώσει μια συνοπτική παρουσίαση των μελετών που ασχολούνται με την EVA ενώ παράλληλα εξετάζει μια γκάμα ζητημάτων καταλήγοντας στα εξής: Πρώτον, όπως παρατηρεί ο συγγραφέας η εννοιολογική βάση της EVA απορρέει από μιας σαφώς οριοθετημένη βιβλιογραφία που συνδέει τη σχέση ανάμεσα στα κέρδη της επιχείρησης και την δημιουργία πλούτου. Αν εξαιρεθούν οι λογιστικές προσαρμογές στις λογιστικές καταστάσεις το μέτρο είναι σχεδόν ταυτόσημο με το Υπολειμματικό Εισόδημα. Δεύτερον, οι προσαρμογές που σχετίζονται με τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP) αποτελούν αμφιλεγόμενη πτυχή της EVA. Ο σκοπός των προσαρμογών είναι να ξεπεραστούν οι περιορισμοί των επισήμως δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων στον υπολογισμό των επενδεδυμένων κεφαλαίων και των λειτουργικών κερδών και κατά συνέπεια η παρουσίαση μιας εικόνας που είναι πιο κοντά στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Παραδόξως, αυτές οι διορθώσεις είναι αντικείμενο έντονης κριτικής και «κατηγορούνται» ότι επιφέρουν ισχνά αποτελέσματα, είναι δύσκολες στην κατανόηση και έχουν μεγάλο κόστος. Τρίτον,

---

<sup>57</sup> Παραδείγματα ερευνώμενων αντικειμένων αποτελούν EVA-MVA, EVA και αποδόσεις μετοχών κ.α.

σχετικά την εξέταση των εμπειρικών δεδομένων προκύπτει μικτή εικόνα αναφορικά τόσο με το σχετικό όσο και με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA.

Ο Kumar (2010), πραγματοποιεί βιβλιογραφική ανασκόπηση εξετάζοντας 112 άρθρα που δημοσιεύθηκαν στο διεθνή τύπο από το έτος 1994 έως το 2008. Ο συγγραφέας ταξινομεί τις έρευνες σε επτά κατηγορίες χρησιμοποιώντας πληθώρα κριτηρίων. Ενδεικτικά, οι μελέτες ταξινομούνται και παρουσιάζονται: βάσει της χρονικής περιόδου, του αντικειμένου που εξετάζεται, της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας, των ερευνών ανά χώρα και της συνεισφοράς που έχει κάθε άρθρο στην εξέλιξη της μεθόδου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Οι μελέτες που έγιναν στις ανεπτυγμένες χώρες στο μεγαλύτερο μέρος τους παρουσίασαν αποτελέσματα που υποστηρίζουν την EVA. Η αντίθετη εικόνα παρουσιάζεται στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου ο αριθμός των ερευνών που στηρίζουν εμπειρικά την EVA, ως αξιόπιστο εργαλείο μέτρησης επιχειρηματικών επιδόσεων, είναι κατά πολύ μικρότερος.

Ο Dunbar (2013), στο άρθρο του πραγματοποιεί βιβλιογραφική ανασκόπηση ανά θεματικό αντικείμενο στη βάση της εξέτασης της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Η άντληση και αναζήτηση των δεδομένων έγινε από έγκριτες βάσεις δεδομένων και μεγάλες δικτυακές πλατφόρμες όπως, επί παραδείγματι, είναι η Google Scholar. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε αφορά τη διάσπαση της βιβλιογραφίας σε τέσσερις επιμέρους θεματικές ενότητες. Η πρώτη σχετίζεται με τη θεωρία και ανάπτυξη του μοντέλου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Η δεύτερη αφορά τις συγκρίσεις της EVA με άλλα μέτρα αποδοτικότητας τόσο λογιστικά όσο και μέτρα προστιθέμενης αξίας. Οι ακόλουθες δύο κατηγορίες, συσχετίζουν τη χρήση και τις εφαρμογές της EVA ως μοντέλο εσωτερικής αξιολόγησης των στρατηγικών επιλογών της επιχειρηματικής μονάδας και έπειτα ως εργαλείο μέτρησης του πλούτου από πλευράς της αξίας των μετόχων.

Καταλήγοντας, ο συγγραφέας επισημαίνει ότι στη έρευνα εξετάστηκε ενδελεχώς, μέσω της ανασκόπησης των μελετών, η καταλληλότητα της EVA ως μέτρο εταιρικής απόδοσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο αντίκτυπος της EVA στην αξιολόγηση της εταιρικής απόδοσης δεν είναι ακόμη σαφής από τη βιβλιογραφία και η αξιολόγηση μεμονωμένων εφαρμογών της EVA είναι δύσκολο να εξάγει γενίκευση των συμπερασμάτων.

Εν συνεχεία, παρατίθεται, λόγω του μεγάλου αριθμού των ερευνών, συνοπτικός πίνακας με πληροφορίες (όνομα του ερευνητή, χρονιά συγγραφής της έρευνας,

αντικείμενο της μελέτης, μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τελικώς τα ευρήματα – συμπεράσματα) που έχει ως στόχο να παρουσιαστούν περισσότερες έρευνες.

A/A	ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ	ΕΤΟΣ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΒΑΣΕΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	ΠΗΓΗ
1	Hahn, G. J. & Kuhn, H	2011	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	Descriptive	Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.	Journal of the Operational Research Society
2	Kirsty Dunbar	2013	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	Descriptive	Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.	Journal of New Business Ideas & Trends
3	Kumar S. & Sharma A.	2010	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	Conceptual	Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.	International Journal of Economics and Finance
4	Pal & Sura	2007	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	Empirical	Ανασκόπηση της εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με την EVA και τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης	Amity Journal of Business Strategy
5	Worthington & West	2001	Βιβλιογραφικές έρευνες και μελέτες	Empirical	Ανασκόπηση των μελετών Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και κατεύθυνση για μελλοντική έρευνα.	Asian Review of Accounting

**Πίνακας 15: 4.2.7.:** Συνοπτική παρουσίαση βιβλιογραφικών μελετών αναφορικά με την EVA.

Επομένως, κατά την παρουσίαση βιβλιογραφικών μελετών αναφορικά με την EVA αναλύθηκαν 3 μελέτες και παρουσιάστηκαν συνοπτικά ακόμη 2.

#### **4.2.8. Κατηγοριοποίηση βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας**

Υπό το πρίσμα της προσπάθειας για σαφέστερη και περισσότερο εμπειρισταωμένη κατηγοριοποίηση των μελετών η βιβλιογραφία, επίσης, διαχωρίζεται βάσει της χρησιμοποιηθείσας μεθοδολογίας. Συγκεκριμένα, όπως διαπιστώθηκε από την επισκόπηση των ερευνών πληθώρα μεθοδολογιών έχει ακολουθηθεί οι οποίες όμως μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τέσσερις υποκατηγορίες, ως κάτωθι:



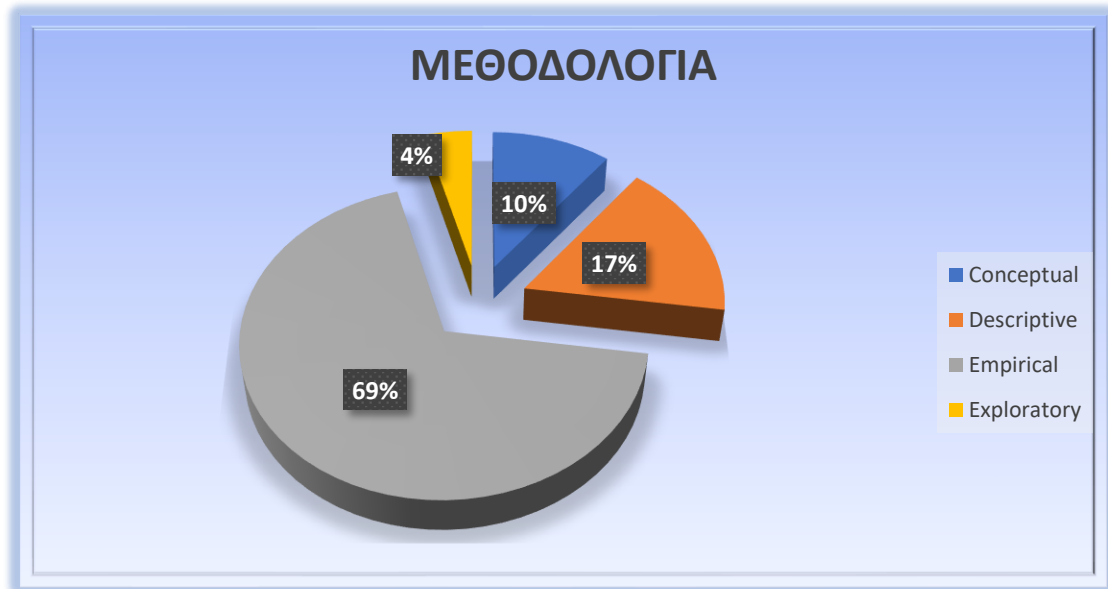
**Διάγραμμα 7: 4.2.8:** Κατηγοριοποίηση βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας.

Περιγράφοντας κάθε μια εξ'αυτών με στόχο να διαφανεί το αντικείμενο τους, αναφέρονται τα εξής:

- i) **Εννοιολογικές μελέτες**, οι οποίες καλύπτουν το βασικό φάσμα του θεωρητικού πλαισίου της Economic Value Added, όπως: εννοιολογικός προσδιορισμός, βασικούς υπολογισμούς, σημασία κ.α.
- ii) **Περιγραφικές μελέτες**, οι οποίες ασχολούνται με την περιγραφή του περιεχομένου της EVA, την ερμηνεία του καθώς και θέματα που αφορούν την εφαρμογή της στην πράξη.
- iii) **Εμπειρικές μελέτες**, οι οποίες ασχολούνται με τη συλλογή στοιχείων από βάσεις δεδομένων, επεξεργασία των δεδομένων και μελέτες περιπτώσεων (case studies).



iv) *Ερμηνευτικές μελέτες*, σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται οι μελέτες όπου η συλλογή των στοιχείων προς ανάλυση πραγματοποιείται μέσω ερωτηματολογίων.



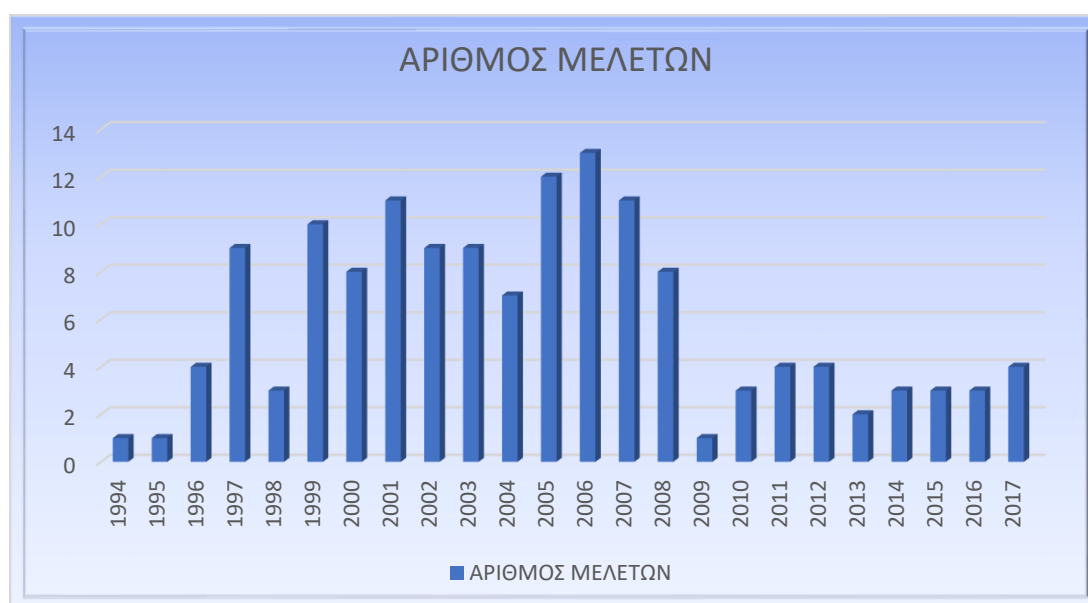
**Διάγραμμα 8: 4.2.8.:** Γραφική αποτύπωση χρησιμοποιηθείσας μεθοδολογίας.

Στο ανωτέρω διάγραμμα, αποτυπώνεται η διασπορά της ερευνηθείσας βιβλιογραφίας βάσει της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας. Από την αποτύπωση αυτή διαφαίνεται ότι η συντριπτική πλειοψηφία αφορά εμπειρικές μελέτες με ποσοστό 69%, ακολουθούν οι περιγραφικές μελέτες με 17%, οι εννοιολογικές μελέτες με ποσοστό 10% και τέλος είναι οι ερμηνευτικές μελέτες με το μικρότερο ποσοστό της τάξης του 4%. Τα ποσοστά αυτά φανερώνουν το ιδιαίτερο ενδιαφέρον που υφίσταται για εμπειρικές μελέτες. Στην επόμενη ενότητα κατηγοριοποιούνται οι έρευνες ανά έτος.

#### 4.2.9. Έρευνες για το EVA ανά έτος

##### *Έννοια Κατηγοριοποίησης:*

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται κυρίως στατιστικά στοιχεία για τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί ανά χρονιά. Απώτερος στόχος της εν λόγω κατηγοριοποίησης είναι να εξεταστεί χρονικά πότε υπήρξε το μεγαλύτερο ξέσπασμα μελετών σχετικά με το αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.



**Διάγραμμα 9: 4.2.8.:** Γραφική απεικόνιση μελετών ανά έτος.

Παρατηρώντας την ανωτέρω απεικόνιση εξάγεται ότι η μεγαλύτερη συγκέντρωση μελετών σε επιστημονικά περιοδικά είναι τις χρονιές μεταξύ 1996 – 2008. Στην επόμενη ενότητα κατηγοριοποιούνται οι έρευνες ανά χώρα.

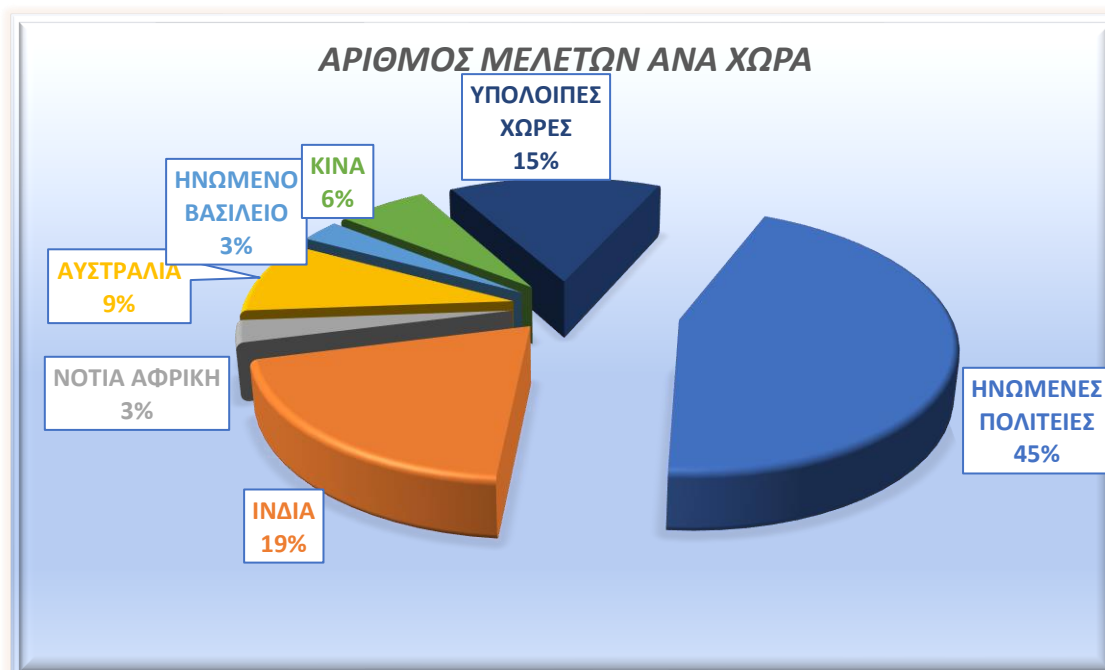
#### **4.2.10. Έρευνες για την EVA ανά χώρα**

##### ***Έννοια Κατηγοριοποίησης:***

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται κυρίως στατιστικά στοιχεία για τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί ανά χώρα. Απώτερος στόχος της εν λόγω κατηγοριοποίησης είναι η γεωγραφική απεικόνιση των μελετών που ασχολούνται με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που θα μπορούσε να αποφέρει αυτή η κατηγοριοποίηση είναι:

- i)** Παραστατική απεικόνιση της γεωγραφικής κατανομής των μελετών.
  
- ii)** Διαπίστωση της κατανομής των μελετών σε αναπτυσσόμενες χώρες και αναπτυγμένες.
  
- iii)** Κριτική των αποτελεσμάτων υπό το πρίσμα της γεωγραφικής συγκέντρωσης των μελετών. Επί παραδείγματι, αν η EVA παρουσιάζεται ως αξιόπιστη μέθοδος στις περισσότερες έρευνες αλλά το δείγμα είναι κυρίως οικονομικά ισχυρές χώρες αυτό ενδέχεται να μην έχει εφαρμογή σε οικονομίες με χαμηλή αποδοτικότητα.
  
- iv)** Ανακάλυψη κενών πεδίων που χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης. (π.χ. χώρες με μικρό αριθμό ερευνών).

Στη συνέχεια παρουσιάζεται διαγραμματική απεικόνιση των μελετών που επεξεργάστηκαν.



**Διάγραμμα 10: 4.2.10.:** Γραφική αποτύπωση των μελετών ανά χώρα.

Η πρώτη παρατήρηση που εξάγεται είναι ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής κατέχουν τα σκήπτρα στον αριθμό των μελετών. Το γεγονός αυτό μπορεί να αποδίδεται στην ευκολότερη και αμεσότερη υιοθέτηση της EVA η οποία πηγάζει από το γεγονός ότι η εταιρεία που εισήγαγε τη μέθοδο προέρχεται από την Αμερική<sup>58</sup>. Δεύτερη «οπτική» παρατήρηση είναι ότι το μεγαλύτερο κομμάτι των ερευνών πραγματοποιήθηκε σε μια ανεπτυγμένη οικονομία. Τρίτη παρατήρηση, που ενισχύει την παρούσα διατριβή, είναι ότι ο Ευρωπαϊκός Νότος δεν έχει επαρκή αντιπροσώπευση.

Εκ του ανωτέρω διαγράμματος προκύπτει ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες εμφανίζουν το μεγαλύτερο ποσοστό 45%, ακολουθούν οι Ινδίες με 19%, η Αυστραλία με 9%, η Κίνα με 6%, το Ηνωμένο Βασίλειο με 3%, η Νότια Αφρική με 3% και τελικώς οι υπόλοιπες χώρες με 15%.

Στην ενότητα που ακολουθεί εξετάζονται οι πιο επικαιροποιημένες εξελίξεις στην μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

<sup>58</sup> Όπως αναφέρθηκε σε πολλά σημεία η εταιρεία Stern Stewart & Co εισήγαγε την μέθοδο.

### 4.3. Τελευταίες εξελίξεις στον τομέας της έρευνας για την EVA

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστούν οι πιο πρόσφατες μελέτες που έχουν ασχοληθεί με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) βάζοντας ως χρονικό περιθώριο τα τελευταία 5 έτη, ήτοι από το 2013 έως και 2017. Στόχος είναι η επικαιροποίηση των αποτελεσμάτων αναφορικά με την EVA. Η προσπάθεια που καταβλήθηκε αποσκοπεί στο να καλυφθεί μια γκάμα μελετών που περιλαμβάνουν όλα τα ερευνώμενα αντικείμενα (EVA – MVA, EVA και αποδόσεις των μετοχών, Διοίκηση βάσει αξίας και EVA, EVA – NPV, πρόσφατες βιβλιογραφικές έρευνες κ.α.). Στη συνέχεια παρατίθενται κάποιες εκ των μελετών καθώς και αναλυτικές πληροφορίες σχετικά το αντικείμενο διερεύνησης, το εξεταζόμενο δείγμα και τα ευρήματα που προέκυψαν.

Ο Sliman (2017), στη μελέτη του έχει δύο κύριους στόχους: πρώτα είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και της αξίας των μετόχων που δημιουργήθηκε (CSV - Created Shareholders Value) στις δημόσιες βιομηχανικές επιχειρήσεις της Ιορδανίας (JPIF - Jordanian public industrial firms) σε σύγκριση με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), κατά την περίοδο 2011-2015. Ο δεύτερος στόχος είναι να διερευνηθεί η πιθανή υπεροχή της EVA από το ROA στην εξήγηση των μεταβολών του CSV για τις JPIF. Το δείγμα αποτελείται από όλες τις βιομηχανικές επιχειρήσεις που είναι καταχωρημένες στο χρηματιστήριο της Ιορδανίας για την περίοδο 2011 – 2015. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα CSV επηρεάζονται τόσο από την EVA όσο και από το ROA. Γενικότερα τα ευρήματα είναι υποστηρικτικά για την EVA ως προς την πρόβλεψη και εκτίμηση του CSV έναντι του ROA. Κλείνοντας, ο συγγραφέας αναφέρει ότι μόνο ένα μέτρο δεν είναι αρκετό στη εκτίμηση της αξίας που δημιουργείται για τους μετόχους αλλά ούτε της εταιρικής απόδοσης.

Umair (2016), η έρευνα επιδιώκει να δώσει απάντηση στη «διαμάχη» για την υπεροχή της EVA ενάντια στα παραδοσιακά λογιστικά μέτρα κερδοφορίας ως προς την εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων. Ειδικότερα, η μελέτη εξετάζει το σχετικό και το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που παρέχεται από την EVA και τα παραδοσιακά λογιστικά μέτρα όπως είναι: ROE, ROA, OCF, EPSAT <sup>59</sup>κ.α. Συνολικά

---

<sup>59</sup> Κέρδη ανά μετοχή μετά φόρων.

μελετήθηκε ένα δείγμα 28 εισηγμένων εταιρειών από το Χρηματιστήριο του Πακιστάν για την περίοδο 2009 – 2012. Τα αποτελέσματα δεν δικαίωσαν τους υποστηρικτές της EVA αναφορικά με την φερόμενη υπεροχή της, έναντι των υπολοίπων παραδοσιακών λογιστικών μέτρων. Αντιθέτως, τα λογιστικά μέτρα παρουσίασαν περισσότερη συσχέτιση με την μεταβλητότητα των μετοχών. Όπως σημειώνει ο συγγραφέας, η έρευνα του είναι η πρώτη που διεξάγεται στο Πακιστάν αναφορικά με το αντικείμενο.

Η Kirsty Dunbar (2013), πραγματοποίησε θεματική βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με την EVA. Η μεθοδολογία που ακολούθησε αφορά τη διαίρεση της βιβλιογραφίας σε τέσσερις επιμέρους κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει έρευνες που ασχολούνται με την ανάπτυξη του μοντέλου και το θεωρητικό του υπόβαθρο. Η δεύτερη κατηγορία αποτελείται από συγκρίσεις της EVA και άλλων μοντέλων. Τέλος, η τρίτη και τέταρτη εξετάζουν τη χρήση και τις εφαρμογές της EVA ως κατάλληλου «εργαλείου» εσωτερικής αξιολόγησης και δημιουργίας αξίας για την επιχείρηση. Για κάθε μια εκ των κατηγοριών καταγράφονται οι σχετικές μελέτες ώστε να είναι διαθέσιμες σε ενδιαφερόμενους ερευνητές.

Aloy Niresh (2014), στη έρευνά του αναφέρεται ότι ο πλέον ενδεδειγμένος τρόπος μεγιστοποίησης της MVA είναι μέσω της αύξησης της EVA γιατί απεικονίζει τα καθαρά κέρδη ενός οργανισμού πέραν της χρέωσης για επενδεδυμένα κεφάλαια. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε δέχεται, ως ανεξάρτητες μεταβλητές, τη μόχλευση και την EVA. Το δείγμα αποτελείται από 6 ιδιωτικές τράπεζες της Σρι Λάνκα για τα έτη 2011 – 2013 και, κατά τον συγγραφέα, η χρησιμοποίηση της EVA αποτελεί το πιο κατάλληλο μέτρο μέτρησης της εταιρικής αξίας. Ωστόσο, τα ευρήματα έδειξαν ότι τόσο η EVA, όσο και η μόχλευση δεν έχουν υπερβολικές επιπτώσεις στην Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA) των επιλεγμένων εισηγμένων ιδιωτικών τραπεζών της Σρι Λάνκα.

Asish Saha (2016), αντικείμενο της μελέτης αποτελεί η εξέταση των επιδόσεων για τις τράπεζες στη Μαλαισία χρησιμοποιώντας το RAROC<sup>60</sup> και την EVA, σε αντιδιαστολή με τις παραδοσιακές μεθόδους μέτρησης όπως είναι οι δείκτες ROE, ROA, P/E και P/B. Η ανάλυση με τη χρήση του θεωρητικού πλαισίου των RAROC και EVA δείχνει ότι παρόλο που οι μεγαλύτερες τράπεζες δεν παρουσίαζαν ισχυρές

---

<sup>60</sup> Risk adjusted return on capital.

επιδόσεις σε σχέση με την EVA σε γενικές γραμμές παρουσιάζουν πιο σταθερές τιμές κατά τη διάρκεια των ετών.

Fong-Woon Lai (2017), σκοπός του άρθρου είναι η εξέταση της επίδρασης που έχει η διαχείριση επιχειρηματικών κινδύνων (ERM – Enterprise Risk Management) στην επίδοση της επιχείρησης όπως αυτή αποτιμάται μέσω της EVA. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι η ανάπτυξη τεσσάρων μοντέλων παλινδρόμησης προκειμένου να εξετασθεί η επίπτωση των ERM στην απόδοση της επιχείρησης μέσω των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών προ Φόρων, του Μέσο Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου και της Απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων. Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι η εφαρμογή των ERM έχει σημαντικά θετική επίπτωση στη μείωση του WACC και στην αύξηση του NOPAT και ROIC των υπό εξέταση εταιρειών.

Madan Lal Bhasin (2013), κύριος στόχος της μελέτης αποτελεί η εξέταση κατά πόσο οι ερευνώμενες εταιρείες του δείγματος δημιούργησαν όφελος για τους μετόχους τους ενώ, επιπλέον, συγκρίνεται η αποδοτικότητα της EVA έναντι των παραδοσιακών μέτρων μέτρησης εταιρικής απόδοσης. Περαιτέρω, ερευνώνται οι στρατηγικές δημιουργίας αξίας που χρησιμοποιούνται στο δείγμα των εξεταζόμενων εταιρειών και κατά πόσο η επιλογή της μεθόδου της EVA είναι περισσότερο συσχετισμένη με την MVA. Τα δεδομένα του δείγματος απαρτίζουν πέντε μεγάλες και διεθνώς αναγνωρισμένες Ινδικές εταιρείες<sup>61</sup> για τα έτη 2006 – 2011. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης δεν υποστηρίζουν τον ισχυρισμό ότι η EVA είναι καλύτερος δείκτης απόδοσης από τα παραδοσιακά λογιστικά μέτρα για την εξήγηση της αγοραίας αξίας. Αυτό συνεπάγεται ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες που οδηγούν στην αγοραία αξία και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για τη δημιουργία αξίας των μετόχων ή για τη μέτρηση της απόδοσης.

Mansoor Maitah (2015), η μελέτη εξετάζει τη σχέση μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και των τιμών των μετοχών. Επιπλέον, αναλύει το όφελος από τη χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) στη διαδικασία επιλογής επενδυτικών στρατηγικών με στόχο την επίτευξη βελτιωμένων αποδόσεων. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα αποτελείται από δεδομένα εταιρειών του Αιγυπτιακού Χρηματιστηρίου για τα έτη 2005 – 2007. Τα αποτελέσματα απέρριψαν

---

<sup>61</sup> Bharat Heavy Electricals Limited, Hero MotoCorp (HM Corp) Limited (πρώην Hero Honda Motors Corporation), Infosys Limited, L&T Limited, and TCS Limited.

την υπόθεση ότι η χρησιμοποίηση της EVA οδηγεί σε επωφελέστερες επενδυτικές στρατηγικές συγκριτικά με αυτές που επιλέγονται με τη χρήση των υπολοίπων λογιστικών μέτρων. Αντιθέτως, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επενδυτικές πολιτικές που βασίζονται στους συμβατικούς λογιστικούς δείκτες ήταν ανώτερες. Επιπροσθέτως, ο συγγραφέας επικαλείται αποτελέσματα άλλων παλαιότερων ερευνών υποστηρίζοντας ότι παρουσιάζουν συνέπεια και επιβεβαιώνουν, σε ένα βαθμό, τα ευρήματά του.

Συμπερασματικά, εκ της επισκόπησης των πλέον πρόσφατων ερευνών που καταπιάνονται με την EVA προέκυψε πληθώρα συμπερασμάτων. Αρχικώς, παρατηρείται ότι η μερίδα του λέοντος των ερευνών αφορά τη συσχέτιση της EVA και των μετοχικών αποδόσεων ακολουθούν οι μελέτες για τη σχέση EVA – MVA, ενώ αξίζει να σημειωθεί και η αύξηση των μελετών που ασχολούνται με τη χρήση της EVA ως «εργαλείο» Διοίκησης. Επιπροσθέτως, παρατηρείται και αύξηση των ερευνών στις Ασιατικές χώρες έναντι των Δυτικών χωρών. Σημειώνεται ότι περισσότερες μελέτες της υπό εξέταση περιόδου (2013 - 2017) συμπεριλήφθηκαν στους πίνακες σε προηγούμενες ενότητες όπου διασπάστηκε η βιβλιογραφία ανά αντικείμενο εξέτασης. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, στις δημοσιευμένες έρευνες τις περιόδου 2013 – 2017, είναι κατά πολύ προγενέστερα αυτής της περιόδου. Η διαπίστωση αυτή δίνει συγκριτικό πλεονέκτημα στην παρούσα διατριβή καθώς χρησιμοποιούνται δεδομένα ως και το 2016.

#### 4.4. Συμπληρωματικά Στατιστικά

Στην παρούσα ενότητα δίδονται κάποια συμπληρωματικά στατικά στοιχεία που αφορούν τις μελέτες που εξετάστηκαν. Ειδικότερα, αναφέρονται οι πηγές άντλησης των δεδομένων (αρθρογραφία - βιβλιογραφία) με σκοπό να φανεί η ευρεία κάλυψη και διασπορά των πηγών προέλευσης.

ΠΗΓΗ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΕΤΩΝ
European Management Journal	1
The Journal of Applied Business Research	1
International Journal of Applied Financial Management Perspectives	1

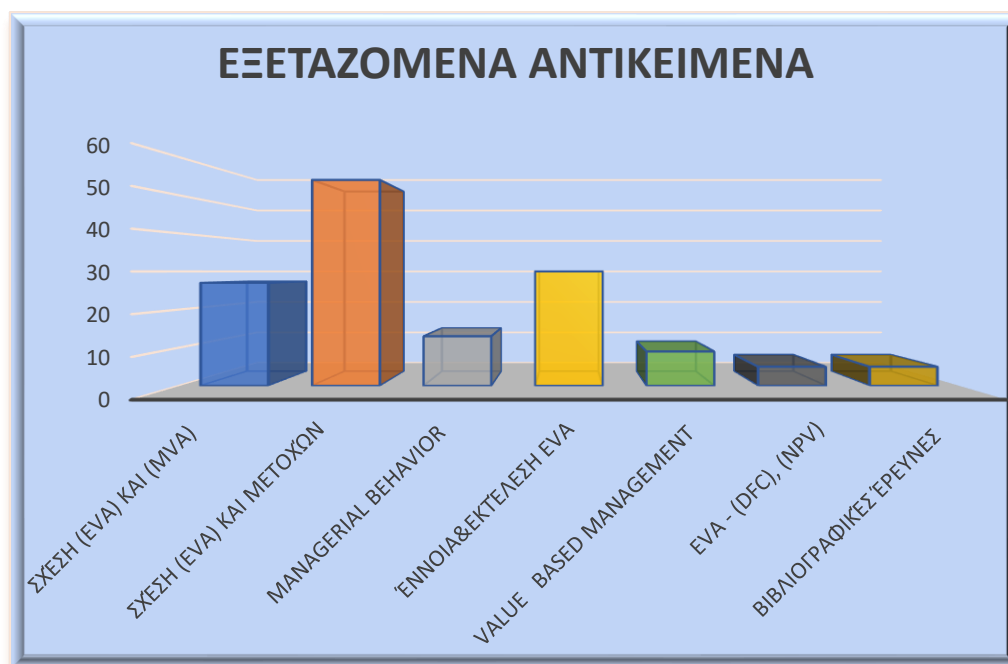


Review of International Comparative Management	1
International Journal of Business and Management	3
Management Accountant	1
Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance	1
Management Decision	1
An International Journal	1
Journal of Business Finance and Accounting	1
Financial Analysts	1
The Journal for Decision Makers	1
Decision	2
Journal of Accounting Economics	2
Managerial Finance	1
Journal of Applied Corporate Finance	3
Accountancy Ireland	1
Advanced Management Journal	1
International Conference Papers and Working papers	8
Unpublished Working papers	5
Journal of Management Issues	1
American Business Review	1
Economics & Management	1
Final Practice and Education	1
Review of Economics Sciences	1
Strategy & Leadership	2
Management Dynamics	1
Russian and East European Finance & Trade	1
The Financier	1
Global Finance Journal	1
The Journal of Investing	1
Financial Analyst Journal	1
Journal of Applied Finance	4
Journal of Financial and Strategic Decisions	1
Global Business and Management Research: An International Journal	1
European Accounting Review	1
Journal of Finance and Accounting	1
The Icfai University Journal of Business Strategy	2
Journal of Accounting Research	1
Agrekon	1
Global Journal of Flexible Systems Management	1
The Journal of Corporate Accounting and Finance	1
Journal of the Operational Research Society	1
PES Business Review	2
Journal of Accounting and Finance	1
Journal of Managerial Finance	1
African Journal of Business Management	1
Review of Quantitative Finance and Accounting	1
Business and Management	1
Agribusiness	2
The Journal of Corporate Accounting & Finance	1
Journal of Hospitality & Tourism Research	1

Journal of Applied Corporate Finance.	1
Journal of New Business Ideas & Trends	1
Financial Practice and Education	1
Journal of Academy of Business and Economics	1
The ICFAI Journal of Applied Finance	1
International Journal of Economics and Finance	1
European Financial Management	1
Business and Society Review	1
MBA, Dissertation, California State University	1
China-USA Business Review	1
Canadian Social Science	1
J Appl Econ Stat.	1
Management Accounting Research	2
Review of Finance and Accounting	1
International Journal of Finance and Accounting	1
Iranian Journal of Management Studies (IJMS)	1
Asian Social Science	1
Icfai University Journal of Industrial Economics	1
Journal of International Business and Economics	1
World Applied Sciences Journal	1
Journal of Global Economy	1
Amity Journal of Business Strategy	1
Review of Accounting and Finance	2
Journal of Managerial Issues	1
Mediterranean Journal of Social Sciences	1
The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville.	1
International Journal of Business and Management Invention	1
University Journal of Commerce	2
Vidyasagar University Journal of Commerce.	1
International Journal of Contemporary Business Studies	1
International Journal of Law and Management	1
The Engineering Economy	1
International Journal of Economics and Finance;	1
Journal of Applied Corporate Finance	1
The International Journal of Business and Finance Research	1
Advances in Accounting	1
City University Research Journal	1
Journal of Economics and Business	1
Journal of Applied and Finance	1
South African Journal of Economic and Management Science	1
South Africa Journal of Business Management	1
Meditari Accountancy Research	1
Australian Journal of Management	1
Asian Review of Accounting	1
Online	20
ΣΥΝΟΛΟ	143

**Πίνακας 16: 4.2.10.:** Πηγές άντλησης των δεδομένων της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας.

Σε προηγούμενη ενότητα του κεφαλαίου αναλύθηκαν οι κατηγοριοποιήσεις των μελετών βάσει του εξεταζόμενου αντικειμένου. Στο σημείο αυτό δίδεται γραφική απεικόνιση των μελετών, μέσω διαγράμματος, βάσει του αριθμού των μελετών, με στόχο την παραστατικότερη αποτύπωση των αντικειμένων και της σημαντικότητας που έχει δοθεί εκ μέρους των ερευνητών.



**Διάγραμμα 11: 4.2.10.:** Απεικόνιση των εξεταζόμενων αντικειμένων.

Ο οριζόντιος άξονας αντιπροσωπεύει τα διερευνόμενα αντικείμενα και ο κάθετος τον αριθμό των μελετών σε κάθε ένα, ως εξής: Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (MVA) με 27 μελέτες, Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) και Αποδόσεις Μετοχών με 54 μελέτες, Διοικητική Συμπεριφορά (Managerial Behavior) και Διοίκηση Απόδοσης (Performance Management) με 13 μελέτες, Έννοια, Κριτική & Εκτέλεση του EVA με 30 μελέτες, Διοίκηση με βάση την Αξία (Value based management - VBM) με 9 μελέτες, Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounting approaches) – Σχέση μεταξύ EVA και Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) με 5 μελέτες, Βιβλιογραφικές Έρευνες και Μελέτες με 5.

Στη συνέχεια, συγκεντρώνονται και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης.

#### 4.5. Γενική Σύνοψη Κεφαλαίου - Συμπεράσματα

Ο στόχος αυτού του θεωρητικού κεφαλαίου είναι διπλός, αφενός είναι η εστιασμένη ανασκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, προκειμένου να ανακλύψουν τα κενά και οι αδυναμίες που χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης και επεξεργασίας, και αφετέρου η οργάνωση της μέχρι τώρα έρευνας σε ένα πλήρη οδηγό χρήσιμο στους μελλοντικούς ερευνητές.

Στο πλαίσιο αυτό, η διεξοδική και εκτενής έρευνα που πραγματοποιήθηκε ανέδειξε αντιφατικά αποτελέσματα που καθιστούν θολό το τοπίο αναφορικά με την ικανότητα της EVA να ανταποκριθεί στα ανωτέρω ερωτήματα. Περαιτέρω, η πραγματοποιηθείσα μέχρι τώρα εμπειρική τεκμηρίωση, όπως προκύπτει από την παρουσίαση των ερευνών, έχει περισσότερο διερευνηθεί σε ένα αγγλοσαξονικό οικονομικό περιβάλλον και είναι εστιασμένη κατά μεγάλο ποσοστό στη διερεύνηση του πληροφοριακού περιεχόμενου της EVA<sup>62</sup>. Ως εκ τούτου, η παρούσα μελέτη εμπλουτίζει την υφιστάμενη βιβλιογραφία καθώς εξετάζει σε ευρεία κλίμακα Ευρωπαϊκά δεδομένα επιχειρώντας την περαιτέρω διερεύνηση της Economic Value Added με την εξέταση ενός μείγματος χωρών του Ευρωπαϊκού Βορρά και Νότου. Επίσης, διερευνά το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA, το επιπρόσθετο και την σχέση EVA – MVA.

Εν κατακλείδι, επιχειρήθηκε η επεξεργασία της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας σε ευρεία κλίμακα με στόχο να αποτελέσει ένα πλήρη οδηγό για τους ενδιαφερόμενους ερευνητές στον οποίο θα μπορούν να ανατρέξουν εύκολα, καλύπτοντας ολόκληρο το φάσμα της έρευνας. Προς αυτή την κατεύθυνση συνέβαλε και η προσπάθεια διάσπασης και κατηγοριοποίησης της βιβλιογραφίας σε δέκα επιμέρους υποκατηγορίες βάσει των συγκεκριμένων κριτηρίων που αναφέρθηκαν.

Εν συνεχεία, στο επόμενο τμήμα της διατριβής, παρουσιάζεται η ταυτότητα της έρευνας ήτοι τα δεδομένα και η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε.

---

<sup>62</sup> Δηλαδή αν η EVA εξηγεί την αγοραία αξία και τις μετοχικές αποδόσεις της επιχείρησης καλύτερα από άλλα μέτρα αποδοτικότητας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EVA (ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΜΟΓΕΣ) – ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### 5.1. Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η «ταυτότητα» της εμπειρικής έρευνας, ήτοι η πηγή άντλησης των δεδομένων, το επιλεγθέν δείγμα, η ερευνώμενη περίοδος και η μεθοδολογική προσέγγιση. Στην προσπάθεια για διαλεύκανση του θολού τοπίου των σιβυλλικών αποτελεσμάτων των προηγούμενων ετών, η παρούσα διατριβή επιδιώκει να εξετάσει σε βάθος τη σχέση μεταξύ της EVA και της πραγματικής αξίας μιας επιχείρησης. Η ανάλυση των δεδομένων πραγματοποιείται με τη χρήση διαφορετικών μεθοδολογικών προσεγγίσεων σε επίπεδο εταιρείας, χαρτοφυλακίου, χώρας και ενοποιημένου δείγματος όλων των επιχειρήσεων της εξεταζόμενης γεωγραφικής περιοχής. Στην ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιούνται δυναμικά δεδομένα – τα οποία περικλείουν διαστρωματική και χρονολογική πληροφόρηση - επτά χωρών. Οι ερευνώμενες χώρες είναι: Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία, ενώ τα δεδομένα καλύπτουν χρονικό διάστημα από το 2000 έως και το 2016. Η συλλογή των δεδομένων έγινε από τις έγκριτες βάσεις δεδομένων Bloomberg και Datastream.

Κρίσιμο είναι η διασφάλιση της ορθότητας και ποιότητας της έρευνας η οποία επιδιώχθηκε τόσο στο στάδιο της συλλογής των δεδομένων όσο και στο στάδιο της επεξεργασίας τους. Η μεθοδολογία προσαρμόζεται βάσει των ιδιαίτερων στόχων των επιμέρους κεφαλαίων της έρευνας. Περαιτέρω, διεξάγονται όλοι οι απαιτούμενοι έλεγχοι εγκυρότητας, μέσω: i) της εξέτασης ολόκληρου του δείγματος 2000 – 2016 αλλά και την διάσπασή του σε δύο επιμέρους χρονικές περιόδους, Α' (2000 – 2008) και Β' (2009 -2016), ii) της ενσωμάτωσης στο μοντέλο που κατασκευάστηκε, παραγόντων κινδύνου που έχουν αναδυθεί από την βιβλιογραφική έρευνα, iii) την εναλλακτική στάθμιση – στη βάση της MVA - στην ερμηνεία του χαρτοφυλακίου και iv) την χρήση εναλλακτικών στρατηγικών εκτίμησης. Σημειώνεται ότι εξασφαλίστηκε η δέουσα επιμέλεια μέσω της διενέργειας των απαιτούμενων στατιστικών ελέγχων με

στόχο οι εξισώσεις παλινδρόμησης να δίνουν τους βέλτιστους, γραμμικούς και αμερόληπτους εκτιμητές και ότι το μοντέλο της έρευνας είναι καλά προσδιορισμένο<sup>63</sup>.

Οι ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησίμευσαν στην ανάλυση είναι, η Economic Value Added (EVA), τα Καθαρά Κέρδη (NI), τα Λειτουργικά Κέρδη (OI), το Υπολειμματικό Εισόδημα (RI), τα Επενδεδυμένα Κεφάλαια της επιχείρησης  $i$  στην αρχή του χρόνου  $t$  ( $IC_{it}$ ), το μέγεθος της συνολικής κεφαλαιοποίησης της εταιρείας (MC). Οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι: i) <sup>64</sup> $MVA_{it}$  (Market Value Added) που αποτελεί ουσιαστικά τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης και των επενδεδυμένων κεφαλαίων (όπως αυτά ορίστηκαν στον υπολογισμό της EVA) και αποτελεί ένα μέτρο της αξίας που δημιουργεί κάθε χρόνο η επιχείρηση, ii) η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση (market model adjusted return) της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$  (τα κατάλοιπα του Υποδείγματος της Αγοράς) και iii) οι ολικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Στο Α' μέρος του κεφαλαίου αυτού δίδεται ο τρόπος που προσεγγίζεται υπολογιστικά η EVA, τα βήματα υπολογισμού και οι διακρίσεις της EVA. Επίσης, παρουσιάζονται οι προτεινόμενες λογιστικές προσαρμογές στα μεγέθη των Κερδών και του Κεφαλαίου με στόχο τον ορθό υπολογισμό της EVA. Εν συνεχεία, αναφέρονται οι υπολογισμοί τόσο των ανεξάρτητων όσο και των εξαρτημένων μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν. Στο Β' μέρος της ενότητας πραγματοποιείται επιλογή του δείγματος και των γραμμικών μοντέλων που θα επεξεργαστούν. Τελειώνοντας, στο Γ' μέρος παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά και τα συμπεράσματα της ενότητας.

---

<sup>63</sup> Outliers: έλεγχος για ακραίες τιμές, έλεγχος τριών βημάτων Hausman για ενδογένεια, έλεγχος, Augmented Dickey – Fuller για μοναδιαία ρίζα (unit root) έτσι διασφαλίζεται ότι κάθε σειρά είναι στάσιμη (stationary: I<sub>0</sub>), έλεγχος για αυτοσυσχέτιση (Durbin-Watson, Breusch-Godfrey Serial Correlation LM), έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας (κριτήριο White), πολυσυγγραμμικότητα (συντελεστές συσχέτισης ανεξάρτητων μεταβλητών, κανόνας Klien 1962), κανονικότητα των καταλοίπων (Bera-Jarque), εξειδίκευση (Ramsey reset stability test, omitted variable test), έλεγχος για καλό προσδιορισμό του υποδείγματος της δυναμικής ανάλυσης (Sargan test).

<sup>64</sup> Το υπόδειγμα αυτό μας δίνει τη δυνατότητα να εξετάσουμε άμεσα έναν από τους βασικούς ισχυρισμούς της Stern Stewart ότι η EVA είναι πιο στενά συσχετισμένη με την αξία που «προσθέτει» κάθε χρόνο η επιχείρηση στη λογιστική αξία των κεφαλαίων της.

## **ΜΕΡΟΣ Α' - ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ EVA**

### **5.2. Ορισμός της Economic Value Added - Προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη**

Η ενότητα αυτή οριοθετεί εννοιολογικά την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA), τα συστατικά που την απαρτίζουν, καθώς και τα βήματα για τον υπολογισμό της. Επίσης, παρουσιάζονται οι διακρίσεις της EVA που απαντώνται στη βιβλιογραφία και οι διάφορες μορφές της. Θεμελιώδης είναι η ανάλυση των λογιστικών μετατροπών που προτείνονται από την εταιρεία Stern Stewart<sup>65</sup> για τον υπολογισμό της EVA. Η ενότητα συμπληρώνεται με τους υπολογισμούς των μεταβλητών (Εξαρτημένες και Ανεξάρτητες).

#### **5.2.1. Ορισμός και Υπολογισμός της EVA**

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added (EVA) είναι δημιούργημα της Stern Stewart and Co.<sup>66</sup>, εταιρείας συμβούλων στην Αμερική, και αποτελεί μια εκδοχή του Υπολειμματικού Εισοδήματος. Η EVA ορίζεται ως το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους (Net Operating Profit After Taxes, NOPAT) αφαιρούμενης της συνολικής κεφαλαιακής επιβάρυνσης (Κεφάλαιο \* Κόστος Κεφαλαίου, Capital \* K<sub>c</sub>).

Εναλλακτικά μπορούμε να εκφράσουμε την EVA ως τη διαφορά δύο ποσοστών, μεταξύ του ποσοστού απόδοσης του κεφαλαίου (Return on Invested Capital ή ROIC ή r) και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC<sub>i</sub>), η οποία πολλαπλασιάζεται με την οικονομική λογιστική αξία του κεφαλαίου που δεσμεύεται από την επιχείρηση<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> Αφορά στον τρόπο υπολογισμού τόσο των κερδών όσο και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

<sup>66</sup> Stewart, G. B., III (1991), *The Quest for Value: The EVA TM Management Guide*, New York: Harper Business.

<sup>67</sup> Σύμφωνα με την Stern Stewart τα επενδεδυμένα κεφάλαια αποτελούν το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων υπολογισμένα στην αναπόσβεστη αξία, επενδεδυμένα σε οργανικές δραστηριότητες της επιχείρησης.

Ουσιαστικά λαμβάνοντας την ανωτέρω διαφορά ανάμεσα στην απόδοση του κεφαλαίου και του κόστους του, μετριέται το spread των δύο μεγεθών. Θετικό πρόσημο στην εν λόγω διαφορά μεταφράζεται σε αύξηση αξίας της εταιρείας.

Βάσει των ανωτέρω, ισχύουν ακόλουθες εξισώσεις:

$$\mathbf{EVA = NOPAT - (K_c * Capital)^{68}}$$

*αλλιώς*

$$\mathbf{EVA_t = (ROIC_t - WACC_t) \times IC_{t-1} \quad \acute{\eta} \quad EVA = (r - K_c) * Capital}$$

*όπου:*

WACC ή $K_c$	το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης
$IC_{t-1}$ ή Capital	τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (στην αρχή της χρήσης) είναι το σύνολο ιδίων και ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους
NOPAT	Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά από Φόρους
ROIC ή $r$	Return on Invested Capital, ποσοστό απόδοσης επί του επενδυμένου κεφαλαίου

Θεμελιώδης στόχος της επιχείρησης είναι να αυξάνει την EVA. Τρόποι για να επιτευχθεί αυτό είναι οι κάτωθι:

- ❖ δημιουργία επιπλέον λειτουργικών κερδών με το ίδιο επενδεδυμένο κεφάλαιο
- ❖ προσπάθεια για επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης στις νέες επενδύσεις σε σχέση με το κόστος τους

---

<sup>68</sup> Shil (2009),

Αλγεβρικά:  $EVA = NOPAT - Capital \text{ Costs}$

- ⇒  $NOP(1-T) - Capital \text{ Employed} \times \text{Cost of Capital}$
- ⇒  $Adjusted \text{ NOP} (1-T) - Capital \text{ Employed} \times \text{Cost of Capital}$
- ⇒  $Adjusted \text{ NOP} (1-T) - [Capital \text{ Employed} \times \{(R_e \times E/CE) + (R_d \times D/CE) (1-T) + \dots\}]$
- ⇒  $Return - Capital \text{ Employed} \times WACC$
- ⇒  $(Rate \text{ of ROI} - WACC) \text{ Capital Employed}$



- ❖ επιδίωξη για μείωση του κόστους κεφαλαίου
- ❖ πραγματοποίηση αποεπένδυσης για μη συμφέρουσες επενδύσεις, μειώνοντας, έτσι, το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο
- ❖ κατά τους Young και O'Byrne (2001) πρέπει η επιχείρηση να διευρύνει τα χρονικά διαστήματα στα οποία επιδιώκει να κερδίσει απόδοση μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Σύμφωνα με την Stern Stewart τα Λειτουργικά Κέρδη μετά από Φόρους αποτελούν ένα μέτρο των κερδών της επιχείρησης που προέρχεται από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Βάσει της λειτουργικής προσέγγισης (operating approach - Stewart,1991, σελ.92) τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά από Φόρους (NOPAT) υπολογίζονται με την αφαίρεση από τις πωλήσεις των λειτουργικών δαπανών (και της απόσβεσης). Σημειώνεται, ότι οι μη-ταμειακές λογιστικές εγγραφές δεν λαμβάνονται υπόψη. Στη συνέχεια, γίνονται οι προσαρμογές στο Αποθεματικό που είναι Ισοδύναμο των Ιδίων Κεφαλαίων (π.χ. για το αποθεματικό LIFO και τα μισθώματα leasing). Οι χρηματοοικονομικές δαπάνες (από τόκους) αγνοούνται, ενώ λοιπά λειτουργικά εισοδήματα προστίθενται για τον υπολογισμό του προ φόρων κέρδους (ή Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος προ Φόρων). Τέλος, αφαιρείται από τα λειτουργικά κέρδη η εκτίμηση για τους φόρους που πρέπει να καταβληθούν και έτσι προκύπτει το NOPAT.

Η επιβάρυνση του κεφαλαίου ισούται με το επενδυμένο ή απασχολούμενο κεφάλαιο επί το καθορισμένο από την αγορά μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης ( $K_C$ ). Αποτελεί την απαιτούμενη ταμειακή ροή της ανταμοιβής των επενδυτών για τον κίνδυνο που έχουν αναλάβει, δεδομένου του ύψους του κεφαλαίου που έχουν τοποθετήσει στην επιχείρηση. Το επενδυμένο κεφάλαιο προσδιορίζεται με βάση τις πηγές χρηματοδότησης (χρηματοδοτική προσέγγιση - financing approach) (Stewart,1991, σελ.87). Συγκεκριμένα, τα επενδεδυμένα κεφάλαια αποτελούν το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων όλων των υποχρεώσεων που φέρουν τόκο μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού, την προσθήκη ισοδύναμων στοιχείων ιδίων κεφαλαίων (αποσβεσμένη Υπεραξία - Goodwill, Research and Development) και ισοδύναμων στοιχείων δανειακών κεφαλαίων (Παρούσα Αξία

Λειτουργικών Μισθώσεων). Σημειώνεται ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης που δεν έχουν τόκο, επί παραδείγματι, οι λογαριασμοί πληρωτέοι και οι προκαταβολές πελατών δεν περιλαμβάνονται στο επενδεδυμένο κεφάλαιο. Η αιτιολογία για την παράλειψη των ανωτέρω είναι ότι δεν θεωρούνται χρηματοδότηση της επιχείρησης.

Άρα, το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί στην επιχείρηση θα μπορούσε να αποδοθεί σχηματικά ως κάτωθι:

**Επενδυμένο Κεφάλαιο** = Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία – Βραχ. Υποχρεώσεις που δε φέρουν τόκο

Σύμφωνα με τη Stern Stewart, μια επιχείρηση δημιουργεί πραγματική αξία μόνο όταν κερδίζει περισσότερα από το συνολικό κόστος κεφαλαίου της, όπως ορίστηκε προηγουμένως δηλαδή το μέσο σταθμικό κόστος των κεφαλαίων (WACC) επί τα συνολικά επενδεδυμένα κεφάλαια (IC), ενώ «καταστρέφει» αξία όταν κερδίζει λιγότερα από την κεφαλαιακή της «χρέωση».

### 5.2.2. Βήματα υπολογισμού της Economic Value Added

Ο Shil, (2009), προτείνει έξι βήματα για τον υπολογισμό της Economic Value Added, με την επισήμανση ότι υπάρχει δυνατότητα διαφοροποίησης ανάλογα την επιχείρηση.

Σύμφωνα με την μελέτη του συγγραφέα, τα βήματα έχουν ως εξής:

**1ο βήμα:** Συλλογή και Εξέταση των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (Collect and Review Financial Statements)

Η EVA στηρίζεται στα λογιστικά στοιχεία που παράγονται από τις επίσημες οικονομικές καταστάσεις. Η άντληση των δεδομένων γίνεται από τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και των πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων.

**2ο βήμα:** Αναζήτηση των παραμορφώσεων και πραγματοποίηση λογιστικών προσαρμογών όπου χρειάζεται (Identify the distortions and adjustments required to make it distortion free)

Η Stern Stewart έχει εντοπίσει 164 πιθανές προσαρμογές στα λογιστικά πρότυπα – GAAP – προκειμένου για την ορθότερη απεικόνιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Οι προσαρμογές εφαρμόζονται στα λογιστικά μεγέθη του κεφαλαίου και των λειτουργικών κερδών.

**3ο βήμα:** Προσδιορισμός της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας (Identify the company's capital structure)

Η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης περιλαμβάνει τη σύνθεση των χρημάτων που έχουν επενδυθεί (Ίδια και Ξένα). Ο Stewart έχει προτείνει τη δική του αντιμετώπιση στον υπολογισμό των κεφαλαίων η οποία και αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενη ενότητα.

**4ο βήμα:** Προσδιορισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης (Determine the company's weighted average cost of capital - WACC)

Η εκτίμηση του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί εξαιρετικά επίπονη διαδικασία αλλά παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Το κόστος των κεφαλαίων εξαρτάται από την χρήση τους και όχι από την πηγή προέλευσής τους<sup>69</sup>. Υπάρχει πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων για τον υπολογισμό τους κόστους κεφαλαίων, μια δημοφιλής και απλή μέθοδος είναι η Weighted Average Cost of Capital - WACC (Copeland et. al., 2000).

**5ο βήμα:** Προσδιορισμός των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά από φόρους (Calculate the company's Net Operating Profit After Tax - NOPAT)

---

<sup>69</sup> Van Horne, (2002).

Το NOPAT αποτελεί ένα μέτρο της ικανότητας της επιχείρησης να «δημιουργεί» μετρητά από τις δραστηριότητες, αγνοώντας την κεφαλαιακή της δομή (Dierks and Patel, 1997). Το NOPAT προέρχεται από το NOP απλά αφαιρώντας τους φόρους [ $\text{NOPAT} = \text{NOP} * (1 - T_c)$ ]. Οι προσαρμογές πρέπει να εφαρμοστούν στα λογιστικά κέρδη για να προκύψουν τα οικονομικά κέρδη (economic profit).

#### **6ο βήμα:** Υπολογισμός της EVA (Calculation of Economic Value Added)

Τελικά η Economic Value Added προκύπτει υπολογίζοντας το κατωτέρω τύπο:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital Employed} \times \text{WACC}$$

Αν η EVA έχει θετικό πρόσημο τότε η εταιρεία έχει δημιουργήσει αξία για τους μετόχους ειδάλλως θεωρείται ότι έχει «καταστραφεί» αξία.

Πρέπει να αναφερθεί ότι η EVA και ο τρόπος υπολογισμού της, αποτελούν αντικείμενο διερεύνησης ενώ παρατηρούνται αποκλίσεις μεταξύ των επιχειρήσεων στην διαδικασία και στις μεθόδους μέτρησης (Weaver and Weston, 2002).

### **5.2.3. Διακρίσεις της EVA**

Ο Hoque et al., (2004) στην έρευνά του διακρίνει την EVA στις παρακάτω κατηγορίες με κριτήριο τις παραδοχές που λαμβάνονται για τον υπολογισμό της.

❖ **Basic – βασική:** είναι η «απλή» EVA δίχως αλλαγές στο κεφάλαιο και τα Λειτουργικά Κέρδη - NOPAT, όπως αντλείται άμεσα από τα Λειτουργικά Κέρδη των δημοσιευμένων καταστάσεων.

❖ **Disclosed – δημοσιοποιημένη EVA:** είναι EVA που η ίδια η Stern Stewart and Co. εφαρμόζει για την κατάταξη των επιχειρήσεων, βάσει EVA/MVA. Ο τρόπος που υπολογίζεται λαμβάνει υπόψη συγκεκριμένες προσαρμογές, περίπου 10 τον αριθμό.

❖ **True - πραγματική:** είναι η EVA που προκύπτει αν εφαρμοστούν όλες οι προσαρμογές που προτείνονται στις λογιστικές καταστάσεις.

❖ **Tailored – προσαρμοσμένη:** είναι η EVA που δημιουργείται για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά και στηρίζεται στα ιδιαίτερα στοιχεία κάθε επιχείρησης, τη διοικητική της μορφή, το business plan της, το λογιστικό της σύστημα κ.α. Σημειώνεται ότι, θα πρέπει ο υπολογισμός της EVA να είναι ομοιόμορφος από έτος σε έτος για λόγους συνέπειας και συγκρισιμότητας.

Στη συνέχεια αναφέρεται η σχέση μεταξύ Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας όπως αποτυπώνεται από τον Stewart.

### **Σχέση EVA – MVA κατά τον Stewart (1990, p.153)**

Ο Stewart για τις εισηγμένες εταιρείες εφάρμοσε ένα μέτρο προκειμένου να εκτιμήσει αν η επιχείρηση έχει δημιουργήσει αξία για τους μετόχους. Ειδικότερα, αν η συνολική αξία της επιχείρησης (total market value of a company) είναι μεγαλύτερη από το επενδεδυμένο κεφάλαιο, τότε η επιχείρηση κατάφερε να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους. Στην αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση «κατέστρεψε» αξία για τους μετόχους. Ο Stewart με τον ανωτέρω τρόπο ορίζει την Market Value Added (MVA) και την υπολογίζει ως εξής:

$MVA = \text{Market Value of the company} - \text{Capital Invested}$

⇒  $\text{Market Value of Equity} - \text{Book of Equity}$  (assuming,  $\text{Capital invested} = \text{BV of Equity}$ )

⇒  $(MV - BV) \text{ No of shares outstanding}$

⇒  $\text{Present Value of All Future EVA}$

Με άλλα λόγια,

$\text{Market Value of Equity} = \text{Book Value of Equity} + \text{Present Value of All Future EVA}$

Η επόμενη ενότητα εξετάζει τις πιο αντιπροσωπευτικές προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη, την εφαρμογή, τη χρησιμότητα καθώς και κριτική του οφέλους που προκύπτει από την χρήση τους.

#### **5.2.4. Προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη βάσει της Stern Stewart**

##### **Εισαγωγή – Σκοπός**

Ο G. Bennett Stewart στο βιβλίο του “The Quest for Value” (1991), προτείνει 164 λογιστικές μετατροπές ώστε να εξομαλυνθούν οι όποιες παραμορφώσεις έχουν δημιουργηθεί από την εφαρμογή των λογιστικών προτύπων. Οι εν λόγω προσαρμογές θα επιφέρουν, κατά τον Stewart, την σύγκλιση μεταξύ της λογιστικής αξίας και της πραγματική αξίας μιας επιχείρησης. Πεδίο εφαρμογής των λογιστικών «διορθώσεων» αποτελούν τα επενδεδυμένα κεφάλαια και τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Ο ίδιος ο Stewart αναφέρει ότι παρά την πληθώρα των προτεινόμενων λογιστικών μετατροπών στην πραγματικότητα λιγότερες από 10 είναι εφαρμόσιμες από τις επιχειρήσεις (Stern et al.,1995).

Στο κατωτέρω τμήμα παρατίθενται οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για να είναι οι προσαρμογές εφαρμόσιμες σύμφωνα με διάφορες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί:

Ειδικότερα, ο Young (1997) αναφέρει πότε είναι χρήσιμες οι προσαρμογές:

- i)** Εφόσον αφορούν μεγάλα μεγέθη, ικανά να επηρεάσουν την πραγματική αξία της οικονομικής μονάδας.
- ii)** Οι πληροφορίες και τα δεδομένα είναι διαθέσιμα.
- iii)** Τα στελέχη της επιχείρησης, που δεν ειδικεύονται στα οικονομικά, πρέπει να έχουν τη δυνατότητα κατανόησης των λογιστικών προσαρμογών. Το επιχείρημα αυτό

είναι κρίσιμο διότι οι manager που αποζημιώνονται βάσει της EVA μπορεί να θεωρήσουν ότι αυτή χειραγωγείται από τα οικονομικά τμήματα της επιχείρησης τα οποία στην πραγματικότητα δεν έχουν την κατάλληλη ειδικευση.

Ο Stewart (1991), υποστηρίζει ότι οι προσαρμογές είναι επωφελείς όταν επιφέρουν τα εξής αποτελέσματα:

- i) Το μέγεθος των ποσών είναι τέτοιο που μπορεί να επηρεάσει την μέτρηση της αξίας της επιχειρηματικής μονάδας.
- ii) Τα δεδομένα που χρειάζονται είναι προσβάσιμα.
- iii) Οι μετατροπές είναι κατανοητές από τα εμπλεκόμενα άτομα της επιχείρησης.
- iv) Οι αλλαγές για τουλάχιστον τρία χρόνια να είναι αμετάβλητες.
- v) Οι μετατροπές αφορούν στοιχεία τα οποία βρίσκονται υπό τον έλεγχο των ενδιαφερομένων.

Ο Bhattacharyya (2004), στην έρευνά του αναφέρει ότι οι προσαρμογές πρέπει να έχουν ως στόχο:

- i) Τον υπολογισμό της κατάλληλης EVA που να προσεγγίζει κατά το δυνατό τις πραγματικές ταμειακές ροές και να είναι απαλλαγμένη από τις στρεβλώσεις της λεγόμενης λογιστικής των δεδουλευμένων<sup>70</sup>.
- ii) Η εξάλειψη της λογιστικής διάκρισης μεταξύ ενσώματων παγίων στοιχείων και άυλων περιουσιακών στοιχείων. Τα μεν πρώτα κεφαλαιοποιούνται ενώ τα δεύτερα αντιμετωπίζονται ως έξοδα και όχι ως επένδυση.

---

<sup>70</sup> Accrual accounting: Σύμφωνα με τη μέθοδο τα έσοδα και έξοδα αναγνωρίζονται κατά τη στιγμή της πληρωμής και όχι κατά την ταμειακή εκροή.

iii) Περιορισμό των κινήτρων που έχουν οι manager στη λήψη βραχυχρόνιων και υποβέλτιστων αποφάσεων.

iv) Την εξάλειψη των στρεβλώσεων που δημιουργεί η λογιστική των αποσβέσεων<sup>71</sup>.

### **ΣΤΟΧΟΙ**

Η ανωτέρω «συζήτηση» γύρω από τις λογιστικές μετατροπές που προτείνονται, συνοψίζοντας, έχει τους κάτωθι στόχους:

i) Οι λογιστικές μεταβλητές και οι αντίστοιχοι δείκτες να απεικονίζουν την ορθή αξία της επιχείρησης.

ii) Τα κίνητρα των manager στη λήψη των επιχειρηματικών αποφάσεων να είναι στην ίδια κατεύθυνση με το μακροχρόνιο όφελος της εταιρείας.

iii) Συνεργασία των υπομημάτων της εταιρείας στη βάση της μέτρησης της αποδοτικότητας καθενός.

iv) Επιπλέον, με τη χρήση των λογιστικών προσαρμογών διευκολύνεται και η σύγκριση μεταξύ των επιχειρηματικών μονάδων.

Παρακάτω στη συνέχεια της ενότητας γίνεται ανάλυση των προτεινόμενων λογιστικών προσαρμογών.

### **ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ STERN STEWART**

Ο Stewart προτείνει 164 πιθανές λογιστικές μετατροπές αλλά όπως αναφέρθηκε και προηγούμενα, τελικώς, εφαρμόζονται λιγότερες από δέκα. Η ενότητα έχει ως στόχο την παρουσίαση των πιο αντιπροσωπευτικών λογιστικών μετατροπών όπως αυτές προκύπτουν από την εξέταση της βιβλιογραφίας.

---

<sup>71</sup> Θα αναφερθεί στη συνέχεια η στρέβλωση στην οποία οδηγεί η λογιστική των αποσβέσεων.



Οι πιο διαδεδομένες, βάσει της χρησιμότητά τους, λογιστικές μετατροπές της Stern Stewart απεικονίζονται κατωτέρω:



**Διάγραμμα 12: 5.2.4.:** Λογιστικές μετατροπές στα λογιστικά μεγέθη, βάσει της Stern Stewart.

Στη συνέχεια αναλύονται οι 9 προτεινόμενες λογιστικές μετατροπές:

**i) Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης (Research and Development, R&D)**

Τα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης (Research and Development, R&D) αποτελούν δαπάνες που πραγματοποιεί η επιχειρηματική μονάδα με σκοπό να δημιουργήσει μελλοντικά οφέλη, αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης. Η πρακτική που εφαρμόζουν τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP), αλλά και τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (εφεξής ΕΛΠ), είναι η θεώρησή τους ως εξόδων και όχι ως επενδύσεων<sup>72</sup>. Η εταιρεία Stern Stewart εφαρμόζει την επαναπρόσθεση των Εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D) στα επενδεδυμένα κεφάλαια όπως και την ετήσια μεταβολή των εξόδων έρευνας στα λειτουργικά κέρδη.

<sup>72</sup> Σύμφωνα με τα ΕΛΠ (ν.4308/2014) οι δαπάνες ανάπτυξης αναγνωρίζονται ως περιουσιακό στοιχείο όταν πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις: 1) υπάρχει πρόθεση και τεχνική δυνατότητα εκ μέρους της οντότητας να ολοκληρώσει τα σχετικά στοιχεία ούτως ώστε να είναι διαθέσιμα προς χρήση ή διάθεση, 2) εκτιμάται ως πιθανό ότι τα στοιχεία θα αποφέρουν μελλοντικά κέρδη, 3) υπάρχει αξιόπιστο σύστημα επιμέτρησης των αποδοτέων σε αυτά ποσών κόστους.

Περαιτέρω, η απόσβεση των εξόδων για R&D πρέπει να γίνεται εντός του εύλογου χρονικού διαστήματος που αυτά θα αποφέρουν όφελος για την επιχείρηση. Την ίδια άποψη εκφράζει και ο Ehrbar (1998) ο οποίος ισχυρίζεται ότι με τον ανωτέρω χειρισμό αναγνωρίζονται οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη ως επενδύσεις της επιχείρησης. Επίσης, ο χειρισμός αυτός λειτουργεί αποτρεπτικά στην θέληση των manager για δημιουργία λογιστικών κερδών και κατά συνέπεια τους οδηγεί στη λήψη μακροχρόνιων αποφάσεων για το μέλλον της επιχείρησης.

## *ii) Υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά (goodwill)*

Η άποψη της Stern Stewart για το χειρισμό του Goodwill, δηλαδή της φήμης και πελατείας μιας επιχείρησης, είναι ότι πρέπει να παραμένει στον ισολογισμό της επιχείρησης και όχι να υπόκειται σε απόσβεση. Ως υπεραξία μιας επιχείρησης νοούνται τα άυλα στοιχεία που απαρτίζουν την εξαγοραζόμενη επιχείρηση όπως είναι η ικανότητα να «παράγει» κέρδη λόγω καλής φήμης, αυξημένου πελατολογίου, οργάνωσης, υψηλού επίπεδου προσωπικού<sup>73</sup>, θετικών προοπτικών ανάπτυξης του κλάδου, διείσδυση σε εξειδικευμένους ή μονοπωλιακούς κλάδους, κ.α.

Ειδικότερα, τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα θεωρούν ότι η υπεραξία λογίζεται ως περιουσιακό στοιχείο το οποίο θα αποσβεστεί εντός 40 ετών. Αντίστοιχα και στα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα<sup>74</sup> το goodwill θεωρείται ως περιουσιακό στοιχείο το οποίο υπόκειται, με κάποιες προϋποθέσεις, σε απόσβεση ανάλογα της τιμής κτήσης και της κατηγορίας που ανήκει<sup>75</sup>. Όπως αναφέρθηκε, ο χειρισμός που προτείνεται για το goodwill της εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι να παραμείνει αναπόσβεστο στον

---

<sup>73</sup> Επιστημονική κατάρτιση, εμπειρία, ομαδικότητα και άλλα στοιχεία που συνθέτουν τα χαρακτηριστικά για ένα αξιόπιστο προσωπικό το οποίο αξιοποιείται από την Διοίκηση.

<sup>74</sup> Σημειώνεται επιπρόσθετα ότι η υπεραξία, άυλο περιουσιακό στοιχείο με απεριόριστη ζωή, δεν υπόκειται σε απόσβεση. Στην περίπτωση αυτή τα εν λόγω στοιχεία υπόκεινται σε ετήσιο έλεγχο απομείωσης της αξίας τους. Η υπεραξία με ωφέλιμη ζωή που δεν μπορεί να προσδιοριστεί αξιόπιστα υπόκειται σε απόσβεση, με περίοδο απόσβεσης τα (10) έτη. Σχετ. Άρθρο 18 παρ.1,2,3 και Παράρτημα των ΕΛΠ.

<sup>75</sup> Η υπεραξία ως άυλο στοιχείο περιλαμβάνεται στα πάγια περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 18 των ΕΛΠ. Ως υπεραξία (goodwill) νοείται η διαφορά μεταξύ του τιμήματος για την απόκτηση μέρους ή του συνόλου μιας οντότητας και του αθροίσματος της εύλογης αξίας των εξατομικεύσιμων καθαρών περιουσιακών στοιχείων. Θετική υπεραξία αντιπροσωπεύει μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν μπορούν να εξατομικευθούν και να αναγνωριστούν ξεχωριστά κατά την εξαγορά μιας οντότητας. Αρνητική υπεραξία συνήθως υποδηλώνει αγορά σε τιμή ευκαιρίας.

ισολογισμό. Η μέχρι τώρα τρέχουσα απόσβεση του goodwill θα προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη και όλες οι ενδεχόμενες αποσβέσεις στο παρελθόν θα προστίθενται στο κεφάλαιο της εταιρείας. Η λογική της αντιμετώπισης του goodwill βασίζεται στην πεποίθηση ότι η φήμη και η πελατεία δεν φθίνουν απαραίτητα με την πάροδο του χρόνου και έχουν αόριστη διάρκεια ζωής.

Η ανωτέρω αντιμετώπιση έχει τα εξής αποτελέσματα:

- α) Την αποφυγή της υποεκτίμησης των πραγματικά επενδυμένων κεφαλαίων της επιχείρησης. Ο λόγος είναι ότι με τη διαγραφή της υπεραξίας χάνεται ένα κομμάτι της επένδυσης.
- β) Οι manager εστιάζουν περισσότερο στην οικονομική αξία της επιχείρησης και όχι στη λογιστική αποτίμηση της εταιρείας.

### *iii) Λειτουργικές μισθώσεις (Operating Leasing)*

Η έννοια της λειτουργικής μίσθωσης αφορά τη μεταβίβαση από τον εκμισθωτή στον μισθωτή του δικαιώματος χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου για καθορισμένη, με σύμβαση, χρονική περίοδο και αντάλλαγμα την καταβολή μισθώματος. Η πρακτική που ακολουθείται στην ελληνική φορολογία είναι τα ανωτέρω μισθώματα να αντιμετωπίζονται ως έξοδα και να βγαίνουν από τον ισολογισμό. Αποτέλεσμα αυτής της αντιμετώπισης είναι η υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και του επενδεδυμένου κεφαλαίου, ενώ, τα λειτουργικά κέρδη εμφανίζονται και αυτά μειωμένα.

Υπό το πρίσμα της Stern Stewart οι λειτουργικές μισθώσεις εξομοιώνονται με δανειακά κεφάλαια και τα περιουσιακά στοιχεία που μισθώνονται αποτελούν κατ' ουσίαν πάγιο ενεργητικό. Η προτεινόμενη προσαρμογή, κατά τον Stewart, είναι η επαναπρόσθεση στο κεφάλαιο των πληρωμών για μισθώματα στο μέλλον αφού προεξοφληθούν στο κόστος δανεισμού της επιχείρησης καθώς και πρόσθεση της παρούσας αξίας των μισθώσεων επί το δανειακό κόστος στα λειτουργικά κέρδη.

#### iv) Αποσβέσεις

Στα αμερικανικά GAAP η γραμμική μέθοδος (straight line depreciation) αναγνωρίζεται ως η βασική μέθοδος απόσβεσης. Σύμφωνα με την άποψη της Stern Stewart (Ehrbar, 1998), οι εταιρείες που έχουν μακρόχρονη διάρκεια ζωής και επενδύουν αντίστοιχα σε πάγια με αυξημένο χρονικό ορίζοντα ζωής δεν πρέπει να εφαρμόζουν την εν λόγω μέθοδο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η υιοθέτηση της σταθερής απόσβεσης δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική ετήσια μείωση της αξίας των μηχανημάτων.

Στην Ελληνική νομοθεσία ακολουθείται διαφορετική πρακτική μεταξύ φορολογικών και λογιστικών αποσβέσεων. Παρατίθενται ακολούθως οι βασικές διαφορές μεταξύ λογιστικών αποσβέσεων κατά τα ΕΛΠ (άρθρο 18 του ν.4308/2014) και φορολογικών αποσβέσεων κατά τον Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος (άρθρο 24 του ν.4172/2013).

	Φορολογικές Αποσβέσεις ν.4308/2014, άρθρο 18	Λογιστικές Αποσβέσεις ν.4172.2013, άρθρο 24
Μεθοδολογία	Σταθερή μέθοδος	α) Σταθερή μέθοδος β) Φθίνουσα μέθοδος γ) Μέθοδος παραγόμενων μονάδων
Έναρξη Απόσβεσης	Τον επόμενο μήνα από τον μήνα που το πάγιο τίθεται σε λειτουργία	Το πάγιο είναι έτοιμο προς χρήση
Συντελεστής Απόσβεσης	Όπως προβλέπονται στο άρθρο 24 παρ. 4 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος	Κατ' εκτίμηση της οντότητας

**Πίνακας 17: 5.2.4.:** Πίνακας παρουσίασης διαφορών μεταξύ φορολογικών και λογιστικών αποσβέσεων.

Η μέθοδος που προωθείται από την Stern Stewart είναι η μέθοδος αύξουσας (sinking fund) απόσβεσης σύμφωνα με την οποία η απόσβεση στην αρχή είναι μειωμένη για να αυξηθεί όσο περνάνε τα χρόνια χρησιμοποίησης του παγίου<sup>76</sup>.

Το σκεπτικό αυτής της αντιμετώπισης είναι να μην λειτουργεί αποτρεπτικά προς τους manager και να θεωρούν την αντικατάσταση των παγίων σχετικά μεγάλη δαπάνη.

<sup>76</sup> Ουσιαστικά ακολουθεί την ωφέλιμη ζωή του παγίου.

Επιπλέον, η μέθοδος της απόσβεσης θα ακολουθεί την πορεία της πραγματικής χρήσης του μηχανήματος.

**v) Προβλέψεις**

Ως πρόβλεψη (provision) νοείται μια υποχρέωση σαφώς καθορισμένης φύσης η οποία, κατά την ημερομηνία του ισολογισμού, είναι περισσότερο πιθανό να συμβεί από το να μην συμβεί ή βέβαιο ότι θα προκύψει αλλά είναι αβέβαιη ως προς το ποσό ή και το χρόνο που θα προκύψει<sup>77</sup>. Αλλιώς, πρόβλεψη θεωρείται γενικά η κράτηση κάποιου ποσού σε βάρος του λογαριασμού γενικής εκμεταλλεύσεως ή του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Σκοπός αυτής της ενέργειας είναι η κάλυψη ενδεχόμενης ζημιάς ή κάποια πιθανή υποτίμηση στοιχείων του Ενεργητικού.

Προκειμένου να περιοριστεί η δυνατότητα χειραγώγησης των αποτελεσμάτων η Stern Stewart προτείνει κάποιες προσαρμογές στα λογιστικά μεγέθη. Ειδικότερα, η εταιρεία ακολουθεί την πολιτική της επαναπρόσθεσης του συνόλου των προβλέψεων στα επενδεδυμένα κεφάλαια ενώ οι αυξήσεις στις προβλέψεις προστίθενται στα λογιστικά κέρδη.

**vi) *Deferred Taxes (Φόροι πληρωτέοι σε επόμενες χρήσεις)***

Ο αναβαλλόμενος φόρος αποτελεί λογιστική έννοια και αναφέρεται σε μια μελλοντική υποχρέωση ή απαίτηση που πηγάζει από τη διαφορά στην αναγνώριση των κερδών και των ζημιών στις επίσημες λογιστικές καταστάσεις και την αναγνώρισή τους από την φορολογική νομοθεσία. Επί παραδείγματι, ο Young (1997) αναφέρει ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο παρατηρείται ότι πολλές επιχειρήσεις εφαρμόζουν στη σταθερή μέθοδο απόσβεσης (straight line depreciation) για τον καθορισμό των λογιστικών κερδών και αύξουσα για φορολογικούς σκοπούς, δημιουργώντας αναβαλλόμενους φόρους.

---

<sup>77</sup> Η πρόβλεψη αντιπροσωπεύει την βέλτιστη εκτίμηση του ποσού που θα απαιτηθεί για την κάλυψη της σχετικής υποχρέωσης. Η χρήση εκτιμήσεων, όπως ορίζεται σχετικά στο ΔΛΠ 37, είναι ένα ουσιαστικό μέρος της κατάρτισης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και δεν υπονομεύει την αξιοπιστία τους.

Στην Ελληνική νομοθεσία αναφέρεται ότι οι οντότητες που εφαρμόζουν τα ΕΛΠ δύναται να αναγνωρίζουν αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις τους. Όπως ρητά προκύπτει από τις διατάξεις της παρ.3 του άρθρου 23 των ΕΛΠ, η αναγνώριση του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος αποτελεί δυνατότητα και όχι υποχρέωση για τις υποκείμενες στα ΕΛΠ οντότητες. Ως αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση (deferred tax asset) νοείται, σύμφωνα με τους ορισμούς των ΕΛΠ, το ποσό του φόρου εισοδήματος που είναι ανακτήσιμος σε μελλοντικές περιόδους από εκπιπτόμενες προσωρινές διαφορές, μεταφερόμενες φορολογικές ζημιές και μεταφερόμενους αχρησιμοποίητους πιστωτικούς φόρους (tax credits). Παραδείγμα προσωρινών διαφορών που καταλήγουν σε αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις μπορεί να είναι η περίπτωση απόσβεσης που χρησιμοποιείται στον προσδιορισμό του φορολογητέου αποτελέσματος η οποία διαφέρει από αυτήν που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του λογιστικού αποτελέσματος. Ο λογαριασμός που χρησιμοποιείται για την αναγνώριση των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων, σύμφωνα με το σχέδιο λογαριασμών των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων, είναι ο λογαριασμός 39 «Αναβαλλόμενοι φόροι ενεργητικού».

Αντιστοίχως, αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση (deferred tax liability) νοείται, σύμφωνα με τους ορισμούς των ΕΛΠ, το ποσό του φόρου εισοδήματος που οφείλεται σε μελλοντικές περιόδους, σε σχέση με φορολογητέες προσωρινές διαφορές. Παραδείγματα, προσωρινών διαφορών που καταλήγουν σε αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις μπορεί να είναι τα παρακάτω: α) έσοδα τόκων περιλαμβάνονται στο λογιστικό κέρδος με βάση την περίοδο που αφορούν αλλά ενδέχεται να συμπεριλαμβάνονται στο φορολογητέο κέρδος όταν εισπράττονται, β) απόσβεση που χρησιμοποιείται στον προσδιορισμό του φορολογητέου αποτελέσματος μπορεί να διαφέρει από αυτήν που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του λογιστικού αποτελέσματος. Ο λογαριασμός που χρησιμοποιείται για την αναγνώριση των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων, σύμφωνα με το σχέδιο λογαριασμών των ΕΛΠ, είναι ο λογαριασμός 59 «Αναβαλλόμενοι φόροι παθητικού».

Συνοψίζοντας, η επιχείρηση έχει απαίτηση από αναβαλλόμενους φόρους όταν το φορολογητέο κέρδος υπερβαίνει το λογιστικό και αντίστοιχα υποχρέωση από αναβαλλόμενους φόρους όταν ισχύει το αντίθετο. Στη βάση της αντιμετώπισης του φαινομένου ο Stewart προτείνει οι αναβαλλόμενοι φόροι να θεωρηθούν ως ένα «ισοδύναμο» Ιδίων Κεφαλαίων. Οι προτεινόμενες προσαρμογές από τον Stewart είναι:

α) στο Κεφάλαιο αφαιρείται η καθαρή απαίτηση από αναβαλλόμενη φορολογία, β) στο NOPAT προστίθεται ο αναβαλλόμενος φόρος.

**vii) Φοροαπαλλαγές από τόκους (*interest tax shield*)**

Η πρακτική που ακολουθείται από τα αμερικανικά GAAP αλλά και από τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα είναι οι τόκοι από δάνεια, όταν καθίστανται δεδουλευμένοι, να εκπίπτουν από τα φορολογικά έσοδα της εταιρείας. Ως βασικό κριτήριο για την αναγνώριση των τόκων αποτελεί να αφορούν παραγωγικές δραστηριότητες της εταιρείας.

Η προσαρμογή που προτείνεται είναι να προστίθεται η ανωτέρω έκπτωση των τόκων στους «λειτουργικούς» φόρους. Ο στόχος είναι η αφαίρεση της επίδρασης της χρηματοδότησης με δανεισμό στη φορολογική επιβάρυνση και εν συνεχεία σωστότερος υπολογισμός του NOPAT.

**viii) Κοστολόγηση αποθεμάτων**

Τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα για την αποτίμηση των αποθεμάτων χρησιμοποιούν τη μέθοδο LIFO. Αντίθετα στην Ελλάδα το τοπίο είναι εκ διαμέτρου αντίθετο. Ειδικότερα, με την εισαγωγή των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων (ΕΛΠ), το κόστος κτήσης του τελικού αποθέματος προσδιορίζεται ως εξής: α) σύμφωνα με τη μέθοδο «Πρώτο Εισαχθέν - Πρώτο Εξαχθέν» (FIFO) ή τη μέθοδο του μέσου σταθμικού όρου ή άλλη τεκμηριωμένα γενικά αποδεκτή μέθοδο. Η χρήση της μεθόδου «Τελευταίο Εισαχθέν - Πρώτο Εξαχθέν» (LIFO) δεν επιτρέπεται.<sup>78</sup>

Ο Stewart παίρνει θέση υπέρ της μεθόδου FIFO υποστηρίζοντας ότι η συγκεκριμένη μέθοδος αντικατοπτρίζει ορθότερα την τρέχουσα τιμή αντικατάστασης. Η αντιμετώπιση που προτείνεται, για τις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν τη μέθοδο LIFO, είναι η πρόσθεση στον ισολογισμό της διαφοράς της αξίας των αποθεμάτων που δίνουν οι μέθοδοι LIFO και FIFO.

---

<sup>78</sup> Νόμος 4308/2014 Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα.

Βάσει του IAS 2 η αποτίμηση των αποθεμάτων πραγματοποιείται στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ του κόστους και της καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας χρησιμοποιώντας μια εκ των μεθόδων FIFO και μέσο σταθμικού κόστους.

**ix) Κατασκευές υπό εξέλιξη (ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση)**

Οι κατασκευές υπό εκτέλεση λογίζονται τόσο από τα αμερικανικά όσο και από τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα ως στοιχεία περιουσίας. Ο λογαριασμός «Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές κτήσεως παγίων στοιχείων» παρακολουθεί τα ποσά που διατίθενται για την κατασκευή νέων ενσώματων παγίων στοιχείων. Στο τέλος της χρήσης το υπόλοιπο του λογαριασμού παραμένει και μεταφέρεται στην καινούργια χρήση, εφόσον κατά το τέλος της χρήσεως, δεν ολοκληρώθηκε η κατασκευή. Στη νέα χρήση ο λογαριασμός χρεώνεται με το κόστος κατασκευής της χρονιάς. Μετά την ολοκλήρωση της κατασκευής το συνολικό κόστος κατασκευής του παγίου στοιχείου μεταφέρεται στους λογαριασμούς παγίων στοιχείων.

Η άποψη της Stern Stewart επί του αντικειμένου είναι ότι, οι ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη δεν θα πρέπει να αυξάνουν το επενδεδυμένο κεφάλαιο. Η αιτιολόγηση που δίδεται στηρίζεται στην άποψη ότι θα πρέπει πρώτα να ολοκληρωθούν οι κατασκευές και να γίνουν παραγωγικές.

Επομένως, προτείνεται από την Stern Stewart η αφαίρεση των ακινήτοποιήσεων υπό εξέλιξη από τα επενδεδυμένα κεφάλαια για την τρέχουσα χρήση και όταν είναι λειτουργικές (ολοκληρωθούν) να επαναπροστεθούν πίσω. Η λογική αυτής της αντιμετώπισης προκύπτει από την παροχή κινήτρων στους manager να πραγματοποιήσουν επενδύσεις δίχως τον φόβο μείωσης των επιδόσεων της επιχείρησης.

Σημειώνεται ότι λόγω των συχνών μεταβολών στην φορολογική νομοθεσία η αντιμετώπιση των ανωτέρω ζητημάτων είναι θέμα πραγματικό και επιδέχεται διαφορετικής αντιμετώπισης ανά έτος. Η τελευταία παρατήρηση αντιβαίνει σε μια εκ των σημαντικότερων παραδοχών του Stewart (1991) σύμφωνα με την οποία ο τρόπος υπολογισμού της EVA οφείλει να ακολουθεί σταθερό τρόπο για τουλάχιστον τρία έτη.



### **5.2.5. Υπολογισμοί των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στις στατιστικές υποθέσεις**

Η παρούσα υποενότητα στοχεύει στην παρουσίαση των βασικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για τους σκοπούς της ανάλυσης. Αρχικώς, εξετάζονται οι εξαρτημένες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στις παλινδρομήσεις και στη συνέχεια οι ερμηνευτικές μεταβλητές.

#### ***Εξαρτημένες Μεταβλητές***

Στην κατηγορία των εξαρτημένων μεταβλητών εντάσσονται οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις, οι ολικές μετοχικές αποδόσεις και η αγοραία προστιθέμενη αξία (MVA – market value added).

Η ικανότητα της EVA να ερμηνεύσει τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων σε σύγκριση με άλλα μέτρα κερδοφορίας (Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα - Residual Income) καθώς και ο έλεγχος του κατά πόσο η EVA περικλείει πληροφοριακό περιεχόμενο, χρήσιμο για την εξήγηση τους (πέραν αυτού των υπολοίπων μέτρων κερδοφορίας), πραγματοποιήθηκε με την εκτίμηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων, για περίοδο ενός έτους, καθ' όλο το ερευνώμενο διάστημα. Κρίνεται ότι η χρησιμοποίηση των υπερβαλλουσών μετοχικών αποδόσεων της αγοράς εξυπηρετεί τους στόχους της διατριβής όπου ερευνάται εάν οι ex ante χρηματοδοτικές αποφάσεις επηρεάζουν τις ex post αποδόσεις των μετοχών και συνεπώς θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στην αποτίμηση των επενδυτικών αποφάσεων.

(Fama et. al., 1969), οι μετοχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων λογαριάζονται ανά μήνα, ως η λογαριθμική διαφορά, των διαδοχικών τιμών κλεισίματος τα οποία έχουν προσαρμοσθεί για διανομή μερίσματος, διάσπαση και έκδοση δικαιώματος. Hanhardt et.al. (2008), εκφράζουν την άποψη, που ακολουθείται από την παρούσα εργασία, ότι οι μηνιαίες μεταβολές των μετοχικών αποδόσεων είναι προτιμητέες, διότι παρότι λαμβάνουν υπόψη την ταχύτητα της κερδοσκοπικής προσαρμογής, μετριάζουν πιθανά προβλήματα σχετικά με θέματα μικροδομής όπως επί παραδείγματι η διαφορά προσφοράς – ζήτησης. Στη διεθνοποιημένη ανάλυση η χρησιμοποίηση των μηνιαίων τιμών «θεραπεύει» το πρόβλημα της μη ταυτόχρονης διαπραγμάτευσης των μετοχών

στις κεφαλαιαγορές των ερευνώμενων χωρών λόγω διαφορετικών ημερών λειτουργίας των χρηματιστηρίων. Επομένως, στην παρούσα διατριβή η ετήσια υπερβάλλουσα απόδοση κάθε μετοχής υπολογίζεται ως το άθροισμα των μηνιαίων λογαριθμικών αποδόσεων της μετοχής μείον την αναμενόμενη ετήσια απόδοση της μετοχής όπως αυτή προκύπτει από το υπόδειγμα της αγοράς<sup>79</sup> υπολογισμένη για μια περίοδο που λήγει τρεις μήνες μετά το τέλος κάθε χρήσης.

Επίσης, ως εξαρτημένη μεταβλητή πέραν των μη αναμενόμενων αποδόσεων που χρησιμοποιούνται στην βασική ανάλυση χρησιμοποιούνται και οι συνολικές μετοχικές αποδόσεις. Ειδικότερα, επαναπροσδιορίζεται η αρχική ανάλυση μέσω της επανάληψης των παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή τις πραγματικές αποδόσεις. Οι συνολικές μετοχικές αποδόσεις λαμβάνονται σε ετήσια βάση και υπολογίζονται από το άθροισμα των πραγματικών μηνιαίων αποδόσεων.

### ***Ερμηνευτικές Μεταβλητές***

Στην κατηγορία των ερμηνευτικών μεταβλητών εντάσσονται οι κάτωθι μεταβλητές:

Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added): Η EVA ορίζεται ως το Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά από φόρους (Net Operating Profit After Taxes, NOPAT) αφαιρουμένης της συνολικής κεφαλαιακής επιβάρυνσης (Κεφάλαιο \* Κόστος Κεφαλαίου, Capital \* K<sub>c</sub>). Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added (EVA) είναι δημιούργημα της αμερικανικής εταιρείας συμβούλων Stern Stewart and Co και αποτελεί παραλλαγή του Υπολειμματικού Εισοδήματος με τη διαφορά στον τρόπο υπολογισμού των κερδών και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Συγκριτικό πλεονέκτημα της παρούσας έρευνας είναι ότι τα στοιχεία για την EVA αντλήθηκαν από ενιαία βάση δεδομένων (Bloomberg) για όλες τις χώρες. Το γεγονός αυτό είναι καίριας σημασίας καθώς εξασφαλίζει την ποιότητα και συγκρισιμότητα των δεδομένων. Επιπλέον, θεραπεύει την δεδομένη αδυναμία να εξεταστούν για τόσο

---

<sup>79</sup>  $E(r_i) = a + \beta x R_m$ , όπου  $R_m$  η πραγματική απόδοση της αγοράς όπως εκφράζεται με τον γενικό δείκτη.

μεγάλο δείγμα οι λογιστικές καταστάσεις τόσο μεγάλου αριθμού εταιρειών με διαφορετικά δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία και σε πολλές περιπτώσεις ελλιπή.

Καθαρά Κέρδη (Net Income): Ως Καθαρά Κέρδη νοούνται τα κέρδη όπως αυτά λαμβάνονται από τα δημοσιευμένα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεων. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης και εξαιτίας της μεγάλης ευρύτητας του δείγματος που απαρτίζεται από επτά χώρες (Ελλάδα, Ιταλία, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο) τα στοιχεία αντλήθηκαν από την βάση Bloomberg. Περαιτέρω, με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται η ομοιογένεια και η συγκρισιμότητα μεταξύ των υπό διερεύνηση χωρών.

Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income): Ως Λειτουργικά Κέρδη νοούνται τα Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης όπως εμφανίζονται στη δημοσιευμένη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από την έγκριτη βάση δεδομένων Bloomberg για όλες τις χώρες για λόγους ομοιογένειας των στοιχείων.

Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income): Το μέτρο προέκυψε με τον υπολογισμό της εξίσωσης: Λειτουργικά κέρδη – Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου X Σύνολο ενεργητικού, η διαδικασία αυτή ακολουθήθηκε και από τον Κυριαζή (2003).

Αγοραία Προστιθέμενη Αξία (Market Value Added): Ως MVA ορίζεται η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης (market value of equity + book value of debt) και των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

Τρέχουσα Κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης (Market capitalization): Ως τρέχουσα κεφαλαιοποίηση νοείται η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας που είναι ίση με τον αριθμό των μετοχών της, επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία τους.

## **ΜΕΡΟΣ Β΄**

### **ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ**

#### **5.3. Επιλογή του Δείγματος**

Το δείγμα απαρτίζεται από όλες τις εισηγμένες – μη χρηματοοικονομικές εταιρείες της Ελλάδας, Ισπανίας, Ιταλίας, Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανίας, Γαλλίας και Ολλανδίας. Ο σκοπός της εξαίρεσης τραπεζών, ασφαλειών, επιχειρήσεων συμμετοχών καθώς και εταιρειών επενδύσεων εδράζει στην προσπάθεια οι εξεταζόμενες εταιρείες να καταρτίζουν συγκρίσιμες λογιστικές<sup>80</sup> καταστάσεις ώστε να καθίσταται εφικτή η συγκρισιμότητα κατά την εξαγωγή των συμπερασμάτων.

Στην διατριβή έχει επιλεγθεί ένα ευρύ δείγμα ετών (2000 – 2016), με απώτερο στόχο να εξετασθεί όσο το δυνατόν και για μεγαλύτερη περίοδο η συμπεριφορά της EVA αλλά και των υπολοίπων διερευνώμενων μέτρων κερδοφορίας. Ως εκ τούτου, η χρονική ευρύτητα του δείγματος συνετέλεσε να συμπεριληφθεί στην ανάλυση μεγαλύτερος όγκος παρατηρήσεων ενώ επιπλέον ενέχεται και πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικό με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση που δεν περικλείουν οι μέχρι σήμερα σχετικές εργασίες. Περαιτέρω, το δείγμα διαιρέθηκε σε δύο περιόδους, την Α΄ (2000 – 2008) και την Β΄ (2009 - 2016) με σκοπό την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων αλλά και την πραγματοποίηση συγκρίσεων.

Το ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών που βρίσκονται στο μικροσκόπιο της ανάλυσης απαρτίζεται από 1.262 εταιρείες. Ο ευρωπαϊκός βοράς απαριθμεί 744 εταιρείες οι οποίες διαχωρίζονται, ανά κράτος, ως εξής: Ηνωμένο Βασίλειο 227, Γερμανία 287, Γαλλία 184 και Ολλανδία 46. Τα εξεταζόμενο ευρωπαϊκό δείγμα συμπληρώνεται και από τις χώρες του νότου οι οποίες συνολικά απαριθμούν 539 εταιρείες. Ειδικότερα, οι εταιρείες που συμβάλουν στο δείγμα ανά χώρα είναι ως εξής: Ιταλία 220, Ισπανία 120, Ελλάδα 199.

---

<sup>80</sup> Ισολογισμός, Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως, Πίνακας Διάθεσης Κερδών, κ.α.

Οι εξεταζόμενες εταιρείες του δείγματος των επτά χωρών κατηγοριοποιήθηκαν βάσει των κριτηρίων του Bloomberg (Industry Classification: I.C.B.) σε 9 τομείς που εμπεριέχουν ολόκληρο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας πλην αυτής του χρηματοοικονομικού πεδίου. Διευκρινίζεται ότι σε κάποιους κλάδους ο αριθμός των εταιρειών, ανά χώρα, είναι μικρός όμως το γεγονός αυτό κρίνεται ως αναμενόμενο λόγω της φύσης τους. Για το λόγο αυτό η κλαδική μελέτη πραγματοποιείται στο ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών. Ο αριθμός των εταιρειών είναι (1.283) και ανά κλάδο: oil&gas: Πετρέλαιο - Φυσικό Αέριο (48), basic\_materials: Πρώτες Ύλες (33), consumer\_goods: είναι τα Προσωπικά και Οικιακά Αγαθά/Τρόφιμα – Ποτά (294), consumer\_service: είναι ο τομέας Εμπόριο/Μέσα Ενημέρωσης/Ταξίδια - Αναψυχή (385), health\_care: υγεία (68), industrials: Βιομηχανικά Προϊόντα/Κατασκευές/Υλικά Κατασκευών (307), technology: τεχνολογία (95), telecommunication: Τηλεπικοινωνίες (17), utilities: Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας (36).<sup>81</sup>

Η διασφάλιση της ποιότητας της έρευνας επιδιώχθηκε τόσο στο στάδιο της συλλογής των δεδομένων όσο και στο στάδιο της επεξεργασίας τους. Συνοπτικά αναφέρεται ότι πραγματοποιούνται όλοι οι απαιτούμενοι έλεγχοι εγκυρότητας, μέσω: i) της χρονικής διάσπασης του δείγματος σε δύο επιμέρους υποενότητες, ii) της ενσωμάτωσης στο μοντέλο που κατασκευάστηκε των απαραίτητων ανεξάρτητων μεταβλητών που έχουν αναδυθεί από την βιβλιογραφική έρευνα και iii) την χρήση εναλλακτικών στρατηγικών εκτίμησης. Κλείνοντας, αναφέρεται ότι η άντληση των δεδομένων έγινε από τις έγκριτες βάσεις δεδομένων Bloomberg και Datastream.

---

<sup>81</sup> Στο σημείο αυτό διευκρινίζεται ότι, λόγω τόσο του μεγάλου αριθμού εταιρειών όσο και των πολλών εξεταζόμενων μεταβλητών ενδεχόμενα σε κάποιες παλινδρομήσεις να υπάρχουν διαφορές στον αριθμό των εταιρειών που συμμετέχουν εξαιτίας π.χ. της έλλειψης στοιχείων σε κάποιο έτος για μια εταιρεία.

## 5.4. Περιγραφή στατιστικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία

### Εισαγωγή

Σκοπός της ενότητας αυτής είναι να γίνει συνοπτική παρουσίαση των σημαντικότερων υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία για την διερεύνηση του πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Από την επισκόπηση των μελετών παρουσιάζονται τα εμπειρικά μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να συνδεθούν οι ερμηνευτικές μεταβλητές (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) με τις ανά περίπτωση διερευνώμενες εξαρτημένες μεταβλητές (υπερβάλλουσες αποδόσεις, ολικές αποδόσεις και MVA). Μέσω αυτής της αναζήτησης θα προκύψουν και τα μοντέλα που επιλέχθηκαν και θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα μελέτη.

### 5.4.1. Στατιστικά υποδείγματα ελέγχου του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της Economic Value Added

Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου έχει ως βασικό θεωρητικό υπόβαθρο τη μελέτη των Biddle, Seow, Siegel (1995)<sup>82</sup>. Ειδικότερα, οι συγγραφείς χρησιμοποιούν την εξίσωση:

$$D_t = b_0 + b_1 FE_t/MVE_{t-1} + e_t \quad (A)$$

όπου:

$D_t$ : υπερβάλλουσα (μη αναμενόμενη) απόδοση της μετοχής  $i$  στον χρόνο  $t$ <sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Biddle, G. C., Bowen, R. and Wallace, J. S., 'Does EVA beat earnings Evidence on associations with stocks returns and firm values. (1995), 301-336.

<sup>83</sup> Όπως αυτή υπολογίζεται από τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και της αναμενόμενης απόδοσης η οποία προκύπτει από το Υπόδειγμα της Αγοράς.

FE<sub>t</sub>: που είναι το λάθος πρόβλεψης (forecast error) για το δεδομένο λογιστικό μέτρο (π.χ. CFO, EBEI, RI ή EVA).

MVE<sub>t-1</sub>: είναι η αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου στην αρχή του χρόνου

e<sub>t</sub>: διαταρακτικός όρος.

Οι συγγραφείς ορίζουν το forecast error ως  $FE_t = X_t - E(X_t)$  όπου η αναμενόμενη τιμή του μέτρου κερδοφορίας ακολουθεί ένα αυτοπαλίνδρομο σχήμα n τάξεως.

$$E(X_t) = \delta + \phi_1 X_{t-1} + \phi_2 X_{t-2} + \phi_3 X_{t-3} + \dots + \phi_n X_{t-n} \quad (B)$$

Αντικαθιστώντας τη (B) στην (A), λαμβάνουμε:

$$D_{it} = b_0 + b_1(X_{it} - (\delta + \phi_1 X_{it-1} + \phi_2 X_{it-2} + \phi_3 X_{it-3} + \dots)) / MVE_{it-1} + e_{it} = \\ = b'_0 + b'_1 X_t / MVE_{t-1} + b'_2 X_{t-1} / MVE_{t-1} + b'_3 X_{t-2} / MVE_{t-1} + \dots + e_{it},$$

Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι η τελευταία εξίσωση περιλαμβάνει διαφορετικές προδιαγραφές για τις προσδοκίες της αγοράς (random-walk, ARIMA<sup>84</sup>, constant stock price multiple, and combined “levels and changes” specifications). Επισημαίνουν ότι παρότι το μοντέλο είναι ικανό να λάβει άπειρο πλήθος χρονικών υστερήσεων. Στην πράξη, όμως, περιορίζονται σε μία μόνο χρονική υστέρηση λόγω της πιθανής ύπαρξης διαρθρωτικών αλλαγών σε μεγάλη χρονική περίοδο.

Επομένως, το μοντέλο έχει την εξής μορφή:

$$D_t = b'_0 + b'_1 X_t / MVE_{t-1} + b'_2 X_{t-1} / MVE_{t-1} + e_t$$

Το μοντέλο αυτό είναι όμοιο με το μοντέλο “levels and changes analysis model” που προτάθηκε από τους Easton and Harris (1991).

Τελικώς, οι Biddle et al, χρησιμοποιούν την εξίσωση:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{it}/P_{it-1}) + b_2(E_{it-1}/P_{it-1}) + e_{it}$$

<sup>84</sup> Autoregressive integrated moving average (ARIMA) model το οποίο αποτελεί γενίκευση του autoregressive moving average (ARMA) model. Τα μοντέλα χρησιμοποιούνται σε δεδομένα χρονολογικών σειρών.

με  $E_{it} = X_{it}/\text{αριθμός μετοχών στην αγορά}$

Οι Easton and Harris (1991), που αναφέρθηκαν ανωτέρω, με το μοντέλο “levels and changes analysis model” χρησιμοποίησαν την εξίσωση:  $R_{it}=a_{1t}+b_{1t}(E_{it}/P_{it-1})+b_{2t}\{(E_{it} - E_{it-1})/P_{it-1}\}+e_{it}$ , με την οποία συνδέουν λογιστικά κέρδη με τις μετοχικές αποδόσεις. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι παρατηρείται σε πολλές μελέτες η κανονικοποίηση των εξεταζόμενων μεγεθών. Η λογική πίσω από αυτή την πρακτική είναι η εκ των προτέρων αποφυγή προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας που ενδεχομένως να προκαλέσει η ανομοιογένεια των δεδομένων. Επί παραδείγματι, παρουσιάζονται μεγάλες αποκλίσεις στο ύψος των κερδών των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό σε υποδείγματα με εξαρτημένη μεταβλητή την αξία της επιχείρησης η «κανονικοποίηση» πραγματοποιείται με την λογιστική αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην αρχή του έτους, ενώ σε υποδείγματα που έχουν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μετοχικές αποδόσεις οι μεταβλητές διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση (αν είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη) ή με την τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους (αν είναι εκφρασμένες ανά μετοχή).

Η μεθοδολογική προσέγγιση που επιλέχθηκε για τον έλεγχο του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA αφορά το μοντέλο “1 lag levels model” ή ισοδύναμα levels - changes model. Κατόπιν της προγενέστερης παρουσίασης ο λόγος της συγκεκριμένης επιλογής εδράζει στην υιοθέτηση ενός μοντέλου συχνά χρησιμοποιούμενου από την βιβλιογραφία ώστε να επιτρέπει σε μεγάλο βαθμό τις συγκρίσεις με παλαιότερες έρευνες. Επιπροσθέτως, έχει σαφές και οριοθετημένο θεωρητικό υπόβαθρο που αναλύεται από τους Biddle, Seow, Siegel (1995).

Επομένως, ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής μοντέλου:

$$D_{it}= a_1 + b_1(E_{it}/MC_{it-1}) + b_2(E_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it} \quad (1)$$

όπου:

$D_{it}$ : η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$



$E_{it}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$

$E_{it-1}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

Στη συνέχεια παρουσιάζονται κάποια υποδείγματα που έχουν χρησιμοποιηθεί για τη μελέτη του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA.

#### 5.4.2. Στατιστικά υποδείγματα ελέγχου του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA

Η μελέτη του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου πραγματοποιείται με την προσθήκη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA) ως επιπλέον ερμηνευτικής μεταβλητής στο επιλεγέν υπόδειγμα ανάλυσης το οποίο συνήθως δέχεται ως εξαρτημένη μεταβλητή την υπερβάλλουσα απόδοση (abnormal return). Ενδιαφέρουσα είναι η «πρόταση» των Chen και Dodd (1998), O'Byrne (1998) και των Biddle, Bowen, Wallace (1997) που λαμβάνουν τη διαφορά της EVA και του άλλου εξεταζόμενου μέτρου (Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) επιχειρώντας να ελέγξουν κατά πόσο τα ιδιαίτερα στοιχεία που περιλαμβάνει η EVA συνεισφέρουν στην επεξηγηματική ικανότητα της παλινδρόμησης με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις ως εξαρτημένη μεταβλητή.

Το μοντέλο διαμορφώνεται ως εξής:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{itA}/P_{it-1}) + b_2\{(E_{itA} - E_{it-1A})/P_{it-1}\} + b_3\{(E_{itB} - E_{itA})/P_{it-1}\} + b_4\{[(E_{itB} - E_{it-1B}) - (E_{itA} - E_{it-1A})]/P_{it-1}\} + e_{it}$$

όπου:

$E_{itA}$ : είναι ένα εκ των Καθαρών Κερδών, Λειτουργικών Κερδών, Υπολειμματικού Εισοδήματος

$E_{itB}$ : είναι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA)

$D_{it}$ : είναι η υπερβάλλουσα αποδόσεις

Αξιοσημείωτος είναι ο διαχωρισμός που προτείνεται από τον Αναστάση (2003), αναφορικά με τον διαχωρισμό της EVA στα συστατικά της μέρη. Ειδικότερα η EVA διασπάται ως εξής:

Economic Value Added = Καθαρά Κέρδη ( $X_1$ ) + Προσαρμογές Λειτουργικών Κερδών ( $X_2$ ) – Χρέωση Κεφαλαίου ( $X_3$ ) + Προτεινόμενες προσαρμογές από Stern Stewart ( $X_4$ )

Όπου:

Καθαρά Κέρδη: τα Καθαρά Κέρδη που θα διανεμηθούν

Προσαρμογές στο μέγεθος των Λειτουργικών Κερδών: οι «διορθώσεις» που χρησιμοποιούνται για να φτάσουμε από τα καθαρά στα λειτουργικά κέρδη

Κεφαλαιακή Χρέωση: Συνολικά Κεφάλαια \* WACC

Προτεινόμενες διορθώσεις Stern Stewart: Διορθώσεις στα Λειτουργικά Κέρδη - WACC \* Προσαρμογές στα επενδεδυμένα κεφάλαια

Γενικότερα οι περισσότεροι συγγραφείς πραγματοποιούν τον έλεγχο του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA χρησιμοποιώντας υποδείγματα όπως το κατωτέρω, πραγματοποιώντας ταυτόχρονα ελέγχους για πιθανή ύπαρξη συγγραμικότητας μεταξύ των χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας:

Η γενικότερη μορφή παρουσιάζεται ως εξής:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{itA}/P_{it-1}) + b_2\{(E_{itA} - E_{it-1A})/P_{it-1}\} + b_3(E_{itB}/P_{it-1}) + b_4\{(E_{itB} - E_{it-1B})/P_{it-1}\} + e_{it}$$

Όπου:

$D_{it}$ : είναι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις

Στην παρούσα διατριβή η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθείται για τον έλεγχο του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου πραγματοποιείται με την επιλογή δύο διαφορετικών μοντέλων και την πραγματοποίηση όλων των αναλύσεων και με τις δύο. Η πρώτη προσέγγιση αφορά την προσθήκη της EVA ως δεύτερης ή τρίτης επεξηγηματικής μεταβλητής στο μοντέλο ανάλυσης. Το συγκεκριμένο

υπόδειγμα είναι το πιο συχνά χρησιμοποιημένο στη διεθνή βιβλιογραφία και κατά αυτό τον τρόπο επιτρέπεται η πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ των αποτελεσμάτων.

Επομένως, ο έλεγχος του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής υποδείγματος:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{itA} / MC_{it-1}) + b_2\{(E_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3(E_{itB} / MC_{it-1}) + b_4\{(E_{it-1B}) / MC_{it-1}\} + e_{it} \quad (2)$$

- $D_{it}$ : η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$   
 $MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$   
 $E_{itA}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$   
 $E_{it-1A}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$   
 $E_{itB}$ : το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$   
 $E_{it-1B}$ : το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

Η δεύτερη προσέγγιση που ακολουθείται για τον έλεγχο του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου λαμβάνει υπόψη τη διαφορά μεταξύ της EVA και των άλλων μέτρων αποδοτικότητας. Πλεονέκτημα του νέου υποδείγματος είναι ότι δεν είναι τόσο ευάλωτο στην πιθανή ύπαρξη συγγραμικότητας μεταξύ των μεταβλητών.

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{itA} / MC_{it-1}) + b_2\{(E_{itA} - E_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(E_{itB} - E_{it-1B}) / MC_{it-1}\} + b_4\{[(E_{itB} - E_{it-1B}) - (E_{itA} - E_{it-1A})] / MC_{it-1}\} + e_{it} \quad (3)$$

- $D_{it}$ : η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$   
 $MC_{it-1}$ : η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$   
 $E_{itB}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$

- $E_{it-1B}$ : το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$
- $E_{itA}$ : το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$
- $E_{it-1A}$ : το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

Στη συνέχεια παρουσιάζονται κάποια υποδείγματα που συνδέουν την Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (MVA) και την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA).

### 5.4.3. Στατιστικά υποδείγματα που συνδέουν MVA και EVA

Η τρίτη υπόθεση που εξετάζεται στην παρούσα διατριβή αφορά τη συσχέτιση μεταξύ της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added EVA) και της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added - MVA). Ειδικότερα, εξετάζεται κατά πόσο η EVA συσχετίζεται περισσότερο με την MVA έναντι των Λειτουργικών Κερδών (Operating Income), των Καθαρών Κερδών (Net Income) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).

Η μεθοδολογική προσέγγιση που επιλέχθηκε βασίζεται πάνω στη θεωρητική σχέση MVA και EVA που αναφέρει ο Stewart (1991) και είναι η εξής:  $MVA = EVA/WACC$ <sup>85</sup>. Από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας αναφέρονται οι πιο σημαντικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις που απαντώνται στην βιβλιογραφία: α) Ο O'Byrne (1996), χρησιμοποιεί το μοντέλο:  $MVA_{it}/IC_{it-1} = a_1 + b_1\{(EVA_{it}/WACC_{it})/IC_{it-1}\} + e_{it}$ , β) Ο Grant (1996) ο Biddle et al. (1997) και η Peixoto (2002), χρησιμοποιούν το μοντέλο:  $MVA_{it}/IC_{it-1} = a_1 + b_1(EVA_{it}/IC_{it-1}) + e_{it}$ .

---

<sup>85</sup> Η απόδειξη της σχέσης έχει ως εξής: Market Value Added = Αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου (MVE) – επενδεδυμένα κεφάλαια (IC).  
 $MVE = IC + \text{Π.Α. future EVA} \Leftrightarrow MVE - IC = \text{Π.Α. future EVA} \Leftrightarrow MVA = \text{Π.Α. μελλοντικών EVA}$ . Επομένως, προκύπτει  $MVA = EVA/WACC$ .

Στην παρούσα μελέτη επιλέχθηκε η δεύτερη εξίσωση, από τις ανωτέρω, για λόγους που έχουν να κάνουν με την διαθεσιμότητα των στοιχείων δεδομένου ότι το δείγμα απαρτίζεται από επτά χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα). Επομένως, ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής μοντέλου:

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_{1i} + b_1(E_{it}/IC_{it}) + e_{it} \quad (4)$$

όπου:

**MVA<sub>it</sub>:** η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης *i* στο τέλος του χρόνου *t*

**IC<sub>it</sub>:** τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης *i* στην αρχή του χρόνου *t*

**E<sub>it</sub>:** ένα μέτρο κερδοφορίας της επιχείρησης *i* στο τέλος του χρόνου *t*,  
(Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Υπολειμματικό Εισόδημα)

Η επόμενη ενότητα του πέμπτου κεφαλαίου καταπιάνεται με την παρουσίαση των περιγραφικών στατιστικών.

## ΜΕΡΟΣ Γ΄ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

### 5.5. Περιγραφικά Στατιστικά

Το παρόν κεφάλαιο έχει ως στόχο τη μελέτη των κύριων μεταβλητών που εξετάζονται. Ειδικότερα, οι βασικές ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται, σε επίπεδο επιχείρησης, είναι: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added - EVA), τα Καθαρά Κέρδη (Net Income - NI), τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income - OI), το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income - RI) και το μέγεθος της επιχείρησης (συνολική κεφαλαιοποίηση)<sup>86</sup>. Τα μεγέθη, όπως αναγράφεται και στο σώμα των πινάκων, έχουν διαιρεθεί με την τρέχουσα για κάθε έτος κεφαλαιοποίηση. Η δομή της ενότητας αποτελείται από τρεις άξονες: α) περιγραφική στατιστική βασικών μεταβλητών δείγματος, β) εστίαση στην περιγραφική μελέτη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και γ) Κλαδική περιγραφική στατιστική των δεδομένων.

#### 5.5.1. Περιγραφική στατιστική βασικών μεταβλητών δείγματος

Η περιγραφική στατιστική ξεκινά με τη μελέτη των βασικών μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στις αναλύσεις. Για κάθε εξεταζόμενη χώρα ακολουθεί ο σχετικός πίνακας ο οποίος συνοδεύεται από σχολιασμό των αριθμητικών δεδομένων που απεικονίζονται. Αρχικώς, επεξεργάζονται τα στοιχεία της Ελλάδας:

---

<sup>86</sup> Σημειώνεται ότι στο παράρτημα της παρούσας διατριβής αναλύονται επιπλέον μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν και αποτελούν: είτε μεταβλητές που προέκυψαν από τις βασικές μεταβλητές (π.χ. EVA - NI) είτε αφορούν χρονικές υποδιαιρέσεις του αρχικού δείγματος (π.χ. 2000 - 2016, 2009 - 2016).

ΕΛΛΑΔΑ  
Δείγμα 2000-2016

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
EVA	2.561	-0,14498	0,46361	-5,066349	0,933627
NI	2.552	-0,17199	0,896783	-21,81428	3,342319
OI	2.554	0,016512	0,448034	-5,213322	1,716528
RI	2.554	-0,15108	0,541634	-11,60687	1,016526
Da	2.561	-0,02924	0,392257	-1,156829	1,088336
Dt	2.525	-0,16701	0,511715	-2,164964	1,483669

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Πίνακας 18: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ελλάδα).

Από την επισκόπηση των δεδομένων διαφαίνεται ότι η EVA, τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν αρνητικό μέσο, ενώ διαφορετική εικόνα εμφανίζουν τα Λειτουργικά Κέρδη που έχουν θετικό μέσο. Τη μεγαλύτερη τιμή έχουν τα λογιστικά μεγέθη, ήτοι: τα Καθαρά και Λειτουργικά Κέρδη έναντι των μέτρων Οικονομικού Κέρδους<sup>87</sup> (EVA, Υπολειμματικό Εισόδημα). Αναφορικά με την εξέταση των αποδόσεων (μη αναμενόμενων και ολικών)<sup>88</sup>, παρατηρείται, αρνητική μέση τιμή. Η επόμενη χώρα προς μελέτη είναι η Ισπανία:

<sup>87</sup> Υπενθυμίζεται ότι η έννοια του Οικονομικού Κέρδους ορίστηκε προγενέστερα στην παρούσα μελέτη ως το Κέρδος που προκύπτει μετά την αφαίρεση των κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν.

<sup>88</sup> Οι μη αναμενόμενες και οι ολικές αποδόσεις θα εξετασθούν και στη συνέχεια.

**ΙΣΠΑΝΙΑ**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	1.235	-.0717333	.317888	-4,86676	0,87834
<b>NI</b>	1.234	-.0060406	.4374918	-9,01035	5,20542
<b>OI</b>	1.234	.0634105	.2380514	-3,49395	0,795498
<b>RI</b>	1.154	-.0942395	.2848268	-4,97162	0,365917
<b>Da</b>	1.235	.0171486	.325145	-1,12983	1,088191
<b>Dt</b>	1.203	-.0037657	.4174548	-2,00665	1,762312

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

**Πίνακας 19: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ισπανία).

Η μελέτη του ανωτέρω πίνακα για την Ισπανία δεικνύει ότι η EVA, τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν αρνητικό μέσο, ενώ διαφορετική εικόνα εμφανίζουν τα Λειτουργικά Κέρδη που έχουν θετικό μέσο. Ως προς την μέγιστη και ελάχιστη τιμή, τα Καθαρά Κέρδη έχουν την πιο αυξημένη τιμή και το Υπολειμματικό Εισόδημα την χαμηλότερη. Η εξέταση των τυπικών αποκλίσεων που προκύπτουν από την περιγραφή των δεδομένων εμφανίζει παρόμοια αποτελέσματα. Αξιοσημείωτος είναι ο θετικός μέσος των μη αναμενόμενων αποδόσεων συγκριτικά με τις ολικές μετοχικές αποδόσεις, ενώ οι τυπικές αποκλίσεις των δύο μεγεθών δεν έχουν ουσιαστικές διαφορές. Επόμενη χώρα προς εξέταση είναι η Ιταλία:

**ΙΤΑΛΙΑ**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	2.273	-.1077301	.2728428	-4,00824	0,844262
<b>NI</b>	2.251	-.0232122	.3122547	-4,93831	5,6949
<b>OI</b>	2.250	.0636246	.2270732	-2,70767	1,235036
<b>RI</b>	2.103	-.1343386	.2925299	-3,92554	0,766545
<b>Da</b>	2.273	.0147205	.3253643	-1,15312	1,05926
<b>Dt</b>	2.271	-.0667816	.4142229	-1,70475	1,257308

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία



Net Income = Καθαρά Κέρδη  
 Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη  
 Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα  
 Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση  
 Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση  
 Obs = Παρατηρήσεις  
 (Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη  
 και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

**Πίνακας 20: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ιταλία).

Η επομένη χώρα που εξετάζεται είναι η Ιταλία η οποία αποτελεί ένα εκ των σημαντικότερων μελών του ευρωπαϊκού νότου. Στην περίπτωση της Ιταλίας, όπως διαφαίνεται από τον σχετικό πίνακα, όλα τα υπό εξέταση μεγέθη εμφανίζουν αρνητικό μέσο πλην των Λειτουργικών Κερδών. Η μελέτη των μέγιστων και ελάχιστων τιμών των μεταβλητών παρουσιάζει αυξημένες τιμές μόνο στην περίπτωση των Καθαρών Κερδών ενώ τα υπόλοιπα μεγέθη δεν έχουν σημαντικές διαφορές. Στον τομέα εξέτασης των τυπικών αποκλίσεων η EVA και τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν τις μικρότερες τιμές. Όπως και στην περίπτωση της Ισπανίας οι μη αναμενόμενες αποδόσεις έχουν θετικό μέσο ενώ οι ολικές εμφανίζουν αρνητικό. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της περιγραφικής στατιστικής αναφορικά με την περίπτωση της Ολλανδίας.

ΟΛΛΑΝΔΙΑ					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	671	-.0099109	.1409339	-1,26211	0,987369
<b>NI</b>	642	.0357478	.2062842	-2,49265	0,710867
<b>OI</b>	642	.0835262	.1451593	-1,38098	1,202325
<b>RI</b>	579	-.0431388	.1859114	-1,55352	0,341648
<b>Da</b>	671	.0056703	.2448391	-0,96364	1,047535
<b>Dt</b>	654	.0026407	.3558395	-1,46779	1,049822

Ερμηνεία Μεταβλητών  
 EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία  
 Net Income = Καθαρά Κέρδη  
 Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη  
 Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα  
 Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση  
 Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση  
 Obs = Παρατηρήσεις  
 (Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη  
 και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

**Πίνακας 21: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Ολλανδία).

Η μελέτη της Ολλανδίας δεν προσομοιάζει με τις χώρες που εξετάστηκαν ως τώρα. Χαρακτηριστικό της συγκεκριμένης χώρας αποτελεί ότι τα λογιστικά μεγέθη, ήτοι: τα Καθαρά και Λειτουργικά Κέρδη παρουσιάζουν θετική μέση τιμή και από την άλλη μεριά τα «επονομαζόμενα» σύγχρονα μέτρα επίδοσης έχουν αρνητική μέση τιμή. Σημειώνεται, επίσης, ότι οι τυπικές αποκλίσεις έχουν χαμηλότερες τιμές συγκριτικά με τις χώρες που ήδη μελετήθηκαν. Στο πεδίο της εξέτασης των αποδόσεων εμφανίζεται θετική μέση τιμή τόσο στις μη αναμενόμενες αποδόσεις όσο και στις ολικές αποδόσεις. Η περιγραφική παρουσίαση των δεδομένων συνεχίζεται με την Γαλλία.

ΓΑΛΛΙΑ					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
EVA	2.370	-.0244264	.2389316	-4,14978	1,005284
NI	2.233	.0543157	.3316943	-5,22925	5,5085
OI	2.233	.1433525	.3301249	-4,15939	8,834987
RI	2.159	-.0784701	.9586232	-28,3664	1,086617
Da	2.370	-.0283973	.3035698	-1,15372	1,084286
Dt	2.347	.0393536	.3656378	-1,62019	1,454466

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

**Πίνακας 22: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για την Γαλλία).

Η Γαλλία αποτελεί έναν εκ των σημαντικότερων εκπροσώπων του ευρωπαϊκού βορά. Σε αυτή τη χώρα η EVA και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν αρνητική μέση τιμή, ενώ διαφορετική εικόνα εμφανίζουν τα Λειτουργικά Κέρδη και τα Καθαρά Κέρδη που έχουν θετική μέση τιμή. Η μεγαλύτερη τιμή (max) εμφανίζεται στα λογιστικά μεγέθη, ήτοι: στα Καθαρά και Λειτουργικά Κέρδη. Στον τομέα της εξέτασης των αποδόσεων, παρατηρείται αρνητική μέση τιμή για τις μη αναμενόμενες αποδόσεις και θετική τιμή για τις ολικές αποδόσεις. Η περιγραφική παρουσίαση των δεδομένων συνεχίζεται με την Γερμανία.

**ΓΕΡΜΑΝΙΑ**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	3.815	-.0720369	.4317662	-5,11321	1,006573
<b>NI</b>	3.705	.4827999	5.249188	-25,599	158,5714
<b>OI</b>	3.720	.8883279	10.30321	-3,59785	422,5714
<b>RI</b>	3.294	.5880927	10.89672	-32,6006	422,2389
<b>Da</b>	3.815	.0062817	.2934447	-1,15613	1,082766
<b>Dt</b>	3.783	.0330011	.3498792	-1,94293	1,570835

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

**Πίνακας 23: 5.5.1:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιριών για την Γερμανία).

Η Γερμανία που κατά πολλούς είναι η ατμομηχανή της Ευρώπης εμφανίζει τις καλύτερες μέσες τιμές. Ειδικότερα, όλα τα μέτρα επίδοσης πλην της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας έχουν θετική μέση τιμή. Επιπροσθέτως, οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις καθώς και οι ολικές έχουν επίσης θετική μέση τιμή. Ως πιθανό αίτιο μπορεί να προβληθεί η ύπαρξη μεγάλων οικονομικών μονάδων οι οποίες παρουσιάζουν, συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες, καλύτερα αποτελέσματα. Η παρατήρηση αυτή τείνει να γίνει πιο εμφανής σε κάποιες ιδιαιτέρως μεγάλες μονάδες οι οποίες είναι ικανές να καλύπτουν και το συνολικό κόστος των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η τελευταία χώρα που εξετάζεται είναι το Ηνωμένο Βασίλειο.

**ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	3.268	-.0249795	.2259136	-3,93552	0,893465
<b>NI</b>	3.022	.0605181	.398973	-3,13207	15,56872
<b>OI</b>	3.024	.1105907	.2074938	-1,89446	4,100011
<b>RI</b>	3.012	-.0761918	.2903355	-6,91703	1,060313
<b>Da</b>	3.268	.0027565	.3592723	-1,158	1,080824
<b>Dt</b>	3.256	.0291843	.4159904	-2,14468	1,218796

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός Da και Dt)

---

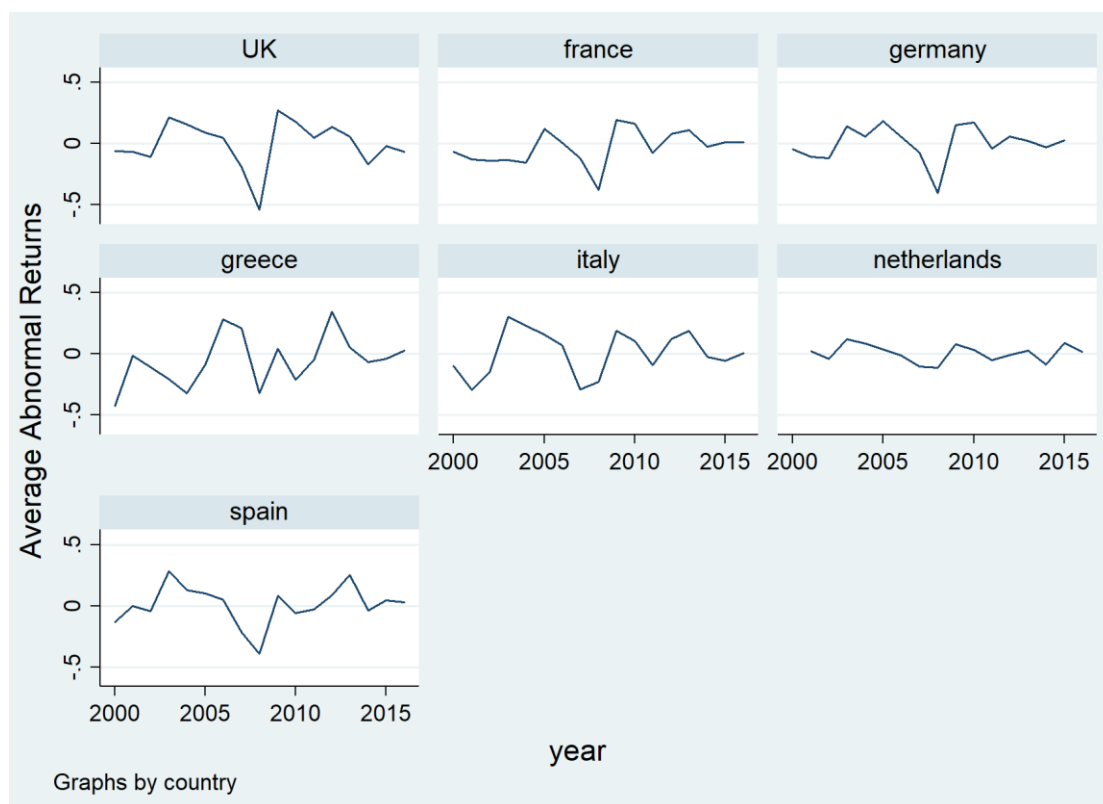
**Πίνακας 24: 5.5.1.:** Περιγραφική Στατιστική (Ενοποιημένο Δείγμα όλων των εταιρειών για το Ηνωμένο Βασίλειο).

Στο Ηνωμένο βασίλειο η επισκόπηση των αριθμητικών δεδομένων αποκαλύπτει θετική μέση τιμή για τα Καθαρά Κέρδη και τα Λειτουργικά Κέρδη και αρνητική μέση τιμή για την EVA και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Η EVA έχει μικρή τυπική απόκλιση ενώ η μέγιστη τιμή της είναι επίσης μικρή, συγκριτικά με τα υπόλοιπα μέτρα. Στο πεδίο εξέτασης των μη αναμενόμενων αποδόσεων προκύπτει θετική μέση τιμή ενώ και οι ολικές μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν όμοια εικόνα.

Σημαντικό κομμάτι της περιγραφικής στατιστικής αποτελεί η μελέτη των μη αναμενόμενων και των ολικών αποδόσεων. Παρακάτω εμφανίζεται σε πινακοειδή μορφή η μέση τιμή των ανωτέρω μεγεθών σε συνάρτηση με το χρόνο (2000 - 2016).

### Διάγραμμα 13: 5.5.1.

Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών των μέσων μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων για το χρονικό διάστημα 2000-2016.

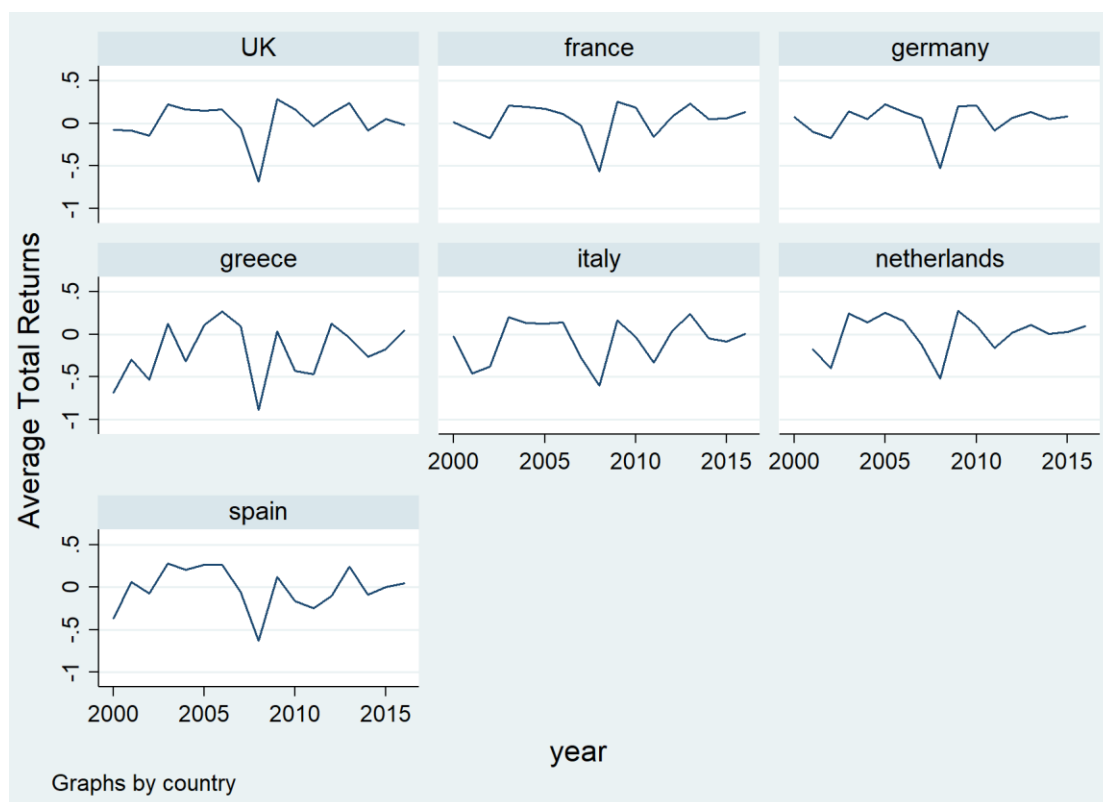


Average Abnormal Returns: μέση τιμή μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων  
Year: εξεταζόμενα έτη 2000 - 2016

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική ανά χώρα, αναφορικά με τις μέσες μη αναμενόμενες αποδόσεις (average abnormal returns). Πλεονέκτημα του εν λόγω διαγράμματος αποτελεί ότι παρουσιάζει όλες τις χώρες ταυτόχρονα επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο τις συγκρίσεις. Επιπροσθέτως, τίθεται και ο παράγοντας χρόνος καθώς καλύπτονται όλες οι μεταβολές μεταξύ των ετών 2000-2016. Κατά την επισκόπηση των διαγραμμάτων διαφαίνεται ανοδική πορεία σχεδόν όλων των χωρών κατά τα έτη 2000 – 2005, πτώση στο μεσοδιάστημα 2005 – 2010 και σταθεροποιητικές τάσεις τα τελευταία έτη. Χαρακτηριστική είναι η αδιασάλευτη πορεία που εμφανίζεται στην Ολλανδία χωρίς ακραία скаμπανεβάσματα των μέσων αποδόσεων.

### Διάγραμμα 14: 5.5.1.

Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών των μέσων ολικών μετοχικών αποδόσεων για το χρονικό διάστημα 2000-2016.



Average Total Returns: μέση τιμή των ολικών μετοχικών αποδόσεων  
Year: εξεταζόμενα έτη 2000 - 2016

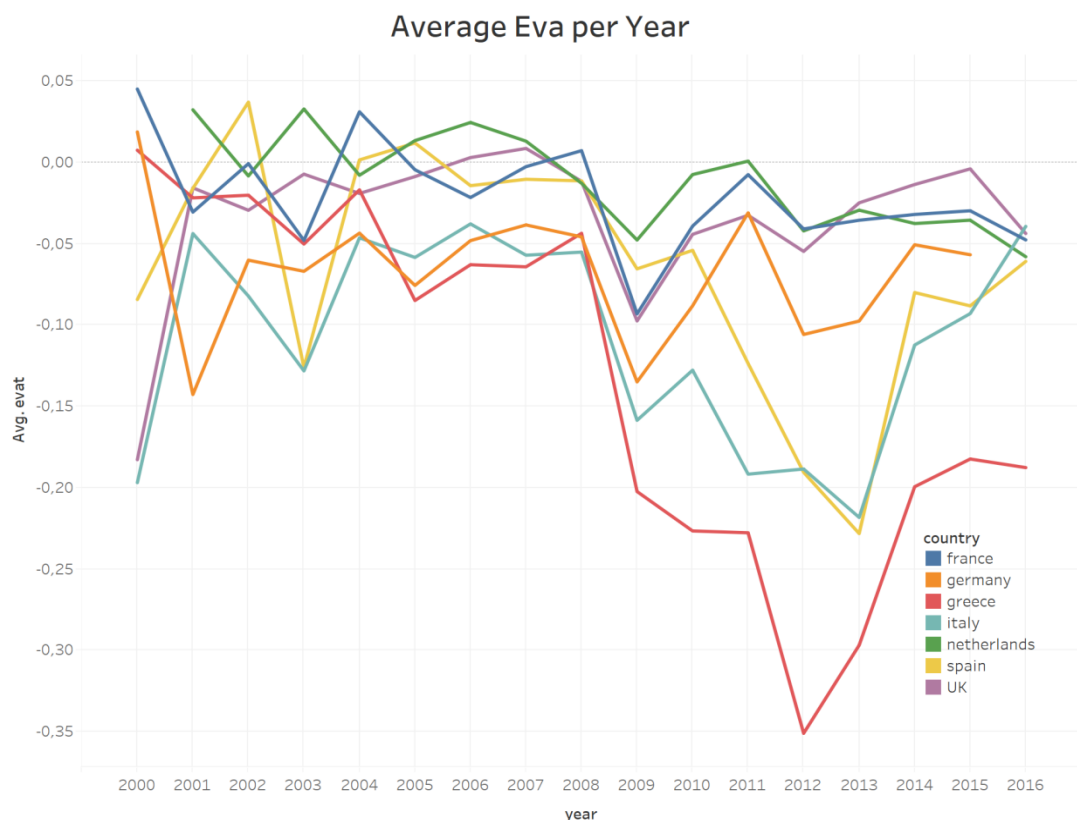
Η χρησιμοποίηση των ολικών αποδόσεων έγινε με γνώμονα τον επιπρόσθετο έλεγχο των εμπειρικών αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την αρχική ανάλυση<sup>89</sup>. Προς την κατεύθυνση αυτή παρουσιάζονται διαγραμματικά ανά χώρα και ανά έτος συγκρίσιμα περιγραφικά στατιστικά των μέσων ολικών μετοχικών αποδόσεων. Στο πεδίο της μελέτης των διαγραμμάτων το τοπίο δεν παρουσιάζει μεγάλες διαφοροποιήσεις συγκριτικά με αυτό των μη αναμενόμενων αποτελεσμάτων. Ειδικότερα, για τα έτη μεταξύ 2005 – 2010, διαφαίνεται πτώση των μέσων τιμών η οποία όμως εμφανίζει τάσεις σταθεροποίησης κατά τα τελευταία έτη 2010 – 2016.

<sup>89</sup> Η αρχική ανάλυση έλαβε ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις.

Η επόμενη ενότητα ασχολείται με την περαιτέρω ανάλυση των περιγραφικών στατιστικών της EVA.

### 5.5.2. Περιγραφικά στατιστικά Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας

Ο δεύτερος άξονας της περιγραφικής ανάλυσης των δεδομένων καταπιάνεται με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία που αποτελεί και την πλέον σημαντική μεταβλητή της μελέτης. Ειδικότερα, στην ενότητα αυτή εμβαθύνεται η εξέταση της EVA στο πεδίο της μελέτης των ετήσιων μεταβολών ανά χώρα. Επιπρόσθετα, στο τέλος της ενότητας δίδεται γραφική απεικόνιση της EVA σε μορφή χάρτη με στόχο την παραστατικότερη απεικόνιση των τιμών της EVA.



Όπου:

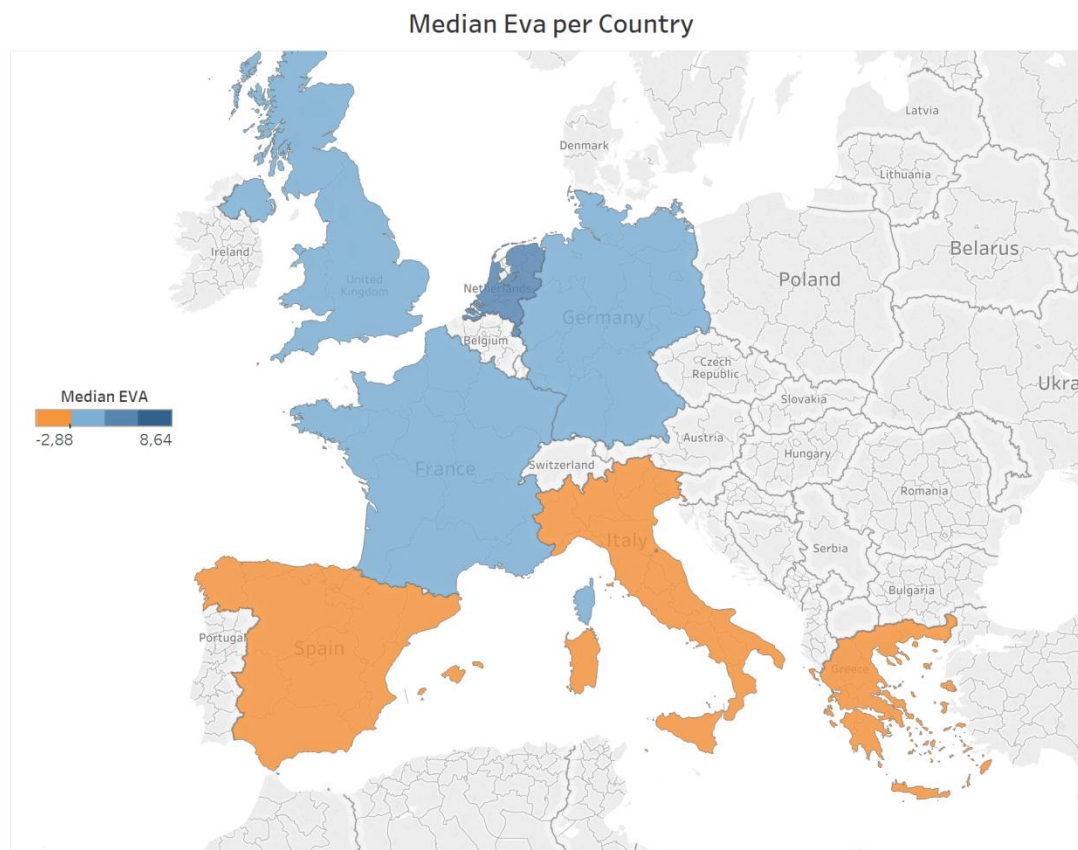
Average evat: η μέση τιμή της EVA

Year: έτη 2000-2016

Η τιμή της EVA είναι εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη και διαιρεμένη με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση.

**Διάγραμμα 15: 5.5.2.:** Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών της μέσης τιμής της EVA για το χρονικό διάστημα 2000-2016.

Στο παραπάνω διάγραμμα εξετάζεται η σχέση της μέσης τιμής της EVA (κάθετος άξονας) σε συνάρτηση με το χρόνο (οριζόντιος άξονας), για όλες τις χώρες του εξεταζόμενου δείγματος. Η κάθε χώρα απεικονίζεται με διαφορετικό χρώμα προκειμένου να είναι ευανάγνωστες οι χρονικές μεταβολές της EVA. Τα διαγράμματα αποκαλύπτουν καλύτερη συμπεριφορά της EVA για τα χρόνια 2000 – 2008, η οποία ενδεχόμενα να οφείλεται στην κρίση χρέους που αντιμετωπίζουν κάποιες χώρες της Ευρώπης την τελευταία δεκαετία και ειδικότερα αυτές που απαρτίζουν τον ευρωπαϊκό νότο. Αξιοσημείωτη είναι η πορεία της μέσης τιμής της EVA στην περίπτωση της Ολλανδίας καθώς χαρακτηρίζεται από έντονη σταθερότητα συγκριτικά με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες χώρες. Οι μεγαλύτερες διακυμάνσεις διαφαίνονται στις χώρες του νότου οι οποίες όμως τείνουν να σταθεροποιούνται τα τελευταία χρόνια του δείγματος. Εστιάζοντας στην EVA και με στόχο την κατά το δυνατό απλούστερη και σαφέστερη απεικόνιση των μέσων τιμών του εξεταζόμενου δείγματος δίδεται ο κατωτέρω χάρτης της Ευρώπης ο οποίος οπτικοποιεί τα δεδομένα.



**Διάγραμμα 16: 5.5.2.:** Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των μέσων τιμών της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Ενοποιημένο Δείγμα).



Όπως διαφαίνεται από τον ανωτέρω χάρτη η μέση τιμή της Economic Value Added είναι χαμηλότερη στον ευρωπαϊκό νότο (Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα) έναντι της τιμής του ευρωπαϊκού βορρά (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία). Γενικότερα, τείνουν να επικρατούν οι αρνητικές τιμές γεγονός που θεμελιώνεται και από την θεωρία του πλήρους ανταγωνισμού στην αγορά, όπου η κάλυψη του συνολικού κόστους εκ μέρους της μεγαλύτερης μερίδας των εταιρειών κρίνεται δυσχερής. Ο Stewart αναφέρει ότι προκειμένου να επιτύχει μια επιχείρηση πραγματικό κέρδος πρέπει να καλύπτει εκτός από το λειτουργικό κέρδος και το κόστος των κεφαλαίων που επενδύθηκαν.

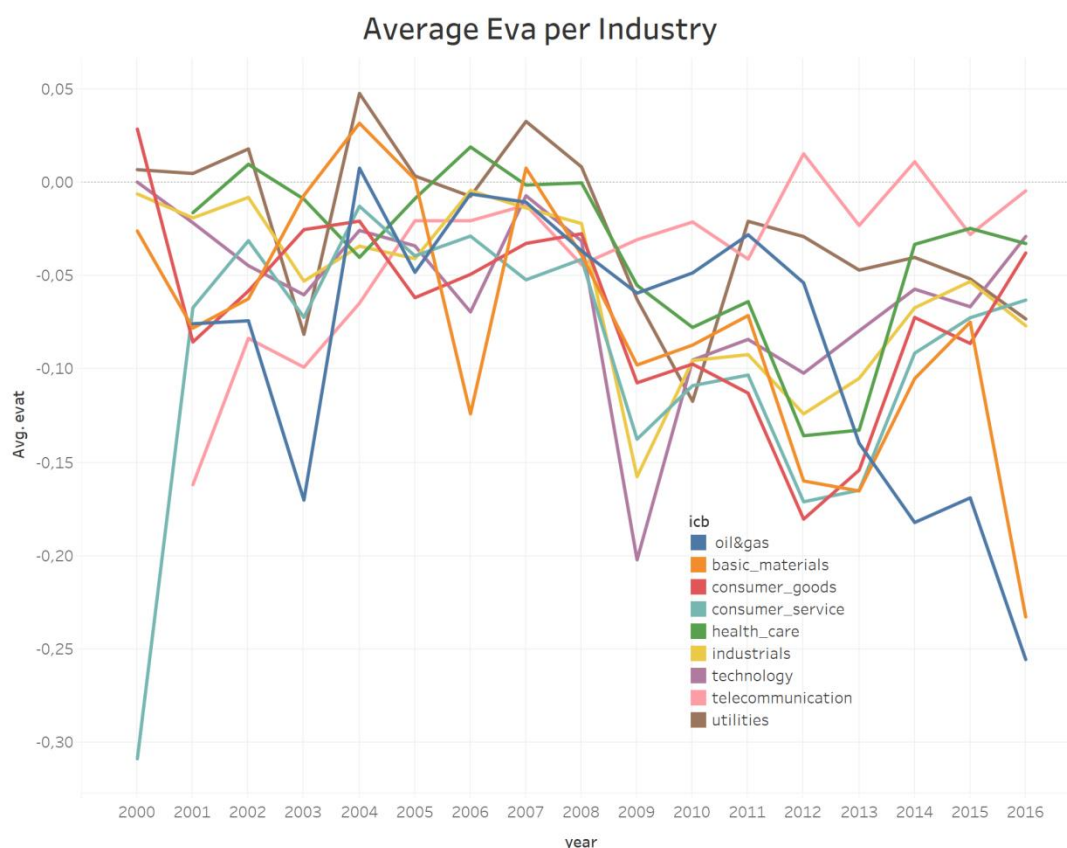
Στη συνέχεια παρατίθεται η περιγραφική στατιστική που αφορά την κλαδική μελέτη.

### **5.5.3. Περιγραφικά στατιστικά κλαδικής μελέτης**

Η συστηματική εξέταση της βιβλιογραφίας οδήγησε στην ανάγκη για πραγματοποίηση κλαδικής ανάλυσης στο αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Οι εταιρείες του δείγματος των επτά χωρών κατηγοριοποιήθηκαν βάσει των κριτηρίων του Bloomberg (Industry Classification Benchmark: I.C.B.) σε 9 τομείς που εμπεριέχουν ολόκληρο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας πλην αυτής του χρηματοοικονομικού πεδίου. Επισημαίνεται ότι σε κάποιους κλάδους ο αριθμός των εταιρειών, ανά χώρα, είναι μικρός όμως το γεγονός αυτό κρίνεται ως αναμενόμενο λόγω της φύσης τους. Στόχος της παρούσας ενότητας είναι η περιγραφική παρουσίαση των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στην κλαδική ανάλυση. Αρχίζοντας την κλαδική μελέτη της περιγραφικής στατιστικής παρουσιάζεται το κάτωθι διάγραμμα δύο διαστάσεων:

### Διάγραμμα 17: 5.5.3.

Διάγραμμα απεικόνισης των μεταβολών της μέσης τιμής της EVA ανά εξεταζόμενο κλάδο για το χρονικό διάστημα 2000-2016.



Όπου:

Average evat: η μέση τιμή της EVA

Year: έτη 2000-2016

Η τιμή της EVA είναι εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη και διαιρεμένη με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση

oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο

basic\_materials: πρώτες ύλες

consumer\_goods: είναι τα προσωπικά και οικιακά αγαθά/τρόφιμα ποτά

consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια – αναψυχή

health\_care: υγεία

industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών

technology: τεχνολογία

telecommunication: τηλεπικοινωνίες

utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας

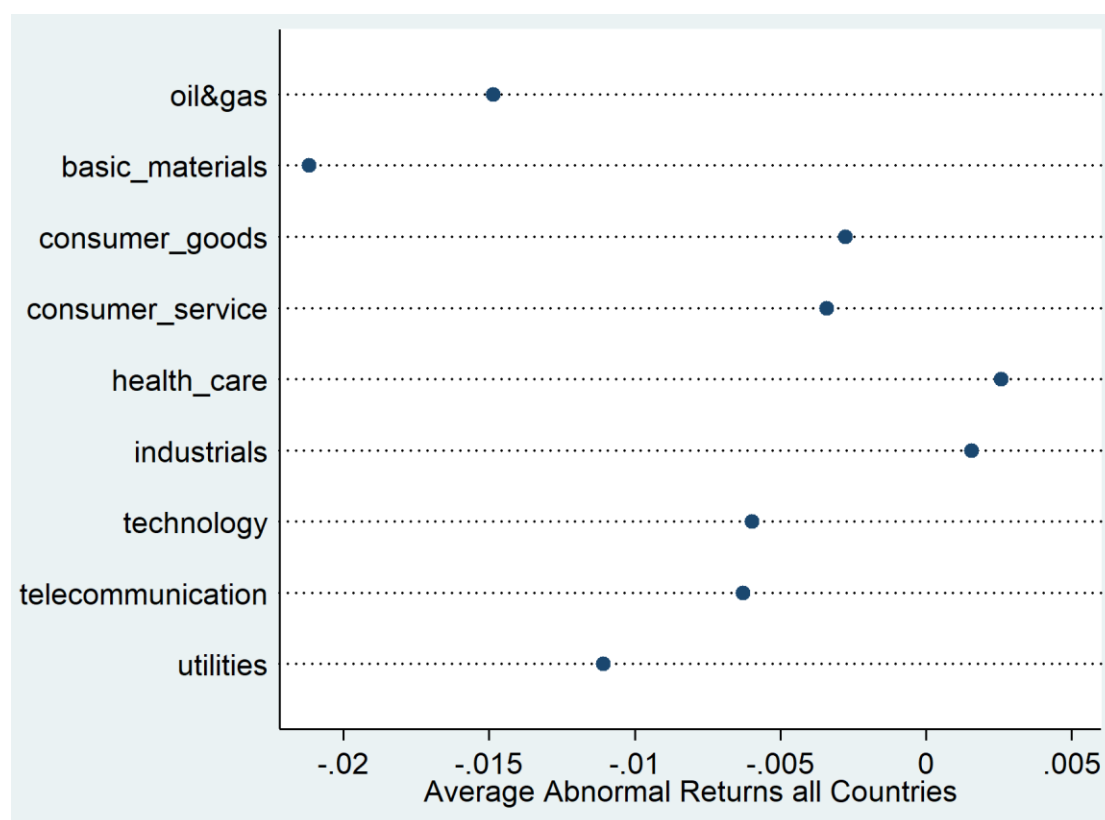
Στο παραπάνω διάγραμμα εξετάζεται η σχέση της μέσης τιμής της EVA (κάθετος άξονας) σε συνάρτηση με το χρόνο (οριζόντιος άξονας), στο ενοποιημένο δείγμα. Ο κάθε τομέας - κλάδος απεικονίζεται με διαφορετικό χρώμα προκειμένου να είναι ευανάγνωστες οι χρονικές μεταβολές της EVA. Η μελέτη του διαγράμματος αποκαλύπτει υψηλότερες τιμές για τους 9 εξεταζόμενους κλάδους την περίοδο των

ετών 2000 – 2008. Αντιθέτως, όπως μαρτυρούν τα στοιχεία, η περίοδος 2009 – 2016 χαρακτηρίζεται από καθοδικές τάσεις στις τιμές της EVA. Στο επίπεδο εξεταζόμενου κλάδου, οι τηλεπικοινωνίες κρατούν τα σκήπτρα τόσο των θετικών μεταβολών όσο και των υψηλότερων τιμών. Η πιθανή ερμηνεία που διαφαίνεται πηγάζει από τη θεωρία του «Οικονομικού Κέρδους» σύμφωνα με την οποία η εταιρεία δημιουργεί αξία μόνο όταν καλύπτει το συνολικό κόστος των κεφαλαίων της, ιδίων και ξένων. Ως εκ τούτου, οι εταιρείες τηλεπικοινωνιών που από την φύση τους έχουν μεγάλο μέγεθος εμφανίζουν και καλύτερες επιδόσεις στην τιμή της EVA. Το ίδιο σκεπτικό εφαρμόζεται και στις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας που βάσει του διαγράμματος, ξεχωρίζουν, δίνοντας καλύτερες τιμές στην EVA έναντι των υπολοίπων.

Ακολουθούν τα περιγραφικά στατιστικά των μη αναμενόμενων αποδόσεων ανά κλάδο:

### Διάγραμμα 18: 5.5.3.

Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των μη αναμενόμενων αποδόσεων ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο δείγμα.



Bloomberg (Industry Classification: I.C.B.)

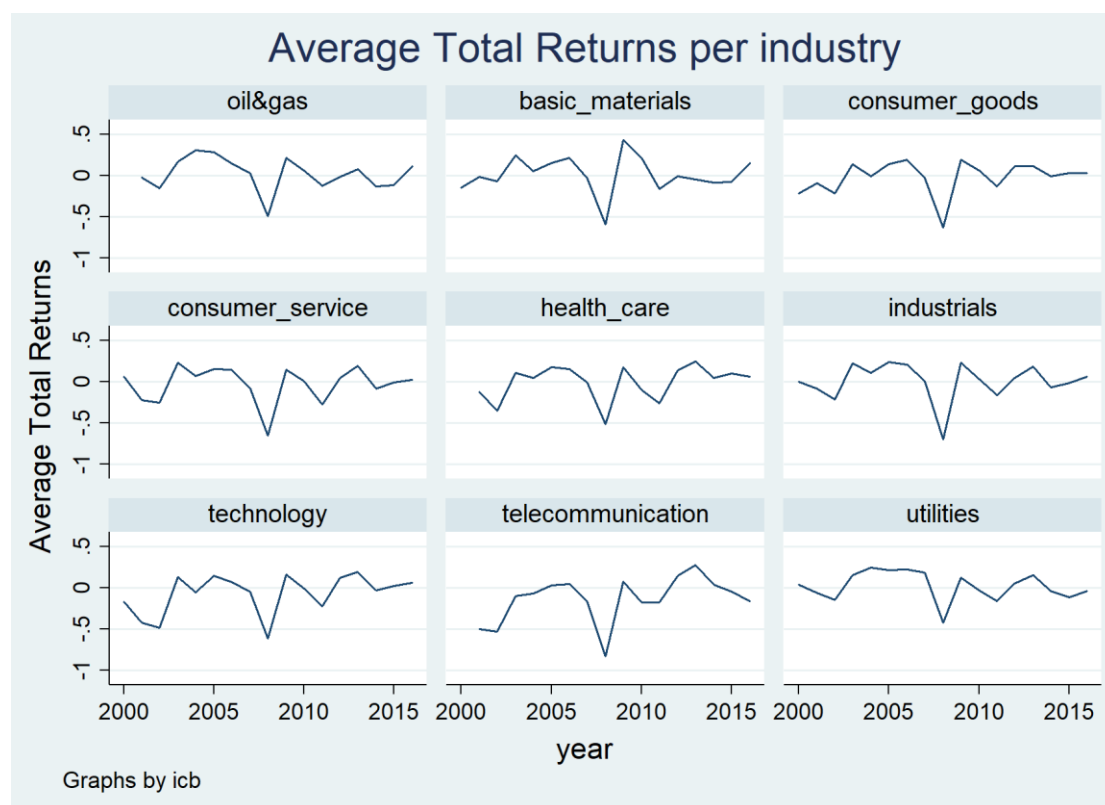
Oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο, basic\_materials: πρώτες ύλες, consumer\_goods: είναι τα προσωπικά και οικιακά αγαθά/τρόφιμα ποτά, consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναγλυχή, health\_care: υγεία, industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών, technology: τεχνολογία, telecommunication: τηλεπικοινωνίες, utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.

Το πιο πάνω γράφημα έχει ως στόχο την παραστατική απεικόνιση των μέσων μη αναμενόμενων αποδόσεων του ενοποιημένου δείγματος για τα έτη 2000 – 2016. Τα ευρήματα για τους μέσους εμφανίζουν μεγαλύτερες τιμές για τους κλάδους της βιομηχανίας (industrials) και της υγείας (health\_care). Στην άλλη όχθη οι πρώτες ύλες (basic materials) και το πετρέλαιο - φυσικό αέριο (oil&gas) παρουσιάζουν τους χαμηλότερους μέσους. Οι υπόλοιποι τέσσερις κλάδοι που συμπληρώνουν το κάδρο κινούνται οριακά κάτω του μηδενός.

Η μελέτη των περιγραφικών στατιστικών συμπληρώνεται από τις μέσες ολικές μετοχικές αποδόσεις στα διαγράμματα που έπονται:

### Διάγραμμα 19: 5.5.3.

Διάγραμμα γραφικής απεικόνισης των ολικών μετοχικών αποδόσεων ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο δείγμα.



Bloomberg (Industry Classification: I.C.B.)

Oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο, basic\_materials: πρώτες ύλες, consumer\_goods: είναι τα προσωπικά και οικιακά αγαθά/τρόφιμα ποτά, consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχής, health\_care: υγεία, industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών, technology: τεχνολογία, telecommunication: τηλεπικοινωνίες, utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.

Το πιο πάνω διάγραμμα απεικονίζει ταυτόχρονα όλα τα ερευνώμενα κράτη ενώ συνδυάζει τις μέσες ολικές μετοχικές αποδόσεις (κάθετος άξονας) με τα εξεταζόμενα έτη(οριζόντιος άξονας). Η κάθε χώρα απεικονίζεται με διαφορετικό διάγραμμα προκειμένου να είναι ευανάγνωστες οι χρονικές μεταβολές των ολικών μετοχικών αποδόσεων. Τα διαγράμματα αποκαλύπτουν καλύτερη συμπεριφορά των μέσων τιμών για τα χρόνια 2000 – 2008. Αξιοσημείωτη, λόγω των έντονων διακυμάνσεων είναι η περίπτωση της Ελλάδας ενώ αντίθετα η Γερμανία, με εξαίρεση τα έτη 2005 – 2010, έχει την πιο σταθερή πορεία. Περαιτέρω, διαφαίνεται ότι τα τελευταία εξεταζόμενα έτη 2010 – 2016 δεν παρατηρούνται έντονες διακυμάνσεις των μέσων τιμών.

Σημειώνεται ότι στο παράρτημα της παρούσας διατριβής δίδονται συμπληρωματικά περιγραφικά στατιστικά που καλύπτουν ειδικότερες πτυχές των δεδομένων (π.χ. ανά έτος, ανά χώρα, συνδυασμός μεταβλητών, εξειδικευμένα διαγράμματα, κ.τ.λ.). Στη συνέχεια παρουσιάζεται η σύνοψη και τα συμπεράσματα του κεφαλαίου.

## **5.6 Συμπεράσματα Κεφαλαίου**

Σε αυτό το κεφάλαιο περιγράφονται οι θεμελιώδεις πυλώνες της ανάλυσης: τα δεδομένα, η περιγραφική στατιστική και η επιλογή των μοντέλων που χρησιμοποιούνται στις παλινδρομήσεις. Τα δεδομένα αποτελούν την «πρώτη ύλη» της μελέτης και η σωστή επιλογή και επεξεργασία τους διασφαλίζει την κατά το δυνατό εξαγωγή ασφαλών αποτελεσμάτων. Με οδηγό αυτή την επιδίωξη χρησιμοποιήθηκε ένα ιδιαίτερος εκτενές δείγμα το οποίο απαρτίζεται από επτά ερευνώμενες χώρες: Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία ενώ τα δεδομένα καλύπτουν χρονικό διάστημα από το 2000 έως και το 2016. Κατόπιν της ανωτέρω λεπτομερούς ανάλυσης δημιουργήθηκε το κατάλληλο έδαφος για τον πυρήνα της διατριβής που είναι η εμπειρική ανάλυση που ακολουθεί στα επόμενα κεφάλαια.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΣΧΕΤΙΚΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ

#### 6.1. Εισαγωγή

Το πρώτο εμπειρικό κεφάλαιο της παρούσας διατριβής έχει ως στόχο την αποκρυστάλλωση της συσχέτισης της EVA και της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων. Ειδικότερα, εξετάζεται το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο της Economic Value Added (EVA) το οποίο αναφέρεται στην ξένη βιβλιογραφία με τον όρο «relative information content test»<sup>90</sup>. Απώτερο ζητούμενο της ενότητας αποτελεί η διερεύνηση της πρότασης του Stewart ότι η EVA είναι στενά συσχετισμένη με την απόδοση της επιχείρησης. Ο G. Bennett Stewart στο βιβλίο του “The Quest for Value” (1991), διατείνεται, ότι η Economic Value Added είναι ένα μέτρο περιοδικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων και των manager πιο στενά συνδεδεμένο με την πραγματική αξία της επιχείρησης σε σχέση με τα «παραδοσιακά» μέτρα αξιολόγησης.

Η διαλεύκανση του συνδέσμου μεταξύ της EVA και μετοχικών αποδόσεων πραγματοποιείται σε σύγκριση με άλλα μέτρα κερδοφορίας, όπως είναι: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη αλλά και μέτρα Οικονομικού Κέρδους όπως είναι το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Συγκεκριμένα, ελέγχεται εμπειρικά κατά πόσο η EVA εξηγεί καλύτερα την μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων από τα Καθαρά Κέρδη (Net Income), τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income), και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

Για να εξασφαλιστεί η όσο το δυνατόν καλύτερη τεκμηρίωση των ανωτέρω, υιοθετείται σαφές μεθοδολογικό πλαίσιο που έχει ως στόχο τη διασφάλιση της εγκυρότητας και της αξιοπιστίας της έρευνας. Στη συνέχεια της ενότητας, κατόπιν της γενικής εισαγωγής, όπου παρουσιάστηκε ο κύριος στόχος της ενότητας, ακολουθεί η επιλογή των στατιστικών μοντέλων και εν συνεχεία διεξάγονται οι σχετικοί έλεγχοι. Επιγραμματικά, για τα αναφερθέντα μέτρα κερδοφορίας, διεξάγονται οι παρακάτω

---

90 Ο έλεγχος του relative information content μεταξύ λογιστικών μεταβλητών μπορεί να γίνει σε περιπτώσεις που μόνο μία μεταβλητή μπορεί να επιλεγθεί.

αναλύσεις: i) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου<sup>91</sup> για την περίοδο 2000 – 2016, με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, ii) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2008, με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, iii) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου για την περίοδο 2009 – 2016, με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, iv) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου των χωρών του Ευρωπαϊκού Βορρά (ανεπτυγμένες χώρες), με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, v) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου των χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου – (αναπτυσσόμενες χώρες) με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, vi) Εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου ανά Κλάδο στο ενοποιημένο δείγμα με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες μετοχικές αποδόσεις, vii) Προέκταση των αναλύσεων του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016, με εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις.

Η συνεισφορά του παρόντος εμπειρικού κεφαλαίου έχει ως εξής: κατ' αρχάς αποβλέπει στην υπερπήδηση των προσκομμάτων του μικρού δείγματος και των διαφορετικών μεθοδολογικών προσεγγίσεων, που εφαρμόστηκαν σε προγενέστερες έρευνες, όπως του Dodd και Chen (1996), Peixoto (2002), Stoyu I. (2014), Pandey (2005). Επιπλέον, αντίθετα στο κύμα προηγούμενων ερευνών που επικεντρώνουν σε μια χώρα η παρούσα έρευνα εστιάζει σε διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα<sup>92</sup>. Ως εκ τούτου, επιχειρείται η εξέταση ενός εκτενούς δείγματος που απαρτίζεται από ένα αντιπροσωπευτικό μείγμα χωρών του Ευρωπαϊκού Βορρά και Νότου (Ελλάδα, Ιταλία, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο). Επιπροσθέτως, όπως αναφέρθηκε, πραγματοποιούνται ενδεδειγμένες αναλύσεις με στόχο να εξετασθεί εις βάθος το πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

---

91 Αφορά και τις επτά εξεταζόμενες χώρες (Ελλάδα, Ιταλία, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο).

92 Η διαφορετικότητα μπορεί να αφορά το επίπεδο ανάπτυξης, το μέγεθος της αγοράς, το θεσμικό και το οικονομικό πλαίσιο λειτουργίας.

## 6.2. Επιλογή Μοντέλου – Γενικές παρατηρήσεις επί του υποδείγματος

Η μεθοδολογική προσέγγιση που επιλέχθηκε για τον έλεγχο του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA αφορά το μοντέλο “1 lag levels model” ή ισοδύναμα “levels - changes model”. Σε προηγούμενη ενότητα παρουσιάστηκαν περισσότερες λεπτομέρειες για τον τρόπο επιλογής του υποδείγματος. Επιγραμματικά, αναφέρεται ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι το πιο συχνά χρησιμοποιημένο στη διεθνή βιβλιογραφία και έχει σαφές και οριοθετημένο θεωρητικό υπόβαθρο που αναλύεται από τους Biddle, Seow, Siegel (1995).

Επομένως, ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής μοντέλου:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{it}/MC_{it-1}) + b_2(E_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it} \quad (1)$$

όπου:

**D<sub>it</sub>:** η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση<sup>93</sup> της μετοχής της εταιρείας *i* στον χρόνο *t*

**MC<sub>it-1</sub>:** τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t-1*

**E<sub>it</sub>:** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t*

**E<sub>it-1</sub>:** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t-1*

Η εξέταση της βιβλιογραφίας έδειξε ότι η πρακτική που ακολουθείται στα υποδείγματα που έχουν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μετοχικές αποδόσεις<sup>94</sup> είναι, οι υπό ανάλυση λογιστικές μεταβλητές να διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση. Σε πολλές μελέτες αντί της τρέχουσας κεφαλαιοποίησης χρησιμοποιείται η τιμή της μετοχής λόγω του ότι το μέτρο κερδοφορίας είναι εκφρασμένο ανά μετοχή. Η σκοπιμότητα αυτής της ενέργειας αιτιολογείται από το γεγονός το εξεταζόμενο δείγμα,

---

93 Όπως αυτή προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και της αναμενόμενης απόδοσης (που δίνεται από το Υπόδειγμα της Αγοράς).

94 Είτε χρησιμοποιείται η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής είτε χρησιμοποιούνται οι ολικές μετοχικές αποδόσεις ως εξαρτημένη μεταβλητή.



συχνά, απαρτίζεται από εταιρείες διαφορετικού μεγέθους και συνακόλουθα διαφορετικών επιπέδων κερδών. Η περιγραφείσα «ανομοιογένεια» δύναται να οδηγήσει σε προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και μη αποτελεσματικής εκτίμησης των παραμέτρων των υποδειγμάτων

Στο πλαίσιο της εξέτασης του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA διατυπώνεται η κάτωθι στατιστική υπόθεση προς εξέταση:

<b>Υπόθεση Πρώτη</b>
Η EVA υπερέχει στην ερμηνεία της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων έναντι των Λειτουργικών Κερδών (Operating Income), των Καθαρών Κερδών (Net Income) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).

Ο έλεγχος της ανωτέρω υπόθεσης πραγματοποιήθηκε βάσει της σύγκρισης των προσαρμοσμένων  $R^2$  των επτά παλινδρομήσεων χρησιμοποιώντας ως ανεξάρτητη μεταβλητή ένα, κάθε φορά, από τα υπό εξέταση μέτρα αποδοτικότητας ήτοι την EVA, τα Λειτουργικά Κέρδη, τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα.

Στην εκτίμηση του μοντέλου, που αναφέρθηκε ανωτέρω, περιμένουμε ο συντελεστής  $b_1$  να έχει θετικό πρόσημο. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι το τρέχον επίπεδο του υπό ανάλυση μέτρου κερδοφορίας (Economic Value Added, Net Income, Operating Income, Residual Income) και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις πρέπει να παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντίστοιχα, για το συντελεστή  $b_2$  το πρόσημο πρέπει να είναι αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης.

Στην εμπειρική μελέτη χρησιμοποιήθηκε η εξέταση του Hausman - Test (1978), προκειμένου να επιλεγθούν τα μοντέλα των Σταθερών Επιδράσεων ή τα μοντέλα των Τυχαίων Επιδράσεων. Σύμφωνα με την μηδενική υπόθεση οι μη παρατηρούμενες επιδράσεις δεν συσχετίζονται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Στην περίπτωση που δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση είναι ορθότερη η επιλογή ενός μοντέλου Τυχαίων Επιδράσεων. Αντίστοιχα αν απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση, τότε ορθότερο να εφαρμοστεί ο εκτιμητής των Σταθερών Επιδράσεων γιατί το μοντέλο Τυχαίων Επιδράσεων δίνει προκατειλημμένους εκτιμητές παραβιάζοντας τις υποθέσεις του θεωρήματος Gauss-Markov. (Wooldridge (2004), Baltagi (2001), Siegel (2000)).

Στην παρούσα ανάλυση δίδεται ιδιαίτερο βάρος στην εξέταση για τυχόν ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και πως θα επιτευχθεί η διόρθωση της. Επιγραμματικά, υπενθυμίζεται, ότι όταν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα οι εκτιμητές των διακυμάνσεων ( $\text{Var}(\beta)$ ) δεν είναι αμερόληπτοι. Άμεση συνέπεια αποτελεί τα τυπικά σφάλματα της OLS, λόγω του ότι στηρίζονται άμεσα σε αυτές τις διακυμάνσεις, να μην μπορούν πλέον να θεωρηθούν έγκυρα για το σχηματισμό τόσο διαστημάτων εμπιστοσύνης όσο και t-statistics.

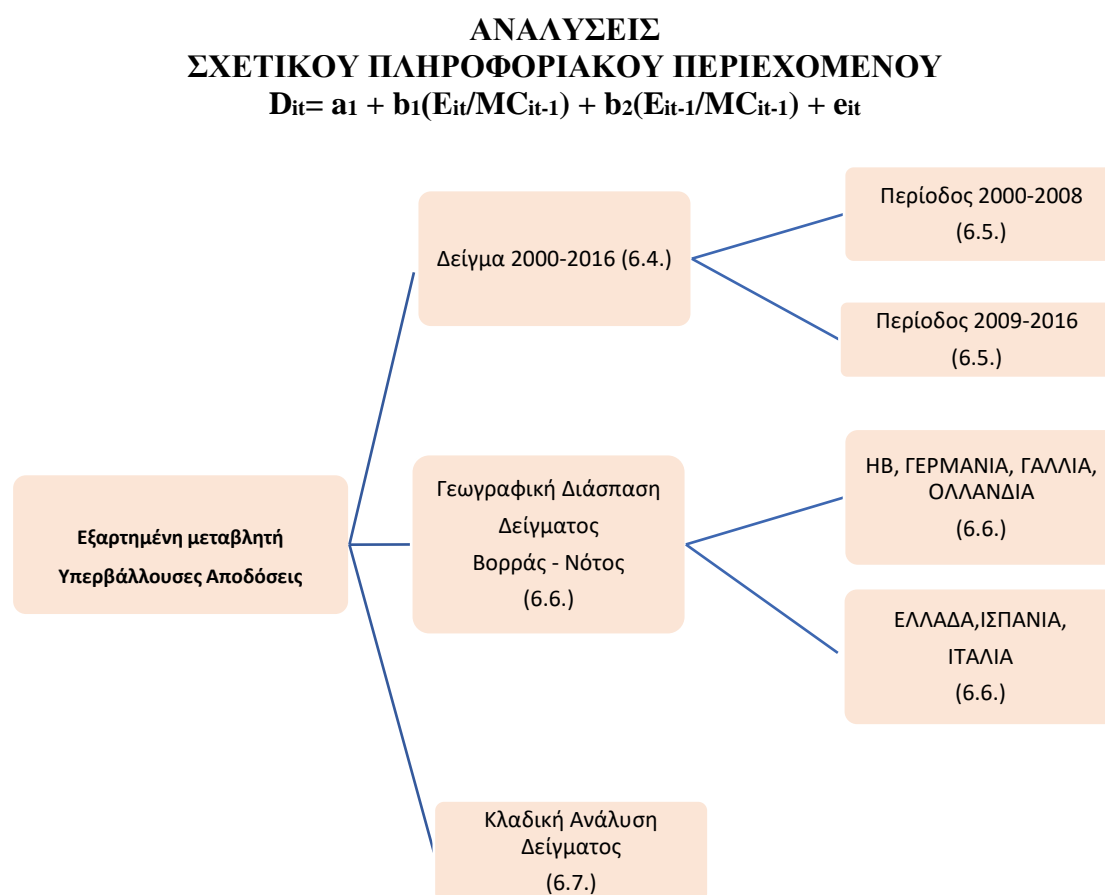
Αρχικώς, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των ελάχιστων τετράγωνων σε panel (pooled least squares) και με ετήσιες διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Ανωτέρω αναφέρθηκε ότι στην έρευνα διεξάγονται test για την επιλογή υποδείγματος (Hausman – Test). Τελικώς, το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι το fixed effects model (Least Squares Dummy Variable model). Στο εν λόγω υπόδειγμα, για κάθε μια από τις επιχειρήσεις (διαστρωματικές μονάδες) οι συντελεστές των επεξηγηματικών μεταβλητών είναι κοινοί. Όμως οι συντελεστές επί την τεταγμένη θεωρούνται διαφορετικοί για κάθε μονάδα αλλά σταθεροί στο χρόνο. Το μοντέλο αυτό μας δίνει τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε την κοινή για όλες τις εταιρείες επίπτωση των διαφόρων μέτρων κερδοφορίας που θα εξετάσουμε, πάνω στις μετοχικές αποδόσεις και την αξία της επιχείρησης, επιτρέποντας τις ξεχωριστές επιδράσεις κάθε επιχείρησης να αποτυπώνονται στον σταθερό όρο της παλινδρόμησης. Όπως αναφέρει ο Hsiao (1986)<sup>95</sup>, η χρήση του μοντέλου Fixed Effects είναι αποτελεσματική είτε όταν η ανάλυση γίνεται επί όλου του πληθυσμού είτε όταν επιδιώκεται να εξαχθούν συμπεράσματα μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος χωρίς γενίκευση στον πληθυσμό.

---

95 Hsiao, C. (1986), "Panel Data Analysis", Cambridge University Press.

### 6.3. Εμπειρική Εξέταση Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου – Συνοπτική Απεικόνιση αναλύσεων

Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι στατιστικοί έλεγχοι που έχουν διεξαχθεί και αφορούν το πληροφοριακό περιεχόμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Σε κάθε υποενότητα περιγράφονται τα ευρήματα ενώ στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζεται συνολική επισκόπηση των αποτελεσμάτων αλλά και σύγκριση των επί μέρους αποτελεσμάτων. Προκειμένου, για την ευκολότερη παρακολούθηση των αναλύσεων που ακολουθούν παρέχεται σχηματική απεικόνισή τους, με ταυτόχρονη αναφορά της ενότητας που βρίσκεται καθεμία εξ' αυτών<sup>96</sup>.



**Διάγραμμα 20: 6.3.:** Σχηματική απεικόνιση αναλύσεων σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου.

<sup>96</sup> Σε παρένθεση, στο σχήμα, αναφέρεται η σχετική ενότητα που βρίσκεται κάθε ανάλυση προς διευκόλυνση του αναγνώστη.

Στη συνέχεια ακολουθεί η πρώτη ανάλυση η οποία αναφέρεται στο διευρυμένο δείγμα της περιόδου 2000 – 2016.

#### 6.4. Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που συνδέει τις μετοχικές αποδόσεις με τη μεταβολή και το τρέχον επίπεδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (levels - changes analysis model). Η ανάλυση καλύπτει τόσο το ενοποιημένο δείγμα όσο και κάθε ερευνώμενη χώρα (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα) χωριστά. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται είναι η υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση (abnormal return) και ανεξάρτητες κάθε φορά μια εκ των Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), Καθαρό Εισόδημα (Net Income), Λειτουργικό Εισόδημα (Operating Income) και Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

##### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (2000-2016)

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0185*	0.0696**	0.0373**	0.0591**	0.124	0.0571*	0.0267	-0.0214
	(0.0101)	(0.0334)	(0.0151)	(0.0295)	(0.0879)	(0.0312)	(0.0334)	(0.0206)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0967***	-0.0800***	-0.0721***	-0.131***	-0.367***	-0.141***	-0.128***	-0.0617***
	(0.00889)	(0.0279)	(0.0128)	(0.0272)	(0.0706)	(0.0248)	(0.0309)	(0.0195)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.157**	-0.0694***	0.0189	0.0114	0.00454	-0.127**	0.0114	-0.00970
	(0.0750)	(0.0234)	(0.0165)	(0.0223)	(0.0372)	(0.0613)	(0.0305)	(0.0345)
<b>Αρ.Παρ.</b>	16,193	3,268	3,815	2,370	671	2,273	1,235	2,561
<b>R<sup>2</sup></b>	0.161	0.285	0.252	0.239	0.128	0.302	0.254	0.243
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,282	229	295	174	46	219	120	199
<b>F-stat</b>	150.8	66.91	69.58	38.08	5.229	46.40	20.79	41.84

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές  $t$  αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 16.193 (ΗΒ 3.268, Γερμανία 3.815, Γαλλία 2.370, Ολλανδία 671, Ιταλία 2.273, Ισπανία 1.235, Ελλάδα 2.561) και αριθμό εταιρειών 1.282 (ΗΒ 229, Γερμανία 295, Γαλλία 174, Ολλανδία 46, Ιταλία 219, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 25: 6.4.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (2000-2016).**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και  $NI$  (2000-2016)**

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
$b_1$	0.00564*** (0.00179)	0.0856*** (0.0152)	0.00239 (0.00155)	0.130*** (0.0221)	0.0774 (0.0516)	0.0854*** (0.0234)	0.0721*** (0.0205)	0.0285** (0.0124)
$b_2$	-0.000465 (0.000989)	0.0537*** (0.0189)	0.00163* (0.000850)	-0.124*** (0.0200)	-0.191*** (0.0415)	0.0879*** (0.0218)	-0.0362** (0.0145)	-0.0248*** (0.00712)
$a_1$	-0.135* (0.0770)	0.0411 (0.0662)	0.0214 (0.0168)	0.0538 (0.0607)	-0.0242 (0.0717)	-0.119* (0.0624)	0.0212 (0.0304)	0.00282 (0.0355)
Αρ.Παρ.	15,624	3,020	3,702	2,228	642	2,248	1,233	2,551
$R^2$	0.158	0.304	0.252	0.261	0.126	0.300	0.256	0.240
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	1,262	223	287	172	46	215	120	199
F-stat	141.4	67.35	67.29	39.93	4.897	45.47	20.96	40.98

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές  $t$  αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 15.624 (ΗΒ 3.020, Γερμανία 3.702, Γαλλία 2.228, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.248, Ισπανία 1.233, Ελλάδα 2.551) και αριθμό εταιρειών 1.262 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 172, Ολλανδία 46, Ιταλία 215, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 26: 6.4.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΝΙ (2000-2016).**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ (2000-2016)**

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00868*** (0.00193)	0.413*** (0.0393)	0.00366** (0.00165)	0.224*** (0.0288)	0.326*** (0.0780)	0.338*** (0.0359)	0.335*** (0.0469)	0.0824*** (0.0188)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00510*** (0.00170)	-0.00616 (0.0324)	-0.000884 (0.00145)	-0.0823** (0.0325)	-0.321*** (0.0585)	-0.173*** (0.0280)	-0.217*** (0.0351)	-0.0432*** (0.0147)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.134* (0.0769)	0.0230 (0.0652)	0.0201 (0.0168)	0.0641 (0.0620)	-0.0318 (0.0711)	-0.114* (0.0613)	0.00718 (0.0299)	0.00533 (0.0353)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,644	3,023	3,717	2,228	642	2,247	1,233	2,554
<b>R<sup>2</sup></b>	0.158	0.325	0.253	0.264	0.146	0.325	0.283	0.244
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,261	223	287	171	46	215	120	199
<b>F-stat</b>	142.3	74.41	67.93	40.58	5.834	50.91	24.04	41.91

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας, p<0.01.

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας, p<0.05.

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας, p<0.1.

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στον χρόνο t.

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t-1.

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης i στον χρόνο t-1.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων 15.644 (ΗΒ 3.023, Γερμανία 3.717, Γαλλία 2.228, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.247, Ισπανία 1.233, Ελλάδα 2.554) και αριθμό εταιρειών 1.261 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 171, Ολλανδία 46, Ιταλία 215, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 27: 6.4.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ (2000-2016).**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και **RI** (2000-2016)

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00638*** (0.00228)	0.0440 (0.0331)	0.00205 (0.00191)	0.0264 (0.0197)	0.180** (0.0819)	0.0617* (0.0323)	0.0914** (0.0461)	0.0148 (0.0183)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00368* (0.00198)	-0.106*** (0.0292)	0.000453 (0.00166)	0.0569*** (0.0139)	-0.304*** (0.0588)	0.163*** (0.0250)	0.159*** (0.0336)	0.0465*** (0.0129)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.124 (0.0761)	0.0352 (0.0665)	0.0234 (0.0164)	0.0762 (0.0648)	0.0440 (0.0862)	-0.132** (0.0649)	0.0116 (0.0314)	-0.00495 (0.0355)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,635	3,005	3,165	2,147	579	2,035	1,151	2,553
<b>R-squared</b>	0.160	0.299	0.265	0.248	0.143	0.320	0.282	0.242
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,217	222	279	164	42	203	108	199
<b>F-stat</b>	134.4	65.49	60.79	36.03	5.106	44.90	23.67	41.38

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων 14.635 (ΗΒ 3.005, Γερμανία 3.165, Γαλλία 2.147, Ολλανδία 579, Ιταλία 2.035, Ισπανία 1.151, Ελλάδα 2.553) και αριθμό εταιρειών 1.217 (ΗΒ 222, Γερμανία 279, Γαλλία 164, Ολλανδία 42, Ιταλία 203, Ισπανία 108, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 28: 6.4.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI (2000-2016).

Τα αποτελέσματα όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες εμφανίζουν σημαντικά αποτελέσματα στην προσπάθεια εμπειρικής εξέτασης της αρχέτυπης δήλωσης του Stewart σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο (relative information content test) που ενσωματώνει η EVA<sup>97</sup>.

<sup>97</sup> Όπως ήδη αναφέρθηκε στην παρούσα διατριβή ο Stewart (1991) παρουσιάζει την EVA ως ένα μέτρο που «οδηγεί» τις τιμές των μετοχών.

Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, που αναφέρθηκε ανωτέρω στην πρώτη Υπόθεση, εξετάζεται με τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  των οκτώ παλινδρομήσεων.

Για το διευρυμένο δείγμα των ετών 2000 - 2016 και των επτά χωρών μαζί, η παλινδρόμηση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα με συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2 = 16,1\%$ ). Αυτό σημαίνει ότι το 16,1% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων μπορεί να ερμηνευθεί από την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Η ανάλυση επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας και τα σχετικά αποτελέσματα περιγράφονται στη συνέχεια της ενότητας.

### ***ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ***

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντιστοίχως, για το συντελεστή  $b_2$  το πρόσημο αναμένεται αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου σε όλα τα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) πλην των Καθαρών Κερδών που εμφανίζουν θετικό πρόσημο  $b_2$ . Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως διαφαίνεται από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 32,5\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 28,5\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα του Ηνωμένου Βασιλείου τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Ειδικότερα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται με τα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των αποδόσεων κατά 0,41%. Σημειώνεται ότι, η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές



ενώ το Υπολειμματικό Εισόδημα έχει μεν θετικό συντελεστή  $b_1$  αλλά όχι στατιστικά σημαντικό.

### *ΓΕΡΜΑΝΙΑ*

Η Γερμανία παρουσιάζει διαφορετική εικόνα από αυτή που αποτυπώθηκε προηγουμένως καθώς τα εμπειρικά αποτελέσματα εμφανίζονται υποστηρικτικά ως προς την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Συγκεκριμένα, τα ευρήματα αναφορικά με την κατεύθυνση τη σχέσης των αποδόσεων και της EVA δείχνουν ότι μια αύξηση κατά 1% των υπερβαλλουσών αποδόσεων συνδέεται με αύξηση κατά 0,04% περίπου της EVA. Επίσης, σημειώνεται, ότι η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Συγκριτικά, αναφορικά με τα υπόλοιπα μέτρα, επισημαίνεται: τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές ενώ τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν μεν θετικό συντελεστή  $b_1$  αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  είναι θετικό σε όλες τις ερευνώμενες χώρες, παρουσιάζοντας συνέπεια με τη θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω. Για το συντελεστή  $b_2$  τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα, όμως, στην περίπτωση της EVA εμφανίζεται συνεπής με τη θεωρία εμφανίζοντας αρνητικό πρόσημο.

### *ΓΑΛΛΙΑ*

Η Γαλλία, μια εκ των πιο αντιπροσωπευτικών χωρών του οικονομικά ισχυρού ευρωπαϊκού βορρά, εμφανίζει μεν εμπειρικά στοιχεία που λειτουργούν υποστηρικτικά προς την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία πλην όμως τα Λειτουργικά Κέρδη παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα. Ξεκινώντας από την εξέταση του πρόσημου του συντελεστή  $b_1$  παρατηρούμε ότι έχει θετικό πρόσημο σε όλα τα υπό εξέταση μέτρα κερδοφορίας. Ωστόσο, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο είναι αρνητικό όπως αναμενόταν από τη θεωρία, στις περιπτώσεις: της EVA και των Λειτουργικών Κερδών ενώ τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικού Εισόδημα έχουν θετικό πρόσημο.

Στη Γαλλία, όπως διαφαίνεται από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, το Λειτουργικό Κέρδος εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 26,4\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 23,9\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα

της Γαλλίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Ειδικότερα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται στα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,22%. Σημειώνεται ότι, η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές ενώ το Υπολειμματικό Εισόδημα έχει μεν θετικό συντελεστή  $b_1$  αλλά όχι στατιστικά σημαντικό.

## **ΟΛΛΑΝΔΙΑ**

Συνεχίζοντας την περιήγηση με το τελευταίο μέλος του ευρωπαϊκού βορρά, την Ολλανδία, συναντάμε παρόμοιο τοπίο κατά την εξέταση των εμπειρικών δεδομένων.

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να είναι θετικό γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντιστοίχως, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο είναι αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση της Ολλανδίας σε όλα τα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Τα εμπειρικά ευρήματα δεικνύουν ότι τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν τον υψηλότερο προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού και συνεπώς εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 14,6\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 12,8\%$ ). Επιπροσθέτως, στο δείγμα της Ολλανδίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται με τα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά μια ποσοστιαία μονάδα είναι συνυφασμένη με αύξηση των αποδόσεων κατά 0,326%. Επισημαίνεται ότι η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: το Υπολειμματικό Εισόδημα έχει στατιστικά σημαντικούς συντελεστές

ενώ η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη έχουν μεν θετικό συντελεστή  $b_1$  αλλά όχι στατιστικά σημαντικό.

### *ΙΤΑΛΙΑ*

Η εξέταση του ευρωπαϊκού νότου αρχίζει με την Ιταλία όπου τα αποτελέσματα είναι παρεμφερή με την πλειονότητα των προηγούμενων χωρών, αναδεικνύοντας στοιχεία υποστηρικτικά προς τα Λειτουργικά Κέρδη. Εξετάζοντας πρώτα το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  παρατηρούμε ότι είναι θετικό που σημαίνει ότι το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Από την άλλη μεριά, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο σύμφωνα με τη θεωρία θα έπρεπε να είναι αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» για το συντελεστή  $b_2$  απαντώνται στην περίπτωση της Ιταλίας στα δύο υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και Λειτουργικά Κέρδη) ενώ τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζουν θετικό πρόσημο  $b_2$ . Υπό το πρίσμα της εξέτασης των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης προκύπτει, από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, ότι τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 32,5\%$ ). Επιπροσθέτως, στο εμπειρικό δείγμα της Ιταλίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι μια επέκταση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνδέεται με μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,338%. Αξιοσημείωτο είναι ότι η προαναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Στη βάση της σύγκρισης με τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα επισημαίνεται ότι όλα έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές πλην όμως μικρότερους από τα Λειτουργικά Κέρδη.

## *ΙΣΠΑΝΙΑ*

Η δεύτερη χώρα που απαρτίζει τον ευρωπαϊκό Νότο είναι η Ισπανία όπου και στην περίπτωση αυτή το «κάδρο» δεν φαίνεται να αλλάζει καθόσον τα Λειτουργικά Κέρδη επιτυγχάνουν πάλι καλύτερες επιδόσεις. Ειδικότερα, εκ των αποτελεσμάτων διαφαίνεται υψηλότερος συντελεστής προσδιορισμού με τιμή ( $R^2 = 28,3\%$ ) για τα Λειτουργικά Κέρδη ενώ η EVA εμφανίζει τιμή ( $R^2 = 25,4\%$ ). Μια στατιστικώς σημαντική θετική επίδραση, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ανιχνεύεται μεταξύ μη αναμενόμενων αποδόσεων και Λειτουργικών Κερδών. Επί παραδείγματι, η μεγέθυνση κατά μια ποσοστιαία μονάδα των Λειτουργικών Κερδών επιφέρει αύξηση των αποδόσεων κατά 0,335%. Κατά την σύγκριση με τα υπόλοιπα υπό εξέταση μέτρα, το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζεται δεύτερο αναφορικά με τη συσχέτιση που έχει με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις με μικρή όμως διαφορά από τα υπόλοιπα. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές ενώ η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει μεν θετικό συντελεστή  $b_1$  αλλά όχι στατιστικά σημαντικό.

Αναφορικά με την εξέταση των πρόσημων των συντελεστών  $b_1$  και  $b_2$  για όλες τα μέτρα κερδοφορίας παρατηρείται συνέπεια πλην του Υπολειμματικού Εισοδήματος. Ειδικότερα, ο συντελεστής  $b_1$  έχει θετικό πρόσημο άρα το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντιστοίχως, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο είναι αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης.

## *ΕΛΛΑΔΑ*

Ο κύκλος των εξεταζόμενων χωρών κλείνει με την Ελλάδα η οποία εμφανίζει όμοια συμπεριφορά με τις περισσότερες από τις προηγούμενες χώρες «υποστηρίζοντας» το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο που παρέχουν τα Λειτουργικά Κέρδη. Αξιοπρόσεκτη όμως, είναι η διαφοροποίηση που εισάγεται και αφορά το οριακά αρνητικό πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  στην παλινδρόμηση με ανεξάρτητη μεταβλητή την EVA. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι μια διεύρυνσή της EVA κατά 1% είναι συνυφασμένη με μείωση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά

-0,0214%. Κατά την εξέταση των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού προέκυψε ότι τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 24,4\%$ ). Επιπλέον, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν τον μεγαλύτερο συντελεστή  $b_1$  με συνέπεια μια ποσοστιαία αύξηση κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των αποδόσεων κατά 0,08%. Ως προς τα πρόσημα των συντελεστών  $b_1$  και  $b_2$  από τους παραπάνω πίνακες προκύπτει ότι πλην της EVA τα υπόλοιπα υπό εξέταση μέτρα (Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) ακολουθούν την ίδια νόρμα εμφανίζοντας θετικό πρόσημο για το  $b_1$  και αρνητικό πρόσημο για το  $b_2$ .

Εν συνεχεία, ακολουθεί μια γενική επισκόπηση των εμπειρικών αποτελεσμάτων που έχει ως σκοπό αφενός την σύνοψη των βασικών ευρημάτων και αφετέρου την ανάδειξη των σημείων που χρειάζονται περισσότερη ανάλυση.

#### **6.4.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας**

Η βασική εστίαση αυτού του κεφαλαίου είναι να θέσει υπό εξέταση την πρόταση του Stewart (1991) ότι η Economic Value Added (EVA) «οδηγεί» τις μετοχικές αποδόσεις μέσω της απεικόνισης της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Η σχέση εξετάστηκε με τη χρήση του πιο ευρέως διαδεδομένου μοντέλου, βάσει της βιβλιογραφίας, και επεκτάθηκε στο οικονομικό περιβάλλον επτά ευρωπαϊκών χωρών. Η ανάλυση κάλυψε ένα μεγάλο αριθμό ετών από το 2000 έως το 2016 πραγματοποιώντας εξέταση του δείγματος τόσο σε ενοποιημένο επίπεδο όσο και σε επίπεδο χώρας.

Τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα, παρόλα αυτά η εκτίμηση που τείνει να υπερισχύει είναι ότι τα ευρήματα δικαιώνουν, μερικώς, τους ένθερμους υποστηρικτές της EVA. Όπως διαφαίνεται, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία σε όλα δείγματα χωρών που επεξεργάστηκαν (Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα), ενώ το ίδιο ισχύει και στο ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών.

Η εμπειρική τεκμηρίωση όπως παρουσιάστηκε ανωτέρω στους πίνακες με τις παλινδρομήσεις, σκιαγραφεί τον σημαντικό ρόλο που φαίνεται να έχουν τα Λειτουργικά Κέρδη στην ερμηνεία των υπερβαλλουσών μετοχικών αποδόσεων. Τα

Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν τους μεγαλύτερους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού έναντι των υπολοίπων μέτρων κερδοφορίας που εξετάστηκαν και συγκεκριμένα: στο Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζουν ( $R^2 = 32,5\%$ ), στη Γαλλία ( $R^2 = 26,4\%$ ), στην Ολλανδία ( $R^2 = 14,6\%$ ), στην Ιταλία ( $R^2 = 32,5\%$ ), στην Ισπανία ( $R^2 = 28,3\%$ ) και στην Ελλάδα ( $R^2=24,4\%$ ). Τα ανωτέρω ευρήματα συμπίπτουν με τις εμπειρικές αποδείξεις των B-H.Bao και D-H.Bao (1998), Biddle, Bowen και Wallace (1997), Kyriazis και Anastassis (2007). Στην άλλη πλευρά όμως έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα άλλων εμπειρικών μελετών όπως είναι: Issham Ismail (2015) και Mohammad Abdel Mohsen Al-Afeef (2017).

Κλείνοντας, τα ανωτέρω ευρήματα, παρέχουν μια πρώτη, δειλή αλλά ηχηρή μαρτυρία για το πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA, που χρήζει ιδιαίτερης προσοχής και επεξεργασίας από τις αναλύσεις που θα επακολουθήσουν. Στην επόμενη ενότητα του κεφαλαίου πραγματοποιείται διάσπαση του δείγματος σε δύο επιμέρους χρονικές περιόδους, ήτοι 2000 – 2008 και 2009 – 2016.

### **6.5. Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με σύγκριση των περιόδων 2000-2008 και 2009-2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις**

Απώτερος στόχος του κεφαλαίου είναι η διαλεύκανση του συνδέσμου μεταξύ της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων και της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Η συνεισφορά της παρούσας εμπειρικής ενότητας έγκειται, στην περαιτέρω διερεύνηση των αποτελεσμάτων της προηγούμενης ενότητας μέσω της διάσπασης του δείγματος στα έτη 2000 – 2008 και 2009 – 2016. Ως εκ τούτου, επιχειρείται ξεχωριστή ανάλυση ανά περίοδο η οποία θα επιφέρει εποικοδομητικές συγκρίσεις αναδεικνύοντας τις ομοιότητες και τις διαφορές κάθε περιόδου αλλά και τη βάση για εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων.

Τέλος, επεκτείνεται η ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία καθώς για πρώτη φορά πραγματοποιείται επεξεργασία δεδομένων σε τόσο αυξημένο δείγμα χωρών της Ευρώπης και για δύο ξεχωριστές χρονικές περιόδους οι οποίες χαρακτηρίζονται από τη διαφορετικότητα των οικονομικών γεγονότων που έλαβαν χώρα σε κάθε μια.

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0229 (0.0184)	0.192*** (0.0629)	0.0130 (0.0214)	0.0784 (0.0496)	0.207 (0.152)	0.124** (0.0528)	-0.0137 (0.0554)	-0.00567 (0.0857)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0980*** (0.0173)	-0.232*** (0.0625)	-0.0306 (0.0193)	-0.143*** (0.0447)	-0.367*** (0.0970)	-0.117*** (0.0442)	0.482*** (0.146)	-0.214*** (0.0814)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0833*** (0.0107)	-0.0375 (0.0794)	-0.0992 (0.0929)	-0.138*** (0.0255)	0.0983** (0.0404)	-0.144*** (0.0279)	-0.577* (0.343)	-0.0150 (0.0299)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,908	1,671	2,025	1,192	346	932	515	1,227
<b>R<sup>2</sup></b>	0.206	0.351	0.317	0.207	0.145	0.469	0.403	0.332
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,148	227	291	170	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	175.7	77.55	79.84	26.34	5.498	67.91	28.63	51.50

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	-0.0178 (0.0140)	0.0260 (0.0492)	0.0903*** (0.0265)	0.0224 (0.0423)	0.0295 (0.126)	-0.0272 (0.0431)	0.109** (0.0490)	-0.0522** (0.0258)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.117*** (0.0113)	-0.0571* (0.0334)	-0.116*** (0.0205)	-0.116*** (0.0363)	-0.389*** (0.121)	0.152*** (0.0315)	0.138*** (0.0341)	0.0728*** (0.0231)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0160 (0.0716)	0.267*** (0.0226)	0.0198 (0.0153)	-0.0310 (0.0206)	0.00128 (0.0359)	0.0510 (0.0636)	-0.0565* (0.0325)	0.304*** (0.0305)
<b>Αρ.Παρ.</b>	8,285	1,597	1,790	1,178	325	1,341	720	1,334
<b>R<sup>2</sup></b>	0.089	0.179	0.130	0.138	0.107	0.163	0.126	0.173
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,236	226	271	161	42	219	119	198
<b>F-stat</b>	68.98	33.04	28.22	18	3.667	21.73	9.505	26.27

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 29: 6.5.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (2000-2008 & 2009-2016).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0152*** (0.00405)	0.0804*** (0.0184)	0.00912** (0.00358)	0.0858*** (0.0313)	0.0168 (0.0699)	0.285*** (0.0773)	0.625*** (0.148)	0.198*** (0.0557)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00170 (0.00326)	0.0632** (0.0283)	0.000177 (0.00283)	-0.0862** (0.0338)	-0.195*** (0.0532)	-0.166** (0.0767)	0.0136 (0.0428)	-0.0472 (0.0427)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0891*** (0.0107)	-0.0498 (0.0815)	-0.107 (0.0927)	-0.135*** (0.0254)	0.110*** (0.0399)	-0.143*** (0.0275)	-0.618* (0.336)	-0.0187 (0.0299)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,794	1,624	1,968	1,185	346	932	515	1,224
<b>R-squared</b>	0.205	0.354	0.323	0.207	0.143	0.472	0.425	0.335
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,133	221	283	169	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	171.3	76.28	79.94	26.33	5.377	68.85	31.46	52.15

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00600** (0.00283)	0.157*** (0.0400)	0.00461* (0.00238)	0.205*** (0.0381)	0.264** (0.107)	0.0482* (0.0268)	0.0560** (0.0221)	0.0145 (0.0156)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.000555 (0.00113)	0.0277 (0.0314)	0.00212** (0.000939)	-0.186*** (0.0264)	-0.221** (0.0972)	-0.0909*** (0.0243)	-0.0203 (0.0174)	-0.0240*** (0.00812)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0333 (0.0721)	0.253*** (0.0220)	0.0182 (0.0157)	0.0118 (0.0202)	-0.0151 (0.0685)	0.382*** (0.110)	-0.0399 (0.0323)	0.333*** (0.0304)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,830	1,396	1,734	1,043	296	1,316	718	1,327
<b>R-squared</b>	0.074	0.198	0.123	0.192	0.119	0.152	0.115	0.167
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,216	220	263	159	42	215	119	198
<b>F-stat</b>	53.02	31.92	25.70	23.13	3.684	19.60	8.514	24.91

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 30: 6.5.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI (2000-2008 & 2009-2016).



## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0159*** (0.00408)	0.608*** (0.0751)	0.00850** (0.00349)	0.237*** (0.0463)	0.373*** (0.136)	0.436*** (0.0807)	1.293*** (0.182)	0.636*** (0.0863)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.00302 (0.00477)	0.0166 (0.0809)	0.000686 (0.00410)	-0.0393 (0.0548)	-0.310*** (0.0757)	-0.111 (0.0713)	-0.816*** (0.158)	-0.0483 (0.0921)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0843*** (0.0108)	-0.141* (0.0831)	-0.103 (0.0924)	-0.165*** (0.0271)	0.0949** (0.0423)	-0.168*** (0.0277)	-0.675** (0.328)	-0.0463 (0.0297)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,810	1,625	1,976	1,189	346	932	515	1,227
<b>R-squared</b>	0.204	0.379	0.323	0.219	0.161	0.483	0.458	0.365
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,133	221	283	169	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	171.1	84.97	80.13	28.28	6.183	71.81	35.93	59.50

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0114*** (0.00267)	0.363*** (0.0506)	0.00491** (0.00220)	0.252*** (0.0438)	0.341*** (0.116)	0.318*** (0.0460)	0.308*** (0.0523)	0.0561** (0.0243)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00566*** (0.00219)	0.0257 (0.0377)	-0.000425 (0.00180)	-0.0885** (0.0431)	-0.356*** (0.126)	-0.180*** (0.0318)	-0.179*** (0.0376)	-0.0487*** (0.0175)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0338 (0.0718)	0.198*** (0.0234)	0.0167 (0.0155)	-0.00145 (0.0209)	-0.0168 (0.0682)	0.339*** (0.109)	-0.0583* (0.0312)	0.347*** (0.0295)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,834	1,398	1,741	1,039	296	1,315	718	1,327
<b>R-squared</b>	0.078	0.225	0.128	0.177	0.133	0.187	0.163	0.168
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,216	220	264	158	42	215	119	198
<b>F-stat</b>	55.74	37.60	27.05	20.86	4.180	25.04	12.73	25.08

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 31: 6.5.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ (2000-2008 & 2009-2016).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00603 (0.00539)	0.117** (0.0552)	0.00228 (0.00445)	0.108** (0.0462)	0.206 (0.162)	0.170** (0.0730)	0.355* (0.198)	0.0708 (0.0791)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0296*** (0.00882)	-0.266*** (0.0582)	-0.00701 (0.00781)	-0.108*** (0.0350)	-0.308*** (0.0791)	-0.150** (0.0656)	-0.636*** (0.140)	-0.236*** (0.0703)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0794*** (0.0122)	-0.0380 (0.0839)	-0.0853*** (0.0248)	-0.138*** (0.0261)	0.109** (0.0442)	-0.182*** (0.0329)	-0.0662* (0.0366)	-0.0121 (0.0299)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,044	1,619	1,474	1,140	314	784	487	1,226
<b>R-squared</b>	0.204	0.357	0.352	0.206	0.156	0.496	0.452	0.334
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,086	220	261	161	42	147	74	181
<b>F-stat</b>	152.9	76.96	65.35	25.15	5.396	61.66	37	51.91

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0114*** (0.00267)	0.363*** (0.0506)	0.00491** (0.00220)	0.252*** (0.0438)	0.341*** (0.116)	0.318*** (0.0460)	0.308*** (0.0523)	0.0561** (0.0243)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00566*** (0.00219)	0.0257 (0.0377)	-0.000425 (0.00180)	-0.0885** (0.0431)	-0.356*** (0.126)	-0.180*** (0.0318)	-0.179*** (0.0376)	-0.0487*** (0.0175)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0338 (0.0718)	0.198*** (0.0234)	0.0167 (0.0155)	-0.00145 (0.0209)	-0.0168 (0.0682)	0.339*** (0.109)	-0.0583* (0.0312)	0.347*** (0.0295)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,834	1,398	1,741	1,039	296	1,315	718	1,327
<b>R-squared</b>	0.078	0.225	0.128	0.177	0.133	0.187	0.163	0.168
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,216	220	264	158	42	215	119	198
<b>F-stat</b>	55.74	37.60	27.05	20.86	4.180	25.04	12.73	25.08

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 32: 6.5.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI(2000-2008&2009-2016).

Στη βάση της εξέτασης του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου, τα αποτελέσματα όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες απεικονίζουν παραστατικά, τις διαφορές ανάμεσα στις δύο χρονικές περιόδους και με αυτόν τον τρόπο διευκολύνουν τις συγκρίσεις μεταξύ τους.

Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, που αναφέρθηκε ανωτέρω, στην πρώτη Υπόθεση, εξετάζεται με τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  των οκτώ παλινδρομήσεων. Ξεκινώντας από το ενοποιημένο δείγμα και των επτά χωρών μαζί, η παλινδρόμηση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) παρουσιάζει τη μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα με συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2 = 20,6\%$ ) και αναφέρεται στο χρονικό διάστημα των ετών (2000-2008). Η τιμή αυτή του  $R^2$  είναι επίσης μεγαλύτερη και σε σχέση με το σύνολο των ετών του διευρυμένου δείγματος 2000-2016. Αυτό σημαίνει ότι το 20,6% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων μπορεί να ερμηνευθεί από την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Εν συνεχεία, η ανάλυση που ακολουθεί επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας όπου παρουσιάζεται η σύγκριση των δύο χρονικών περιόδων (Δείγμα Α', 2000-2008) και (Δείγμα Β', 2009-2016), με τα σχετικά αποτελέσματα να περιγράφονται στη συνέχεια της ενότητας.

### ***ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ***

Το Ηνωμένο βασίλειο αποτελεί μια εκ των πιο ισχυρών οικονομιών του ευρωπαϊκού βορρά και αντιπροσωπευτικό παράδειγμα των χωρών που υιοθέτησαν μεθόδους δημιουργίας αξίας προς όφελος των μετόχων.

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για τις δύο περιόδους. Όπως διαφαίνεται, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 37,9\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 35,1\%$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε, σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Ως εκ τούτου, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ .

Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές», στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου, στις ακόλουθες περιπτώσεις: για την EVA έχουμε αρνητική τιμή και στα δύο δείγματα, τα Καθαρά Κέρδη παρουσιάζουν θετικό συντελεστή στα δύο δείγματα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν θετικό πρόσημο στα δύο δείγματα και τέλος το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει αρνητικό πρόσημο στο δείγμα  $\alpha'$  και θετικό στο δείγμα  $\beta'$ .

Περαιτέρω, στο δείγμα του Ηνωμένου Βασιλείου τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η EVA έχει συντελεστή  $b_1 = 0,192$  στο πρώτο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση της EVA κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,2%. Συγκριτικά, σχετικά με τα υπόλοιπα μέτρα, θετική σχέση εμφανίζουν: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα και στα δύο δείγματα. Περαιτέρω, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων, ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$ , δεν είναι ευδιάκριτη η υπεροχή μιας εκ των δύο, καθώς σε κάποια μέτρα κερδοφορίας υπερέχει η μία και σε κάποια η άλλη.

Κλείνοντας την ανάλυση του Ηνωμένου Βασιλείου, τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα  $\beta'$ ) και στην περίπτωση του Υπολειμματικού Εισοδήματος (δείγμα  $\beta'$ ).

## **ΓΕΡΜΑΝΙΑ**

Η Γερμανία αποτελεί, κατά πολλούς, την «ατμομηχανή» της Ευρώπης καθώς εμφανίζει τα καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα, το μεγαλύτερο ΑΕΠ και την ισχυρότερη βιομηχανία.

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού παρουσίασε ενδιαφέροντα ευρήματα για τις δύο περιόδους. Όπως διαφαίνεται το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 35,2\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 31,7\%$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Εν συνεχεία, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Ως εκ τούτου, από την εξέταση

των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ . Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές», στην περίπτωση της Γερμανίας, στις ακόλουθες περιπτώσεις: για την EVA έχουμε αρνητική τιμή και στα δύο δείγματα, τα Καθαρά Κέρδη παρουσιάζουν θετικό συντελεστή στα δύο δείγματα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν αρνητικό πρόσημο στο δείγμα β' και τέλος το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει αρνητικό πρόσημο και στα δύο δείγματα.

Επιπροσθέτως, στο δείγμα της Γερμανίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η EVA έχει συντελεστή  $b_1 = 0,09$  στο δεύτερο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως, μια διεύρυνση της EVA κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,09%. Συγκριτικά, σχετικά με τα υπόλοιπα μέτρα: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις και στα δύο δείγματα. Περαιτέρω, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$  δεν είναι ευδιάκριτη η υπεροχή μιας εκ των δύο καθώς σε κάποια μέτρα κερδοφορίας υπερέχει η μία και σε κάποια η άλλη.

Κλείνοντας την ανάλυση της Γερμανίας, τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (δείγμα β').

## **ΓΑΛΛΙΑ**

Η Γαλλία είναι η τρίτη χώρα της Ευρώπης σε μέγεθος ΑΕΠ και η δεύτερη στη ζώνη του ευρώ καθώς και μια εκ των μεγαλύτερων πληθυσμιακά στον ευρωπαϊκό χώρο. Εντούτοις, υστερεί από πλευράς μελετών αναφορικά με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού παρουσίασε χρήσιμα ευρήματα για τις δύο περιόδους. Όπως προκύπτει, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 21,9\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 20,7\%$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Ως εκ τούτου, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ . Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές», στην περίπτωση της Γαλλίας, σε όλες τις υπό εξέταση μεταβλητές (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Τα ευρήματα στο δείγμα της Γαλλίας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 0,252$  στο δεύτερο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως, μια διεύρυνση της EVA κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,25%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία δεν έχει στατιστικά σημαντικούς συντελεστές  $b_1$ , ενώ τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν και στα δύο δείγματα. Περαιτέρω, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$  το δείγμα της δεύτερης περιόδου (2008-2016) εμφανίζεται να υπερέχει.

Κλείνοντας την ανάλυση για τη Γαλλία, τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα  $\alpha'$  -  $\beta'$ ) και στην περίπτωση του Υπολειμματικού Εισοδήματος (δείγμα  $\beta'$ ).

## **ΟΛΛΑΝΔΙΑ**

Συνεχίζοντας την περιήγηση με το τελευταίο μέλος του ευρωπαϊκού βορρά, την Ολλανδία, συναντάμε παρόμοιο τοπίο κατά την εξέταση των εμπειρικών δεδομένων.

Η επισκόπηση των συντελεστών προσδιορισμού εμφάνισε σημαντικά στοιχεία για τις υπό έρευνα χρονικές περιόδους. Η ανάλυση έδειξε ότι, το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 15,6\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 14,5\%$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Ξεκινώντας, τη διερεύνηση του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό

πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Συνεπώς, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ . Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» σε όλες τις εξεταζόμενες μεταβλητές (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Οι διενεργούμενες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ολλανδίας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 0,373$  στο πρώτο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,37%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη δεν έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές  $b_1$ , τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν και στα δύο δείγματα ενώ το Υπολειμματικό Εισόδημα στο δεύτερο. Περαιτέρω, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$  δεν είναι ευδιάκριτη η υπεροχή μιας εκ των δύο καθώς σε κάποια μέτρα κερδοφορίας υπερέρχει η μία και σε κάποια η άλλη.

Επιλογικά, αναφέρεται, ότι τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα  $\alpha'$  -  $\beta'$ ).

## *ΙΤΑΛΙΑ*

Η εξέταση του ευρωπαϊκού νότου αρχίζει με την Ιταλία η οποία αποτελεί βασικό εκπρόσωπο των χωρών του ευρωπαϊκού νότου καθώς έχει το μεγαλύτερο ΑΕΠ από τις χώρες που μελετώνται (Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα).

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για τις δύο περιόδους. Η ανάλυση έδειξε ότι, το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει την μεγάλη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 49,6\%$ ) ενώ και τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν επίσης υψηλό  $R^2 = 48,3\%$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Ξεκινώντας τη διερεύνηση του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Συνεπώς, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  (εκτός από την

EVA στο δείγμα β'). Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» σε όλες τις εξεταζόμενες μεταβλητές (EVA-εκτός από το δείγμα β', Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Οι διενεργούμενες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ιταλίας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 0,436$  στο πρώτο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται μια αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,436%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει στατιστικά σημαντικό συντελεστή  $b_1$  (δείγμα α'), ενώ τα Καθαρά Κέρδη, το Λειτουργικό Εισόδημα, και το Υπολειμματικό Εισόδημα και στα δύο δείγματα. Επιπροσθέτως, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$ , η πρώτη περίοδος εμφανίζεται να υπερέχει εμφανίζοντας καλύτερα αποτελέσματα.

Κλείνοντας, την εξέταση των δεδομένων της Ιταλίας αναφέρεται ότι τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα α'-β').

## **ΙΣΠΑΝΙΑ**

Η εξέταση του ευρωπαϊκού νότου συνεχίζεται με την Ισπανία η οποία αν και μεγάλη σε γεωγραφικό μέγεθος αλλά και σε ύψος ΑΕΠ αποτελεί χώρα η οποία έχει «εξερευνηθεί» λιγότερο σε σύγκριση με αυτές του ευρωπαϊκού βορρά.

Τα στοιχεία που αποκαλύπτουν τα ευρήματα των συντελεστών προσδιορισμού για τις δύο εξεταζόμενες περιόδους, είναι αξιοσημείωτα. Η ανάλυση έδειξε ότι, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγάλη επεξηγηματική ικανότητα με  $R^2 = 45,8\%$  ενώ και η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία εμφανίζει επίσης υψηλό  $R^2 = 40,3\%$ . Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Κατά τον έλεγχο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Συνεπώς, από την εξέταση των δύο δειγμάτων



προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  (εκτός από την EVA στο δείγμα  $\alpha'$ ). Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$  πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» σε όλες τις εξεταζόμενες μεταβλητές (EVA-εκτός από το δείγμα  $\alpha'$ - $\beta'$ , Καθαρά Κέρδη-εκτός από το δείγμα  $\alpha'$ , Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Τα ευρήματα στο δείγμα της Ισπανίας τεκμηριώνουν ότι υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 1,29$  στο πρώτο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται μια αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 1,29%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει στατιστικά σημαντικό συντελεστή  $b_1$  (δείγμα  $\beta'$ ) όπως επίσης και τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα (δείγματα  $\alpha'$  και  $\beta'$ ). Επιπροσθέτως, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$  η πρώτη περίοδος εμφανίζεται να υπερέχει εμφανίζοντας καλύτερα αποτελέσματα.

Κλείνοντας, την εξέταση των δεδομένων της Ισπανίας αναφέρεται ότι τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα  $\alpha' - \beta'$ ) και των Καθαρών κερδών (δείγμα  $\alpha'$ ).

## ***ΕΛΛΑΔΑ***

Η περιήγηση στον ευρωπαϊκό νότο ολοκληρώνεται με την μελέτη των δύο δειγμάτων στην Ελλάδα όπου οι εμπειρικές έρευνες είναι περιορισμένες στο αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Η διερεύνηση των συντελεστών προσδιορισμού παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τις δύο περιόδους. Η ανάλυση έδειξε ότι, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγάλη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 36,5$ ). Αναφορικά με την σύγκριση των δύο περιόδων, η πρώτη εμφανίζει οριακά καλύτερους συντελεστές  $R^2$ .

Κατά την εξέταση του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Συνεπώς, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  (εκτός από την EVA, δείγματα  $\alpha' - \beta'$ ). Επίσης, από την παρατήρηση των πινάκων βλέπουμε ότι για το  $b_2$

πληρούνται οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» σε όλες τις εξεταζόμενες μεταβλητές (EVA-εκτός από το δείγμα β', Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα-εκτός από το δείγμα β).

Οι διενεργούμενες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ελλάδας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 0,636$  στο πρώτο δείγμα και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως, μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται μια αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,636%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει αρνητικό πρόσημο  $b_1$  (δείγμα α'-β'), τα Καθαρά Κέρδη έχουν στατιστικά σημαντικό  $b_1$  (δείγμα α'), το Λειτουργικό Εισόδημα έχει στατιστικά σημαντικό  $b_1$  και στα δύο δείγματα ενώ το Υπολειμματικό Εισόδημα στο δεύτερο δείγμα. Επιπροσθέτως, κατά τη σύγκριση των δύο περιόδων ως προς το μέγεθος του συντελεστή  $b_1$  η πρώτη περίοδος εμφανίζεται να υπερέχει εμφανίζοντας καλύτερα αποτελέσματα.

Τέλος, από την εξέταση των δεδομένων της Ελλάδας αναφέρεται ότι τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών (δείγμα α').

Η επόμενη υποενότητα αφιερώνεται στην σύνοψη των εμπειρικών αποτελεσμάτων, στην ανασκόπηση των πιο σημαντικών ευρημάτων αλλά και την αναζήτηση «σκοτεινών» σημείων που χρήζουν περαιτέρω επεξεργασία.

### **6.5.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας**

Απώτερο ζητούμενο της ενότητας αποτελεί η περαιτέρω εξέταση των αποτελεσμάτων μέσω της διάσπασης του ενιαίου δείγματος σε δύο υποπεριόδους δείγμα α' (2000-2008) και δείγμα β' (2009-2016).

Εστιάζοντας σε κάθε δείγμα μεμονωμένα και πραγματοποιώντας χωριστές παλινδρομήσεις επανεξετάζονται τα αρχικά αποτελέσματα ως προς την αξιοπιστία τους ενώ, επιπλέον, αναλύονται και συγκρίνονται τα ευρήματα της κάθε περιόδου. Συγκεκριμένα, μελετώνται κοντινές χρονικές περίοδοι με κατά το δυνατό όμοια χαρακτηριστικά τα οποία μπορεί να μεταφράζονται σε κοινά στοιχεία οικονομικού και

πολιτικού περιβάλλοντος, ανάπτυξης των αγορών, περιορισμούς στην πρόσβαση της αγοράς κεφαλαίου κ.α. Με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η ερμηνευτική ικανότητα των αποτελεσμάτων. Επιπροσθέτως, σημαντικός παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ότι κάποιες καινούργιες έννοιες και χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως επί παραδείγματι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) ή το Υπολειμματικό Εισόδημα χρειάζονται χρόνο ώστε να αφομοιωθούν από τις επιχειρήσεις και του διευθύνοντες. Επομένως, στο δεύτερο δείγμα (2009 - 2016) θα μπορούσε να προβληθεί ο ισχυρισμός ότι υφίσταται ωρίμανση στην χρήση κάποιων μέτρων κερδοφορίας.

Στο επίπεδο των αποτελεσμάτων δεν διαφαίνεται η υπεροχή της EVA όπως διατείνονται οι υπέρμαχοί της και ιδιαίτερα η εταιρεία συμβούλων Stern Stewart & Co, όπως παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα αλλά οι διαφορές μεταξύ των δύο περιόδων δεν είναι πολύ μεγάλες, γεγονός που ενισχύει την ομοιογένεια και την συνέπεια στα ευρήματα. Όπως διαφαίνεται, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και στα δύο δείγματα (α' και β') των χωρών που επεξεργάστηκαν (Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα).

Οι εμπειρικές αποδείξεις που παρουσιάστηκαν στους ανωτέρω πίνακες λειτουργούν και στην περίπτωση των δύο δειγμάτων υποστηρικτικά προς τα Λειτουργικά Κέρδη. Προς επίρρωση των αναφερομένων παρατίθενται κάποια στοιχεία που αφορούν τα Λειτουργικά Κέρδη και συγκεκριμένα οι βέλτιστες τιμές των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού ανά χώρα: στο Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζεται ( $R^2 = 37,9\%$ ), στη Γερμανία ( $R^2 = 32,3\%$ ), στη Γαλλία ( $R^2 = 21,9\%$ ), στην Ολλανδία ( $R^2 = 16,1\%$ ), στην Ιταλία ( $R^2 = 48,3\%$ ), στην Ισπανία ( $R^2 = 45,8\%$ ) και στην Ελλάδα ( $R^2 = 36,5\%$ ). Οι ανωτέρω μετρήσεις παρατηρούνται στο πρώτο δείγμα που περιλαμβάνει τα έτη (2000 - 2008) όπου επικρατούσε κυρίως η επικέντρωση των διοικήσεων στα λογιστικά μέτρα κερδοφορίας. Ως εκ τούτου, οι αποφάσεις που λαμβάνονταν από τις διοικήσεις ενδεχομένως να ενθάρρυναν τα λογιστικά μέτρα και να έβλαπταν τα μέτρα διοίκησης με βάση την αξία. Η χρήση της διοίκησης με βάση την αξία<sup>98</sup> προϋποθέτει την αλλαγή κουλτούρας από πλευράς επιχείρησης ώστε η εφαρμογή τους να προκαλέσει την αναδόμηση των οργανωτικών δομών λειτουργίας της επιχείρησης. Σημειώνεται ότι ο σκοπός της ενότητας είναι η παρουσίαση των

---

<sup>98</sup> Value Base Management (VBM).

παλινδρομήσεων στα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας και η περιγραφή των αποτελεσμάτων. Στο τέλος ολόκληρου του κεφαλαίου που ασχολείται με τη μελέτη του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA θα αναζητηθούν τα αίτια που οδήγησαν στα συγκεκριμένα ευρήματα, θα πραγματοποιηθεί σύγκριση με παλαιότερες μελέτες και τελικώς θα επιχειρηθεί η εξαγωγή συμπερασμάτων.

Εν κατακλείδι, η διάσπαση του αρχικού δείγματος πρόσθεσε χρήσιμα συμπεράσματα αλλά κυρίως κάλυψε ένα σημαντικό κενό της υφιστάμενης βιβλιογραφίας. Η ενότητα που έπεται ασχολείται με την σύγκριση μεταξύ του ευρωπαϊκού βορρά και νότου.

## 6.6. Βορράς έναντι Νότου - Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις

Θεμελιώδης διάκριση της παρούσας έρευνας αποτελεί η διάσπαση και εξέταση τους δείγματος σε χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά και σε Χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου. Απώτερος στόχος είναι η εξέταση των διαφορών μεταξύ των αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Επιπλέον, η ανάλυση προσθέτει στη βιβλιογραφία καθώς, μέχρι τώρα, δεν υφίσταται άλλη σχετική εμπειρική διερεύνηση.

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και <u>EVA</u>			
$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$			
A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0950*** (0.0114)	0.131*** (0.0145)	0.0560*** (0.0182)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0285*** (0.0101)	-0.0243* (0.0127)	-0.0273* (0.0163)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0596 (0.0827)	0.0637*** (0.0169)	-0.368*** (0.0851)
<b>Αρ.Παρ.</b>	16,039	10,040	5,999
<b>R-squared</b>	0.292	0.306	0.320
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,277	741	536
<b>F-stat</b>	319.4	227.1	134.6

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στον χρόνο t.

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 16.039

(Βορράς 10.040, Νότος 5.999) και αριθμό εταιρειών: 1.277 (Βορράς 741, Νότος 536).

**Πίνακας 33: 6.6.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA (Βορράς-Νότος).

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI**

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
<b>ΧΩΡΕΣ</b>	<b>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ</b>	<b>ΒΟΡΡΑΣ</b>	<b>ΝΟΤΟΣ</b>
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00763*** (0.00198)	0.00400** (0.00185)	0.0888*** (0.0108)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.000446 (0.00109)	0.000905 (0.00102)	-0.0315*** (0.00648)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0237 (0.0848)	0.129*** (0.0447)	-0.0829 (0.0854)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,488	9,522	5,966
<b>R-squared</b>	0.294	0.308	0.328
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,257	725	532
<b>F-stat</b>	311.9	217.4	139.1

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στον χρόνο t.

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 15.488

(Βορράς 9.522, Νότος 5.966) και αριθμό εταιρειών: 1.257 (Βορράς 725, Νότος 532).

**Πίνακας 34: 6.6.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI (Βορράς-Νότος).

### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00939*** (0.00213)	0.00603*** (0.00198)	0.220*** (0.0178)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00577*** (0.00187)	-0.00314* (0.00174)	-0.0286** (0.0137)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.217** (0.105)	0.133*** (0.0451)	-0.0899 (0.0848)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,507	9,539	5,968
<b>R-squared</b>	0.295	0.309	0.338
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,256	724	532
<b>F-stat</b>	312.7	218.3	145.9

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Oι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας i στον χρόνο t.

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων 15.507 .

(Βορράς 9.539 , Νότος 5.968) και αριθμό εταιρειών 1.256 (Βορράς 724, Νότος 532).

**Πίνακας 35: 6.6.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και OI (Βορράς-Νότος).

### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00629** (0.00252)	0.00391* (0.00236)	0.0820*** (0.0174)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00340 (0.00219)	-0.00146 (0.00204)	-0.0357*** (0.0123)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.00763 (0.0839)	0.148*** (0.0465)	-0.0763 (0.0875)
<b>A/Π</b>	14,526	8,841	5,685
<b>R-squared</b>	0.299	0.314	0.330
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,212	704	508
<b>F-stat</b>	299	206.1	133.5

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές  $t$  αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής  $F$ .

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 14.526

(Βορράς 8.841, Νότος 5.685) και αριθμό εταιρειών: 1.212 (Βορράς 704, Νότος 508).

---

**Πίνακας 36: 6.6:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και  $RI$  (Βορράς-Νότος).

Στη βάση της εξέτασης του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου, τα αποτελέσματα όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες απεικονίζουν τα δύο υπό μελέτη δείγματα με στόχο την άμεση σύγκριση του ευρωπαϊκού βορρά και νότου. Παρακάτω δίνεται η σχετική ανάλυση κάθε ενός από τα δείγματα.

### *Βορράς (Ηνωμένο βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία)*

Η παρουσίαση των ευρημάτων αρχίζει με τον ευρωπαϊκό βορρά ο οποίος απαρτίζεται από τέσσερις ισχυρά οικονομικά χώρες. Η μελέτη των συντελεστών προσδιορισμού αποκαλύπτει αξιοσημείωτα στοιχεία, ειδικότερα: το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει τη βέλτιστη τιμή έναντι των υπολοίπων μέτρων ( $R^2 = 31,4\%$ ) ενώ η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει μικρότερη τιμή ( $R^2 = 30,6\%$ ).

Ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Συνεπώς, από την εξέταση των δύο δειγμάτων προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο των δύο συντελεστών εκτός από την περίπτωση των Καθαρών Κερδών που έχουν θετικό  $b_2$ .

Τα ευρήματα στο δείγμα των χωρών του βορρά τεκμηριώνουν ότι υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η EVA παρουσιάζει τον υψηλότερο συντελεστή  $b_1 = 0,131$  και μάλιστα

σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση της EVA κατά 1% συνεπάγεται αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,13%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές.

### *Νότος (Ισπανία, Ιταλία, Ελλάδα)*

Στη συνέχεια ελέγχεται ο ευρωπαϊκός νότος ο οποίος απαρτίζεται από τρεις χώρες. Τα ευρήματα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, συγκεκριμένα: τα Λειτουργικά Κέρδη, για ακόμη μια φορά, εμφανίζουν τη βέλτιστη τιμή έναντι των υπολοίπων μέτρων ( $R^2 = 33,8\%$ ) ενώ η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει ( $R^2 = 32,0\%$ ).

Αναφορικά με τα πρόσημα των συντελεστών  $b_1$  και  $b_2$  παρουσιάζουν απόλυτη συνέπεια με τη θεωρία σε όλα τα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας. Συνεπώς, σε όλα τα δείγματα ο συντελεστής  $b_1$  είναι θετικός και ο  $b_2$  αρνητικός.

Τα ευρήματα στο δείγμα των χωρών του βορρά τεκμηριώνουν ότι υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Ειδικότερα, τα Λειτουργικά Κέρδη παρουσιάζουν τον υψηλότερο συντελεστή  $b_1 = 0,220$  και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση της EVA κατά 1% συνεπάγεται αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων περίπου κατά 0,22%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές.

Στη επόμενη ενότητα θα πραγματοποιηθεί σύνοψη των βασικών αποτελεσμάτων και επιπλέον σύγκριση μεταξύ βορρά και νότου.

### **6.6.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας**

Τα ανωτέρω ευρήματα, παρέχουν την πρώτη συστηματική έρευνα σε επίπεδο νοητής διάσπασης του ευρωπαϊκού χώρου σε δύο επιμέρους δείγματα, από τη μια μεριά



του ανεπτυγμένου βορρά (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία) και από την άλλη του αναπτυσσόμενου νότου (Ισπανία, Ιταλία, Ελλάδα). Οι εξεταζόμενες χώρες αποτελούν μέλη της Ευρωζώνης, με τη διαφορά ότι, οι μεν βόρειες οικονομίες θεωρούνται ισχυρότερες, έχουν εδραιωμένη βιομηχανία και ανταπεξέρχονται στις οικονομικές διακυμάνσεις, ενώ οι νότιες χώρες είναι στο μάτι του κυκλώνα εξαιτίας της κρίσης χρέους. Βάσει των ανωτέρω δεδομένων έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η εξέταση της επίδοσης των συμβατικών – παραδοσιακών μεθόδων, που έχουν ως βάση το λογιστικό κέρδος, (Καθαρά Κέρδη και Λειτουργικά Κέρδη) και από την άλλη των λεγόμενων «σύγχρονων» που έχουν ως βάση την αξία (EVA και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Τα ευρήματα είναι υποστηρικτικά προς την EVA, η οποία παρουσιάζεται να έχει θετική συσχέτιση με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις. Ως προς την μάχη βορρά – νότου, ο δεύτερος τείνει να εμφανίζει καλύτερες επιδόσεις στα περισσότερα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας. Αξιοσημείωτη, όμως, είναι η επικράτηση της EVA στον βορρά, γεγονός που τείνει περισσότερης ερμηνείας. Μια πιθανή αιτία εδράζει στο γεγονός ότι οι χώρες του βορρά έχουν εφαρμόσει πρώτες την θεωρία της δημιουργίας αξίας προς όφελος των μετόχων και κατά συνέπεια έχουν καλύτερη τεχνογνωσία στην εφαρμογή της. Περαιτέρω, σε αυτές τις χώρες πέραν της εφαρμογής της EVA υφίστανται και περισσότερες θεωρητικές μελέτες.

Στην επόμενη ενότητα ολοκληρώνεται η διαδρομή της εξέτασης του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA μέσω της πραγματοποίησης κλαδικής μελέτης. Η κλαδική ανάλυση αποτελεί συγκριτικό πλεονέκτημα της παρούσας διατριβής καθώς είναι η πρώτη που πραγματοποιείται στο αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και επιπλέον, στη συγκεκριμένη έρευνα, εφαρμόζεται ένα εκτενές δείγμα χωρών (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Ελλάδα).

## 6.7. Κλαδική Μελέτη

### Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου Ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο Δείγμα για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις

Η επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, όπως αναλύθηκε στο τέταρτο κεφάλαιο της διατριβής, ανέδειξε την ανυπαρξία κλαδικής μελέτης αναφορικά με το αντικείμενο της EVA. Επομένως, αποτελεί αδήριτη ανάγκη η πραγματοποίηση ξεχωριστής κλαδικής ανάλυσης, της οποίας τα ευρήματα απεικονίζουν οι παρακάτω πίνακες. Οι επιχειρήσεις του δείγματος των επτά χωρών κατηγοριοποιήθηκαν βάσει των κριτηρίων του Bloomberg (Industry Classification Benchmark: I.C.B.) σε 9 τομείς που εμπεριέχουν ολόκληρο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας πλην αυτής του χρηματοοικονομικού πεδίου. Επισημαίνεται ότι, σε κάποιους κλάδους ο αριθμός των εταιρειών, ανά χώρα, είναι μικρός όμως το γεγονός αυτό κρίνεται ως αναμενόμενο λόγω της φύσης τους. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων τα δεδομένα λαμβάνονται στο ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών .

Τα κλαδικά αποτελέσματα των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

#### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	ΟΛΕΣ	0.0185*	(0.0101)	-0.0967***	(0.00889)	-0.157**	(0.0750)	16,193	0.161	1,282	150.8
(2)	oil&gas	0.0292	(0.0393)	-0.0871**	(0.0423)	0.124**	(0.0484)	653	0.220	48	9.744
(3)	basic_materials	0.157**	(0.0700)	-0.227***	(0.0539)	0.181**	(0.0915)	419	0.269	33	7.511
(4)	consumer_goods	0.0163	(0.0173)	-0.0731***	(0.0166)	-0.0574**	(0.0250)	3,731	0.156	294	35.12
(5)	consumer_service	0.00382	(0.0192)	-0.0823***	(0.0155)	-0.0346*	(0.0210)	4,753	0.164	385	47.29
(6)	health_care	-0.0124	(0.0495)	-0.106***	(0.0377)	-0.0447	(0.0535)	798	0.197	68	10.29
(7)	industrials	0.0215	(0.0220)	-0.123***	(0.0203)	0.0213	(0.0236)	3,937	0.192	307	47.79
(8)	technology	0.0454	(0.0491)	-0.126***	(0.0428)	-0.0374	(0.0488)	1,199	0.178	95	13.06
(9)	telecommunication	0.176	(0.218)	-0.437**	(0.183)	-0.145	(0.119)	204	0.322	17	4.755
(10)	Utilities	-0.0694	(0.0659)	0.00702	(0.0529)	-0.0136	(0.0533)	499	0.224	36	7.123

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (16.193). Ο αριθμός των εταιρειών είναι (1.282) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (48), basic\_materials: πρώτες ύλες (33), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά και οικιακά αγαθά/ τρόφιμα – ποτά (294), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (385), health\_care: υγεία (68), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (307), technology: τεχνολογία (95), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

**Πίνακας 37: 6.7.: Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA.**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI**

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	$b_1$		$b_2$		$a_1$		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	<b>ΟΛΕΣ</b>	0.00763***	(0.00198)	-0.000446	(0.00109)	-0.0237	(0.0848)	15,488	0.294	1,257	311.9
(2)	<b>oil&amp;gas</b>	0.158***	(0.0457)	0.0423	(0.0673)	0.299***	(0.0534)	607	0.335	46	16.13
(3)	<b>basic_materials</b>	0.0471*	(0.0259)	0.0604	(0.0525)	0.0977	(0.190)	398	0.285	32	7.722
(4)	<b>consumer_goods</b>	0.0175***	(0.00487)	0.00232	(0.00329)	0.0638	(0.0414)	3,566	0.304	289	79.08
(5)	<b>consumer_service</b>	0.114***	(0.0124)	-0.0227**	(0.0110)	0.0390	(0.0315)	4,561	0.315	377	106.6
(6)	<b>health_care</b>	0.114***	(0.0283)	-0.0451***	(0.0112)	0.104	(0.0720)	768	0.318	67	18.80
(7)	<b>industrials</b>	-0.000481	(0.00231)	0.00285**	(0.00125)	0.176***	(0.0379)	3,758	0.340	301	98.43
(8)	<b>technology</b>	0.246***	(0.0436)	-0.0254	(0.0286)	-0.180	(0.194)	1,144	0.324	93	27.54
(9)	<b>telecommunication</b>	0.323*	(0.164)	0.175**	(0.0830)	-0.232*	(0.127)	202	0.472	17	8.822
(10)	<b>utilities</b>	0.722***	(0.111)	-0.251**	(0.113)	-0.0134	(0.0827)	484	0.418	36	17.13

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (15.488). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.257) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (46), basic\_materials: Πρώτες Ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα Προσωπικά - Οικιακά Αγαθά/ Τρόφιμα - Ποτά, (289), consumer\_service: είναι ο τομέας Εμπόριο/Μέσα Ενημέρωσης/Ταξίδια - Αναψυχή (377), health\_care: υγεία (67), industrials: Βιομηχανικά Προϊόντα/Κατασκευές/Υλικά Κατασκευών (301), technology: τεχνολογία (91), telecommunication: Τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

**Πίνακας 38: 6.7.: Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και NI.**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	ΟΛΕΣ	0.00939***	(0.00213)	-0.00577***	(0.00187)	0.217**	(0.105)	15,507	0.295	1,256	312.7
(2)	oil&gas	0.214***	(0.0507)	0.0836	(0.0726)	0.113**	(0.0523)	621	0.350	47	17.63
(3)	basic_materials	0.172***	(0.0611)	-0.0841	(0.0859)	0.0853	(0.189)	398	0.300	32	8.269
(4)	consumer_goods	0.00901***	(0.00330)	-0.00136	(0.00330)	0.0641	(0.0414)	3,568	0.302	289	78.51
(5)	consumer_service	0.300***	(0.0238)	-0.0462**	(0.0197)	0.0137	(0.0314)	4,561	0.328	376	113.2
(6)	health_care	0.199***	(0.0427)	-0.0267	(0.0179)	0.0760	(0.0722)	768	0.323	67	19.22
(7)	industrials	0.00385	(0.00316)	-0.00124	(0.00276)	0.174***	(0.0379)	3,761	0.340	300	98.69
(8)	technology	0.362***	(0.0535)	0.0297	(0.0470)	-0.196	(0.193)	1,144	0.334	93	28.84
(9)	telecommunication	1.456***	(0.306)	-0.736***	(0.267)	-0.274**	(0.125)	202	0.502	17	9.968
(10)	utilities	0.441***	(0.0729)	0.0696	(0.0811)	-0.0484	(0.0849)	484	0.397	36	15.73

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$O_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$O_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (15.507). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.256) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (47), basic\_materials: πρώτες ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά - οικιακά αγαθά /τρόφιμα - ποτά, (289), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (376), health\_care: υγεία (67), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (300), technology: τεχνολογία (93), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

**Πίνακας 39: 6.7.: Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και ΟΙ.**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	ΟΛΕΣ	0.00629**	(0.00252)	-0.00340	(0.00219)	-0.00763	(0.0839)	14,526	0.299	1,212	299
(2)	oil&gas	0.0638	(0.0549)	0.0372	(0.0762)	-0.0637	(0.0582)	594	0.323	47	14.84
(3)	basic_materials	0.249***	(0.0842)	-0.0913	(0.0854)	0.108	(0.190)	386	0.300	32	7.986
(4)	consumer_goods	0.00497	(0.00398)	-0.00182	(0.00477)	0.0868*	(0.0484)	3,277	0.305	275	72.62
(5)	consumer_service	0.0865***	(0.0223)	-0.0612***	(0.0190)	0.0561*	(0.0339)	4,292	0.312	364	98.46
(6)	health_care	0.124***	(0.0447)	-0.0211	(0.0174)	0.105	(0.0762)	708	0.319	64	17.25
(7)	industrials	0.00240	(0.00326)	1.52e-05	(0.00279)	0.175***	(0.0397)	3,516	0.350	289	95.83
(8)	technology	0.156***	(0.0527)	-0.0408	(0.0453)	-0.170	(0.198)	1,102	0.302	91	23.84
(9)	telecommunication	0.684**	(0.289)	-0.303	(0.242)	-0.226*	(0.130)	202	0.452	17	8.157
(10)	utilities	0.0490	(0.0634)	-0.0736	(0.0497)	-0.0511	(0.0533)	449	0.364	34	13.39

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (14.526). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.212) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (47), basic\_materials: πρώτες Ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά - οικιακά αγαθά/ τρόφιμα - ποτά, (289), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (376), health\_care: υγεία (67), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (300), technology: τεχνολογία (93), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

**Πίνακας 40: 6.7.:** Κλαδική ανάλυση - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και RI.

Τα αποτελέσματα στους ανωτέρω πίνακες παρουσιάζουν τα ευρήματα των παλινδρομήσεων για κάθε εξεταζόμενο κλάδο έναντι των μη αναμενόμενων αποδόσεων. Τα στοιχεία αφορούν το ενοποιημένο δείγμα που περιλαμβάνει, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Γερμανία, την Γαλλία, την Ολλανδία, την Ιταλία, την Ισπανία και την Ελλάδα. Η χρήση του ενοποιημένου δείγματος εκμεταλλεύεται τον μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων συμβάλλοντας τα μέγιστα στην εξασφάλιση της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων. Η δομή της ανάλυσης που θα ακολουθηθεί αφορά της εξέταση των επιδόσεων κάθε μέτρου χωριστά, σε συνάρτηση με τους διερευνώμενους κλάδους,

### *Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added)*

Ξεκινώντας την περιήγηση παρατηρούμε ότι διαφαίνεται θετική σχέση μεταξύ του δείκτη των μη αναμενόμενων αποδόσεων και της EVA σε όλους σχεδόν τους κλάδους. Ωστόσο, η εν λόγω σχέση παρουσιάζεται στατιστικώς σημαντική μόνο στο τομέα των πρώτων υλών (basic materials).

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Όπως διαφαίνεται ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών (telecommunication) εμφανίζει την υψηλότερη τιμή του εν λόγω συντελεστή, δίνοντας  $R^2 = 32,2\%$ . Επίσης, ακολουθούν οι κλάδοι των πρώτων υλών (basic materials) με  $R^2 = 26,9\%$ , του πετρελαίου – φυσικού αερίου (oil&gas) με  $R^2 = 22\%$  και ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (utilities) με  $R^2=22,4\%$ .

Ο συντελεστής παλινδρόμησης του παράγοντα  $b_1$  στις τηλεπικοινωνίες και στις πρώτες ύλες δίνει τις βέλτιστες τιμές. Ειδικότερα, μια επέκταση της EVA κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,16% περίπου. Περαιτέρω, αναφέρεται ότι σε κάποιους τομείς η σταθερά  $a_1$  εμφανίζεται με αρνητικό πρόσημο το οποίο μαρτυρά ότι, ενδεχομένως, ένα κομμάτι της μεταβλητότητας των αποδόσεων μένει ανερμήγευτο.

Από την εξέταση του πρόσημου για τον συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντιστοίχως, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο αναμένεται αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση της EVA στην συντριπτική πλειοψηφία των κλάδων.

### *Καθαρά Κέρδη (Net Income)*

Η ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου των Καθαρών Κερδών παρουσιάζεται θετική σε σχέση με το δείκτη των μη αναμενόμενων αποδόσεων σε όλους τους κλάδους εκτός του βιομηχανικού. Επιπροσθέτως, η εν λόγω σχέση διαφαίνεται στατιστικώς

σημαντική, επίσης, σε όλους τους κλάδους πλην των Βιομηχανικών Προϊόντων/Κατασκευών/Υλικών Κατασκευής (industrials).

Η διερεύνηση των συντελεστών προσδιορισμού ανέδειξε σημαντικά ευρήματα για τα Καθαρά Κέρδη και μάλιστα βέλτιστα συγκρινόμενα με αυτά της EVA. Ειδικότερα, ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών (telecommunication) εμφανίζει την υψηλότερη τιμή του εν λόγω συντελεστή, δίνοντας  $R^2 = 47,2\%$ . Επίσης, ακολουθούν ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (utilities) με  $R^2 = 41,8\%$ , ο κλάδος των βιομηχανικών προϊόντων (industrials) με  $R^2 = 34\%$  και ο κλάδος του πετρελαίου – φυσικού αερίου (oil&gas) με  $R^2 = 33,5\%$ .

Ο συντελεστής παλινδρόμησης του παράγοντα  $b_1$  στις υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (utilities) και τις τηλεπικοινωνίες (telecommunication) δίνει τις βέλτιστες τιμές. Συγκεκριμένα, μια διεύρυνση των Καθαρών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε επέκταση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,72% περίπου<sup>99</sup>. Κατά την εξέταση της σταθεράς  $a_1$ , τα αποτελέσματα υπερέχουν σαφώς έναντι της EVA καθώς στην περίπτωση των Καθαρών Κερδών ο συντελεστής  $a_1$  έχει θετικό πρόσημο στην πλειοψηφία των περιπτώσεων γεγονός που ενισχύει την ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου.

Το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  είναι θετικό, όπως αναμένουμε σύμφωνα με τη θεωρία που αναφέρθηκε, σε όλους τους κλάδους πλην των βιομηχανικών προϊόντων (industrials). Τα ευρήματα είναι μεικτά για τον συντελεστή  $b_2$  καθώς κάποιοι κλάδοι εμφανίζουν θετικό πρόσημο ενώ άλλοι, που αποτελούν την πλειοψηφία, αρνητικό.

### *Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income)*

Η ερμηνευτική δύναμη των Λειτουργικών Κερδών κρατάει τα σκήπτρα σε όλες τις μέχρι στιγμής αναλύσεις της παρούσας διατριβής. Το ίδιο τοπίο επικρατεί και στην κλαδική εξέταση όπου τα αποτελέσματα είναι εμφανώς υποστηρικτικά προς το εν λόγω μέτρο. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός είναι ότι σε όλους τους κλάδους τα αποτελέσματα δίνουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές  $b_1$  σε επίπεδο 1% πλην του βιομηχανικού κλάδου.

---

<sup>99</sup> Utilities τιμή  $b_1 = 0,722$ .

Η εμπειρική μελέτη των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για τα Λειτουργικά Κέρδη. Όπως διαφαίνεται ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών (telecommunication) εμφανίζει την υψηλότερη τιμή του εν λόγω συντελεστή, δίνοντας  $R^2 = 50,2\%$ . Επίσης, ακολουθούν οι κλάδοι των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (utilities) με  $R^2 = 39,7\%$ , και βιομηχανίας (industrials) με  $R^2 = 34\%$ .

Αξιοπρόσεκτες επιδόσεις εμφανίζει ο συντελεστής παλινδρόμησης του παράγοντα  $b_1$  στις τηλεπικοινωνίες. Ειδικότερα, μια μεγέθυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε επέκταση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 1,5% περίπου. Επιπροσθέτως, το πρόσημο του συντελεστή  $a_1$  παρουσιάζεται στην πλειοψηφία των περιπτώσεων θετικό γεγονός που δείχνει καλή προσαρμογή του μοντέλου αναφορικά με την ερμηνεία της μεταβλητότητας.

Τελειώνοντας την εξέταση των κλαδικών αποτελεσμάτων για τα Λειτουργικά Κέρδη, αναφέρεται ότι παρατηρείται συνέπεια στους συντελεστές  $b_1$  και  $b_2$  με τον πρώτο να είναι θετικός σε όλες τις περιπτώσεις και τον δεύτερο αρνητικό στο μεγαλύτερο μέρος αυτών.

### *Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income)*

Η κλαδική ανάλυση κλείνει τον κύκλο της με την εξέταση του άλλου «σύγχρονου» μέτρου μέτρησης αξίας, του Υπολειμματικού Εισοδήματος. Η μελέτη σε επίπεδο κλάδου ανέδειξε τη θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη των μη αναμενόμενων αποδόσεων και του Υπολειμματικού Εισοδήματος, με την κυριότερη να εμφανίζεται στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών (telecommunication).

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για το Υπολειμματικό Εισόδημα. Όπως απεικονίζεται στους πίνακες, ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών εμφανίζει την υψηλότερη τιμή του εν λόγω συντελεστή, δίνοντας  $R^2 = 45,2\%$ . Εν συνεχεία, ακολουθούν ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (utilities) με  $R^2 = 36,4\%$ , ο κλάδος του πετρελαίου – φυσικού αερίου (oil&gas) με  $R^2 = 32,3\%$  ενώ για πρώτη φορά κάνει την εμφάνιση του και ο κλάδος της υγείας (health care) με  $R^2 = 31,9\%$ .

Κατά την εξέταση των τιμών του συντελεστή  $b_1$  βλέπουμε ότι πάλι στην πρώτη γραμμή βρίσκονται οι τηλεπικοινωνίες. Ειδικότερα, μια επέκταση του Υπολειμματικού Εισοδήματος κατά 1% οδηγεί σε επέκταση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά



0,7% περίπου. Ως προς την σταθερά  $a_1$  εμφανίζεται με θετικό πρόσημο στους περισσότερους υπό ανάλυση κλάδους ενώ στους κλάδους που εμφανίζεται αρνητικό πρόσημο ενδεχομένως ένα κομμάτι της μεταβλητότητας των αποδόσεων μένει ανερμήνευτο.

Από την εξέταση του πρόσημο για τον συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντιστοίχως, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο αναμένεται αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση του Υπολειμματικού Εισοδήματος στην συντριπτική πλειοψηφία των κλάδων.

Στη συνέχεια ακολουθεί σύνοψη των σημαντικότερων ευρημάτων καθώς και σύγκριση των κλάδων μεταξύ τους.

### **6.7.1. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας**

Ο επίλογος της Κλαδικής ανάλυσης κλείνει τον κύκλο της ενδελεχούς εξέτασης που αφορά τη μελέτη του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου των υπό εξέταση μέτρων κερδοφορίας (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα). Το ενοποιημένο δείγμα των επτά χωρών κατηγοριοποιήθηκε βάσει των κριτηρίων του Bloomberg (Industry Classification: I.C.B.) σε 9 τομείς<sup>100</sup> που εμπεριέχουν ολόκληρο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας πλην αυτής του χρηματοοικονομικού πεδίου. Η εξέταση των επιχειρήσεων ανά κλάδο αποτελεί συγκριτικό πλεονέκτημα της παρούσας διατριβής καθόσον μέχρι τώρα, από όσο γνωρίζουμε, δεν υφίσταται σε τόσο μεγάλο δείγμα εταιρειών σχετική εργασία.

---

<sup>100</sup> Oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο, basic\_materials: πρώτες ύλες, consumer\_goods: είναι τα προσωπικά - οικιακά αγαθά/τρόφιμα - ποτά, consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή, health\_care: υγεία, industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών, technology: τεχνολογία, telecommunication: τηλεπικοινωνίες, utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.

Έχοντας λοιπόν ολοκληρώσει τις σχετικές παλινδρομήσεις εξάχθηκαν τα ευρήματα της κλαδικής ανάλυσης. Αρχικό στοιχείο που ανακύπτει είναι η πολύ καλή επίδοση του κλάδου των τηλεπικοινωνιών σε όλα τα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας και μάλιστα με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές, πλην την περίπτωση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Χαρακτηριστικά, αναφέρονται οι συντελεστές προσδιορισμού στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών για κάθε μέτρο: Οικονομική Προστιθέμενη Αξία  $R^2 = 32,2\%$ , Καθαρά Κέρδη  $R^2 = 47,2\%$ , Λειτουργικά Κέρδη  $R^2 = 50,2\%$ , Υπολειμματικό Εισόδημα  $R^2 = 45,2\%$ . Το κάδρο των βέλτιστων αποτελεσμάτων συμπληρώνεται με τις υπηρεσίες κοινής ωφέλειας, τον τεχνολογικό κλάδο και τον κλάδο του πετρελαίου – φυσικού αερίου. Επιπροσθέτως, και σε συμφωνία με τις προηγούμενες αναλύσεις, στην κλαδική τα Λειτουργικά Κέρδη κατέχουν τα σκήπτρα έναντι των υπολοίπων μέτρων.

Κατόπιν της παρουσίασης των αποτελεσμάτων που ανακύπτουν από τις παλινδρομήσεις, αναζητήθηκαν πιθανά αίτια που να εξηγούν τα ευρήματα. Ειδικότερα, διαφαίνεται ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερο μέγεθος τείνουν να παρουσιάζουν βελτιωμένες επιδόσεις στην εξέταση της EVA και συνακόλουθα και οι αντίστοιχοι κλάδοι. Το εύρημα αυτό έρχεται σε στοίχιση με τη θεωρία του «Οικονομικού Κέρδους», σύμφωνα με την οποία η εταιρεία δημιουργεί αξία μόνο όταν καλύπτει το συνολικό κόστος των κεφαλαίων της, ιδίων και ξένων, και αποτελεί κίνητρο για τον συνυπολογισμό και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, στα πλαίσια της διαδικασίας αξιολόγησης της δραστηριότητας της επιχείρησης.

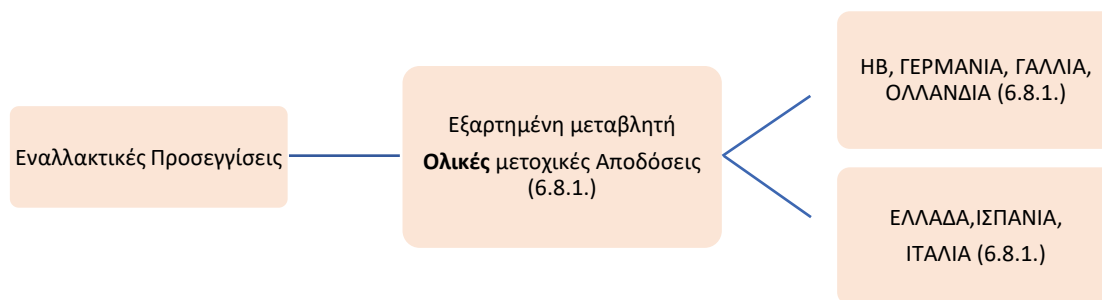
Στην ενότητα που έπεται πραγματοποιείται έλεγχος της ισχύς και των αποτελεσμάτων μέσω διαφορετικών - εναλλακτικών προσεγγίσεων, τόσα στα ίδια τα μοντέλα όσο και στον τρόπο εξέτασης κάποιων μεταβλητών. Συγκεκριμένα, πραγματοποιείται αντικατάσταση των μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων από τις ολικές μετοχικές αποδόσεις (εξαρτημένη μεταβλητή).

## 6.8. Επιπρόσθετες Αναλύσεις - Ανάλυση ευαισθησίας – Προεκτάσεις

Η ενότητα αυτή έχει ως γνώμονα τον επιπλέον έλεγχο των μέχρι τώρα εμπειρικών ευρημάτων. Προς την κατεύθυνση αυτή επιδιώκεται η περαιτέρω διερεύνηση της ισχύς των στοιχείων που αποκομίστηκαν από τις ήδη πραγματοποιηθείσες παλινδρομήσεις. Όχημα για τους επιπλέον αυτούς ελέγχους αποτελεί η επανάληψη κάποιων εκ των αναλύσεων με τροποποιημένες κάποιες μεταβλητές. Ειδικότερα, ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούνται οι ολικές μετοχικές αποδόσεις έναντι των μη αναμενόμενων αποδόσεων.

Προκειμένου, για την ευκολότερη παρακολούθηση των αναλύσεων που ακολουθούν παρέχεται σχηματική απεικόνισή τους, με ταυτόχρονη αναφορά της υποενότητας που βρίσκεται καθεμία εξ' αυτών.

### ΕΠΙΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ



**Διάγραμμα 21: 6.8.:** Διάγραμμα απεικόνισης επιπρόσθετων αναλύσεων σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου.

### **6.8.1. Προέκταση - Ανάλυση με Ολικές Μετοχικές Αποδόσεις ως εξαρτημένη μεταβλητή**

Με πυξίδα τον κατά το δυνατό πληρέστερο έλεγχο των αποτελεσμάτων και την διασφάλιση της ισχύος της ανάλυσης, επεκτείνουμε τους ελέγχους χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις αντί των μη αναμενόμενων αποδόσεων.

Η επιχειρούμενη επέκταση της έρευνας οφείλεται σε τρεις βασικούς λόγους:

- i)** Συμβάλει θετικά στη μέχρι τώρα βιβλιογραφία καθώς επιτρέπει την σύγκριση με παρελθούσες έρευνες που<sup>101</sup> έλαβαν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις.
- ii)** Παρέχεται η δυνατότητα εξαγωγής ωφέλιμων συμπερασμάτων από την σύγκριση των δύο μεθόδων, τις ομοιότητες τους καθώς και τις διαφορές στα αποτελέσματα (ολικές μετοχικές αποδόσεις αντί των μη αναμενόμενων αποδόσεων).
- iii)** Αποφυγή προβλημάτων – σφαλμάτων στην εκτίμηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων (οφειλόμενα στην εκτίμηση του υποδείγματος της Αγοράς).

Στη συνέχεια, ακολουθεί επανεκτίμηση των μέχρι τώρα ερευνών με τη χρησιμοποίηση ως εξαρτημένης μεταβλητής τις ολικές μετοχικές αποδόσεις αντί των μη αναμενόμενων αποδόσεων.

---

101 Επί παραδείγματι: οι (Chen και Dodd, 1998) και (Bao και Bao, 1998).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA

$$D_{total} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0950*** (0.0114)	0.196*** (0.0372)	0.0943*** (0.0172)	0.152*** (0.0329)	0.398*** (0.103)	0.130*** (0.0355)	0.103** (0.0420)	0.0342 (0.0241)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0285*** (0.0101)	0.0350 (0.0311)	-0.0370** (0.0149)	-0.0195 (0.0302)	-0.386*** (0.0823)	-0.0724** (0.0282)	-0.0678* (0.0397)	-0.00797 (0.0223)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0596 (0.0827)	-0.00831 (0.0261)	0.0765*** (0.0185)	0.143*** (0.0256)	0.106** (0.0445)	-0.0833 (0.0697)	0.0489 (0.0374)	0.0112 (0.0396)
<b>Αρ.Παρ.</b>	16,039	3,256	3,783	2,347	654	2,271	1,203	2,525
<b>R-squared</b>	0.292	0.309	0.313	0.338	0.444	0.391	0.333	0.389
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,277	229	294	172	46	218	120	198
<b>F-stat</b>	319.4	74.63	93	61.27	27.82	68.72	29.59	81.83

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{total}$ : Ολικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 41: 6.8.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA.**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI

$$D_{total} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00763*** (0.00198)	0.136*** (0.0169)	0.00159 (0.00174)	0.187*** (0.0246)	0.276*** (0.0602)	0.152*** (0.0264)	0.123*** (0.0251)	0.0815*** (0.0142)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.000446 (0.00109)	0.163*** (0.0209)	0.00140 (0.000952)	-0.0509** (0.0222)	-0.142*** (0.0484)	-0.0392 (0.0246)	-0.000386 (0.0184)	-0.0280*** (0.00806)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0237 (0.0848)	0.0914 (0.0751)	0.0725*** (0.0189)	0.188*** (0.0674)	0.0605 (0.0878)	-0.0819 (0.0704)	0.0523 (0.0370)	0.0199 (0.0402)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,488	3,008	3,674	2,214	626	2,246	1,203	2,517
<b>R-squared</b>	0.294	0.338	0.311	0.357	0.455	0.400	0.344	0.398
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,257	223	286	170	46	214	120	198
<b>F-stat</b>	311.9	78.32	89.30	62.50	27.65	70.57	31.07	84.55

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{total}$ : Ολικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 42: 6.8.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI.

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και OI**

$$D_{total} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<b>ΧΩΡΕΣ</b>	<b>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ</b>	<b>ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ</b>	<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	<b>ΓΑΛΛΙΑ</b>	<b>ΟΛΛΑΝΔΙΑ</b>	<b>ΙΤΑΛΙΑ</b>	<b>ΙΣΠΑΝΙΑ</b>	<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00939*** (0.00213)	0.573*** (0.0434)	0.00407** (0.00184)	0.366*** (0.0315)	0.645*** (0.0896)	0.442*** (0.0403)	0.535*** (0.0576)	0.152*** (0.0216)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00577*** (0.00187)	0.0739** (0.0358)	-0.00171 (0.00162)	0.0354 (0.0355)	-0.349*** (0.0672)	-0.115*** (0.0314)	-0.192*** (0.0421)	-0.00526 (0.0166)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.0230 (0.0847)	0.0609 (0.0737)	0.0701*** (0.0189)	0.176*** (0.0677)	0.0382 (0.0855)	-0.0842 (0.0689)	0.0238 (0.0361)	0.00635 (0.0399)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,507	3,011	3,688	2,214	626	2,245	1,203	2,520
<b>R-squared</b>	0.295	0.364	0.311	0.383	0.485	0.425	0.380	0.402
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,256	223	286	169	46	214	120	198
<b>F-stat</b>	312.7	87.98	89.96	69.96	31.19	78.16	36.22	86.21

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{total}$ : Ολικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 43: 6.8.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και OI.

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και RI

$$D_{total} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ Ο ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00629** (0.00252)	0.133*** (0.0371)	0.00241 (0.00216)	0.0576*** (0.0219)	0.459*** (0.0946)	0.139*** (0.0368)	0.210*** (0.0579)	0.0683*** (0.0212)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00340 (0.00219)	0.0188 (0.0327)	-0.000258 (0.00188)	-0.0479*** (0.0154)	-0.329*** (0.0679)	-0.0913*** (0.0285)	-0.111*** (0.0414)	-0.0205 (0.0147)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.00763 (0.0839)	0.104 (0.0762)	0.0735*** (0.0187)	0.227*** (0.0717)	0.102 (0.0995)	-0.0590 (0.0742)	0.0556 (0.0382)	0.0106 (0.0405)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,526	2,993	3,143	2,138	567	2,033	1,133	2,519
<b>R-squared</b>	0.299	0.318	0.327	0.344	0.482	0.405	0.357	0.391
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,212	222	278	162	42	202	108	198
<b>F-stat</b>	299	71.45	81.24	57.16	27.79	65.01	32.90	82.29

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{total}$ : Ολικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

**Πίνακας 44: 6.8.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και RI.

Τα αποτελέσματα όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες εμφανίζουν σημαντικά αποτελέσματα στην προσπάθεια εμπειρικής εξέτασης του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Όπως επισημάνθηκε, επιδίωξη είναι η σύγκριση με την προηγούμενη ανάλυση που είχε λάβει ως ανεξάρτητη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις.

Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, που αναφέρθηκε ανωτέρω, στην πρώτη Υπόθεση, εξετάζεται με τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  των επτά παλινδρομήσεων.

Κατά την επισκόπηση του διευρυμένου δείγματος των ετών 2000 - 2016 και των επτά χωρών μαζί, η παλινδρόμηση με το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει τη μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα με συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2 = 29,9\%$ ). Αυτό σημαίνει ότι το 29,9% της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων μπορεί να ερμηνευθεί από το Υπολειμματικό Εισόδημα. Στην αρχική έρευνα η EVA έχει το υψηλότερο  $R^2$ , εντούτοις, οι διαφορές δεν είναι ουσιαστικές.

Εν συνεχεία, η ανάλυση επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας και τα σχετικά αποτελέσματα περιγράφονται στη συνέχεια της ενότητας.

### ***ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ***

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ , σύμφωνα με τα όσα εξηγήθηκαν ανωτέρω σε προηγούμενη ενότητα, αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο ενώ για το συντελεστή  $b_2$  αρνητικό. Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου για το πρόσημο του  $b_1$  σε όλα τα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα). Αναφορικά με το πρόσημο του συντελεστή  $b_2$  όπως δείχνουν τα ευρήματα είναι θετικό.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως διαφαίνεται από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 36,4\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 30,9\%$ ). Παρατηρώντας τα ευρήματα, στο δείγμα του Ηνωμένου Βασιλείου, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Ειδικότερα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται με τα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των αποδόσεων κατά 0,57%. Σημειώνεται ότι, η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές.

Σε σχέση με το αρχικό δείγμα<sup>102</sup> τα Καθαρά Κέρδη έχουν το υψηλότερο  $R^2$  ενώ ως προς την τιμή του συντελεστή  $b_1$  και στις δύο περιπτώσεις τα Λειτουργικά Κέρδη

---

<sup>102</sup> Το αρχικό δείγμα είχε ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις.



έχουν την ψηλότερη τιμή. Εντούτοις, κρίνοντας τα αποτελέσματα ως σύνολο δεν συνάγονται ουσιαστικές διαφορές.

### *ΓΕΡΜΑΝΙΑ*

Η επεξεργασία των πιο πάνω πινάκων δείχνει ότι ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  είναι θετικό σε όλες τις παλινδρομήσεις για την περίπτωση της Γερμανίας. Συνέπεια στο πρόσημο του συντελεστή  $b_2$  εμφανίζεται σε όλα τα μέτρα πλην των Καθαρών Κερδών που έχει θετικό πρόσημο.

Στη Γερμανία, όπως διαφαίνεται από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 32,7\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 31,3\%$ ). Επιπροσθέτως, όπως φανερώνουν τα στοιχεία στο δείγμα της Γερμανίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Γενικότερα τα αποτελέσματα τείνουν να επικυρώνουν τα στοιχεία που είχαν βρεθεί στο δείγμα με εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις.

### *ΓΑΛΛΙΑ*

Η μελέτη του προσήμου για τον συντελεστή  $b_1$  φανερώνει την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ των ολικών αποδόσεων και του τρέχοντος επιπέδου των υπό μελέτη μέτρων. Σε ότι αφορά το πρόσημο του  $b_2$  εμφανίζεται σε όλα τα μέτρα αρνητικό πλην των Λειτουργικών Κερδών που εμφανίζουν θετικό πρόσημο.

Στη Γαλλία, όπως διαφαίνεται από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, το Λειτουργικό Κέρδος εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 38,3\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 33,8\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα της Γαλλίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Ειδικότερα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται στα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,36%. Σημειώνεται ότι, η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκριτικά τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: η Οικονομική

Προστιθέμενη Αξία, τα Καθαρά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα έχουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές.

## **ΟΛΛΑΝΔΙΑ**

Η ανάλυση με ανεξάρτητη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις συνεχίζεται με τη μελέτη της Ολλανδίας. Ξεκινώντας από τη μελέτη του συντελεστή  $b_1$  βλέπουμε ότι έχει θετικό πρόσημο σε όλα τα εξεταζόμενα μέτρα. Επίσης και το πρόσημο του συντελεστή  $b_2$  εμφανίζει συνέπεια διότι έχει αρνητική τιμή. Επομένως, μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή στις ολικές μετοχικές αποδόσεις.

Η επεξεργασία των πινάκων αποκαλύπτει ότι τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν τον υψηλότερο προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού και συνεπώς εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 48,5\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει ( $R^2 = 44,4\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα της Ολλανδίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η σημαντικότερη συσχέτιση παρουσιάζεται με τα Λειτουργικά Κέρδη όπου μια διεύρυνσή τους κατά μια ποσοστιαία μονάδα είναι συνυφασμένη με αύξηση των αποδόσεων κατά 0,645%. Επισημαίνεται ότι η αναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επιπλέον τα υπόλοιπα μέτρα, ήτοι: το Υπολειμματικό Εισόδημα, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη έχουν επίσης στατιστικά σημαντικούς συντελεστές

## **ΙΤΑΛΙΑ**

Η αρχή της εξέτασης του ευρωπαϊκού νότου με εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές μετοχικές αποδόσεις πραγματοποιείται με την Ιταλία. Όπως διαφαίνεται από την εξέταση των πρόσημων οι συντελεστές  $b_1$  και  $b_2$  παρουσιάζουν συνέπεια σε όλα τα εξεταζόμενα μέτρα. Αυτό σημαίνει ότι ο  $b_1$  είναι θετικός και ο  $b_2$  αρνητικός.

Υπό το πρίσμα της εξέτασης των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης προκύπτει, από τους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού, ότι τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 42,5\%$ ). Επιπροσθέτως, στο εμπειρικό δείγμα της Ιταλίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων

και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι μια επέκταση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνδέεται με μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,442%. Αξιοσημείωτο είναι ότι η προαναφερθείσα θετική επίδραση είναι στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

## **ΙΣΠΑΝΙΑ**

Η εξερεύνηση των ευρημάτων της Ισπανίας ανέδειξε στοιχεία όμοια με αυτά της περίπτωσης όπου εξαρτημένη μεταβλητή είχε ληφθεί η μη αναμενόμενη απόδοση. Όπως διαφαίνεται από την εξέταση των πρόσημων οι συντελεστές  $b_1$  και  $b_2$  παρουσιάζουν σε όλα τα εξεταζόμενα μέτρα συνέπεια βάσει της θεωρίας. Αυτό σημαίνει ότι ο  $b_1$  είναι θετικός και ο  $b_2$  αρνητικός. Περαιτέρω, και στην περίπτωση της Ισπανίας προκύπτει υπεροχή των Λειτουργικών Κερδών έναντι των υπολοίπων μέτρων. Ειδικότερα, εκ των αποτελεσμάτων διαφαίνεται υψηλότερος συντελεστής προσδιορισμού με τιμή ( $R^2 = 38,8\%$ ) για τα Λειτουργικά Κέρδη ενώ η EVA εμφανίζει τιμή ( $R^2 = 34,4\%$ ). Μια στατιστικώς σημαντική θετική επίδραση, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ανιχνεύεται μεταξύ μη αναμενόμενων αποδόσεων και Λειτουργικών Κερδών. Επί παραδείγματι, η μεγέθυνση κατά μια ποσοστιαία μονάδα των Λειτουργικών Κερδών επιφέρει αύξηση των αποδόσεων κατά 0,53%. Κατά την σύγκριση με τα υπόλοιπα υπό εξέταση μέτρα το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζεται δεύτερο αναφορικά με τη συσχέτιση που έχει με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις με μικρή όμως διαφορά από τα υπόλοιπα.

Τα αποτελέσματα δεν έχουν να επιδείξουν σημαντικές διαφορές με την περίπτωση που εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι ολικές μετοχικές αποδόσεις.

## **ΕΛΛΑΔΑ**

Ο κύκλος των εξεταζόμενων χωρών κλείνει με την Ελλάδα η οποία δεν αλλάζει σημαντικά το μέχρι τώρα «κάδρο» των αποτελεσμάτων. Αρχικώς παρατηρείται ότι, συγκριτικά με την ανάλυση που είχε ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις, η παλινδρόμηση της EVA με εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές αποδόσεις

έχει καλύτερα αποτελέσματα. Η διαφοροποίηση συνίσταται στο γεγονός ότι ο συντελεστής  $b_1$  έχει θετικό πρόσημο στην τρέχουσα ανάλυση.

Εστιάζοντας στους προσαρμοσμένους συντελεστές προσδιορισμού προέκυψε ότι τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2=40,2\%$ ). Επίσης, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν τον μεγαλύτερο συντελεστή  $b_1$  με συνέπεια μια ποσοστιαία αύξηση κατά 1% να οδηγεί σε μεγέθυνση των αποδόσεων κατά 0,15%. Κλείνοντας, εξετάζονται τα πρόσημα των συντελεστών  $b_1$  και  $b_2$ , όπως αυτά παρουσιάζονται στους παραπάνω πίνακες, προκύπτει ότι όλα τα υπό εξέταση μέτρα (Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) ακολουθούν την ίδια νόρμα εμφανίζοντας θετικό πρόσημο για το  $b_1$  και αρνητικό πρόσημο για το  $b_2$ .

Εν συνεχεία ακολουθεί η σύνοψη των αποτελεσμάτων και των γενικών συμπερασμάτων της ενότητας.

## **6.8.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας**

Ο στόχος του κεφαλαίου είναι διπλός, από την μια μεριά η περαιτέρω εξέταση των αποτελεσμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τις ολικές αποδόσεις και από την άλλη η δυνατότητα σύγκρισης με τα αποτελέσματα της πλειοψηφίας των μελετών λόγω κοινής εξαρτημένης μεταβλητής. Η ανάλυση κάλυψε ένα μεγάλο αριθμό ετών από το 2000 έως το 2016, πραγματοποιώντας εξέταση του δείγματος τόσο σε ενοποιημένο επίπεδο όσο και σε επίπεδο χώρας.

Τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα, όπως και στην αρχική ανάλυση του σχετικού περιεχομένου, λόγω των διαφορετικών χωρών – οικονομιών που τίθενται στο μικροσκόπιο της ανάλυσης. Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι η πλειοψηφία των ευρημάτων δεν αλλάζει σε σχέση με αυτά που βρέθηκαν στο δείγμα με εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις. Όπως διαφαίνεται, οι ολικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία σε όλα δείγματα χωρών που επεξεργάστηκαν (Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα), ενώ το ίδιο ισχύει και στο ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών.

Αξιοπρόσεχτο είναι ότι τα επονομαζόμενα «παραδοσιακά» μέτρα τείνουν πάλι να υπερέχουν στο ρόλο που έχουν στην ερμηνεία των ολικών αποδόσεων. Ειδικότερα, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν υψηλούς προσαρμοσμένους συντελεστές. Επί παραδείγματι: στο Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζουν ( $R^2 = 36,4\%$ ), στη Γερμανία ( $R^2 = 31,1\%$ ), στη Γαλλία ( $R^2 = 38,3\%$ ), στην Ολλανδία ( $R^2 = 48,5\%$ ), στην Ιταλία ( $R^2 = 42,5\%$ ), στην Ισπανία ( $R^2 = 38\%$ ) και στην Ελλάδα ( $R^2 = 40,2\%$ ).

Στην επόμενη ενότητα του κεφαλαίου πραγματοποιείται η δεύτερη προέκταση των ερευνών η οποία χρησιμοποιεί ως επεξηγηματική μεταβλητή τις πρώτες διαφορές των υπό σύγκριση μέτρων κερδοφορίας και έχει ως στόχο την εξέταση της ισχύος των αναλύσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### ΕΠΙΠΡΟΣΘΕΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ

#### 7.1 Εισαγωγή

Το δεύτερο εμπειρικό κεφάλαιο της παρούσας διατριβής έχει ως στόχο την εξέταση του επιπρόσθετου<sup>103</sup> πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Ειδικότερα, εξετάζεται κατά πόσο η EVA περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο χρήσιμο για την εξήγηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων, το οποίο δεν περιλαμβάνεται στα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη, και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Σύμφωνα με τους GC Biddle, GS Seow, AF Siegel (1995), οι συγκρίσεις επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου εξετάζουν κατά πόσο ένα λογιστικό μέτρο παρέχει πληροφοριακό περιεχόμενο πρόσθετο από αυτό που ήδη παρέχεται από κάποιο άλλο μέτρο. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, το ένα λογιστικό μέτρο θεωρείται ως δεδομένο και αναζητείται μια εκτίμηση της επιπρόσθετης συνεισφοράς κάποιου άλλου. Στην παρούσα διατριβή η εξέταση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου έγινε μελετώντας αν η προσθήκη της EVA, ως επιπλέον ανεξάρτητης μεταβλητής, βελτιώνει την επεξηγηματική ικανότητα της παλινδρόμησης των μη αναμενομένων μετοχικών αποδόσεων με τα άλλα μέτρα αποδοτικότητας όπως είναι τα Καθαρά Κέρδη (Net Income), τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

Στο πλαίσιο της εξέτασης του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA διατυπώνεται η κάτωθι στατιστική υπόθεση προς εξέταση:

#### Υπόθεση Δεύτερη

Η EVA ενσωματώνει πληροφοριακό περιεχόμενο, χρήσιμο για την ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων, που δεν διαθέτουν τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income), τα Καθαρά Κέρδη (Net Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

103 Οι GC Biddle, GS Seow, AF Siegel (1995), στην έρευνά τους εξηγούν εννοιολογικά τις διαφορές μιας μελέτης του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου και μιας μελέτης σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου.

Ο έλεγχος της ανωτέρω υπόθεσης πραγματοποιήθηκε βάσει της σύγκρισης των προσαρμοσμένων  $R^2$  των παλινδρομήσεων χρησιμοποιώντας, ως ανεξάρτητη μεταβλητή, δύο κάθε φορά από τα υπό εξέταση μέτρα αποδοτικότητας.

Για να εξασφαλιστεί η όσο το δυνατόν καλύτερη τεκμηρίωση των ανωτέρω, υιοθετείται σαφές μεθοδολογικό πλαίσιο που έχει ως στόχο τη διασφάλιση της εγκυρότητας και της αξιοπιστίας της έρευνας. Στη συνέχεια της ενότητας, κατόπιν της γενικής εισαγωγής, όπου παρουσιάστηκε ο κύριος στόχος της ενότητας, ακολουθεί η επιλογή των στατιστικών μοντέλων και εν συνεχεία διεξάγονται οι σχετικοί έλεγχοι.

Η συνεισφορά του παρόντος εμπειρικού κεφαλαίου έχει ως εξής: αρχικώς επιδιώκεται η γεφύρωση των διαφορετικών μεθοδολογικών προσεγγίσεων που παρουσιάζονται στην βιβλιογραφία και αφορούν τη διερεύνηση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Χαρακτηριστικά αναφέρονται κάποιες εκ των διαφορετικών προσεγγίσεων: οι Chen και Dodd (1998) και οι Biddle, Bowen και Wallace (1997), παίρνουν τη διαφορά μεταξύ της EVA και του άλλου μέτρου αποδοτικότητας, ενώ ο Biddle et al (1995) και οι Kyriazis και Anastassis (2007), εξετάζουν τη στατιστική σημαντικότητα κάθε «συστατικού» της EVA ξεχωριστά. Τελειώνοντας, οι υπόλοιποι συγγραφείς εξετάζουν το περιεχόμενο της EVA χωρίς να παίρνουν τη διαφορά μεταξύ της EVA και των άλλων μέτρων αποδοτικότητας, χρησιμοποιώντας έτσι πιο γενικά μοντέλα. Στη παρούσα μελέτη πραγματοποιούνται έλεγχοι του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, τόσο με σύνθετα μοντέλα που δέχονται τη διαφορά μεταξύ της EVA και του άλλου μέτρου αποδοτικότητας όσο και με γενικότερης μορφής μοντέλα προκειμένου να καλυφθούν διαφορετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις αλλά και για λόγους συγκρισιμότητας των αποτελεσμάτων. Επιπροσθέτως, όπως αναφέρθηκε, πραγματοποιούνται ενδεδειγμένες αναλύσεις με στόχο να εξετασθεί εις βάθος το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

## 7.2. Επιλογή Μοντέλου

Η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθείται για τον έλεγχο του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου πραγματοποιείται με την προσθήκη της EVA ως δεύτερης ή τρίτης επεξηγηματικής μεταβλητής στο μοντέλο ανάλυσης. Σε προηγούμενη ενότητα παρουσιάστηκαν περισσότερες λεπτομέρειες για τον τρόπο επιλογής του υποδείγματος. Επιγραμματικά, αναφέρεται ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι το πιο συχνά χρησιμοποιημένο στη διεθνή βιβλιογραφία και κατά αυτό τον τρόπο επιτρέπεται η πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ των αποτελεσμάτων.

Επομένως, ο έλεγχος του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής υποδείγματος:

$$D_{it} = a_1 + b_1(E_{itA} / MC_{it-1}) + b_2\{(E_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3(E_{itB} / MC_{it-1}) + b_4\{(E_{it-1B}) / MC_{it-1}\} + e_{it} \quad (2)$$

- $D_{it}$ :** η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$
- $MC_{it-1}$ :** τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$
- $E_{itA}$ :** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$
- $E_{it-1A}$ :** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$
- $E_{itB}$ :** το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$
- $E_{it-1B}$ :** το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$



### **7.3. Εμπειρική Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου**

Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι στατικοί έλεγχοι που έχουν διεξαχθεί και αφορούν το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Σε κάθε υποενότητα περιγράφονται τα ευρήματα ενώ στο τέλος παρουσιάζεται συνολική επισκόπηση των αποτελεσμάτων αλλά και σύγκριση των επί μέρους αποτελεσμάτων.

#### **7.3.1. Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις**

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που συνδέει τις μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις και τα εξεταζόμενα μέτρα κερδοφορίας. Η ανάλυση καλύπτει τόσο το ενοποιημένο δείγμα όσο και κάθε ερευνώμενη χώρα (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα) χωριστά. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται είναι η υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση (abnormal return) και ερμηνευτικές μεταβλητές: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), το Καθαρό Εισόδημα (Net Income), το Λειτουργικό Εισόδημα (Operating Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Τα ευρήματα που απεικονίζονται στους πίνακες στη συνέχεια αναλύονται και συγκρίνονται ανά εξεταζόμενη χώρα .

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-NI

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2\{(EVA_{it-1})/MC_{it-1}\} + b_3(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_4\{(NI_{it-1})/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0148 (0.0104)	0.114*** (0.0353)	0.0297* (0.0155)	-0.00471 (0.0348)	0.141 (0.106)	-0.0106 (0.0349)	-0.0379 (0.0366)	-0.0886*** (0.0254)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0965*** (0.00918)	-0.107*** (0.0356)	-0.0701*** (0.0131)	-0.0771** (0.0331)	-0.227** (0.0917)	-0.162*** (0.0308)	-0.187*** (0.0407)	-0.0579*** (0.0217)
<b>b<sub>3</sub></b>	0.00543*** (0.00179)	0.0848*** (0.0154)	0.00208 (0.00155)	0.128*** (0.0250)	0.0442 (0.0591)	0.120*** (0.0267)	0.120*** (0.0235)	0.0702*** (0.0154)
<b>b<sub>4</sub></b>	0.000338 (0.000988)	0.0834*** (0.0216)	0.00177** (0.000847)	-0.104*** (0.0223)	-0.113** (0.0539)	0.0116 (0.0277)	0.0362* (0.0213)	-0.0232*** (0.00770)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.138* (0.0766)	0.0417 (0.0661)	0.0525*** (0.0171)	-0.154 (0.109)	-0.0290 (0.0716)	0.0920 (0.230)	-0.590* (0.350)	-0.427** (0.180)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,624	3,020	3,702	2,228	642	2,248	1,233	2,551
<b>R-squared</b>	0.165	0.307	0.258	0.263	0.135	0.312	0.271	0.249
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,262	223	287	172	46	215	120	199
<b>F-stat</b>	134.8	61.51	62.20	36.33	4.753	43.36	20.36	38.71

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.624 (ΗΒ 3.020, Γερμανία 3.702, Γαλλία 2.228, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.248, Ισπανία 1.233, Ελλάδα 2.551) και αριθμό εταιρειών 1.262 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 172, Ολλανδία 46, Ιταλία 215, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 45: 7.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - NI.**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-OI

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + b_3(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_4(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0153 (0.0103)	-0.209*** (0.0506)	0.0325** (0.0152)	-0.252*** (0.0505)	-0.282* (0.145)	-0.248*** (0.0406)	-0.192*** (0.0416)	-0.586*** (0.0391)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0934*** (0.00920)	-0.0752 (0.0570)	-0.0700*** (0.0129)	-0.0844* (0.0489)	-0.0717 (0.162)	-0.120*** (0.0373)	-0.0691 (0.0627)	-0.339*** (0.0331)
<b>b<sub>3</sub></b>	0.00665*** (0.00194)	0.560*** (0.0567)	0.00319* (0.00164)	0.398*** (0.0475)	0.510*** (0.123)	0.550*** (0.0472)	0.494*** (0.0589)	0.604*** (0.0370)
<b>b<sub>4</sub></b>	-0.00309* (0.00171)	0.0622 (0.0606)	-0.000481 (0.00144)	-0.00272 (0.0522)	-0.250* (0.134)	-0.0200 (0.0433)	-0.115 (0.0717)	0.289*** (0.0280)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.137* (0.0766)	-0.00157 (0.0648)	0.0503*** (0.0170)	-0.225** (0.108)	-0.0562 (0.0719)	-0.149 (0.206)	-0.648* (0.343)	-0.440** (0.171)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,644	3,023	3,717	2,228	642	2,247	1,233	2,554
<b>R-squared</b>	0.165	0.337	0.259	0.281	0.154	0.352	0.299	0.325
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,261	223	287	171	46	215	120	199
<b>F-stat</b>	135.3	70.57	62.82	39.71	5.520	51.93	23.36	56.34

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.644 (ΗΒ 3.023, Γερμανία 3.717, Γαλλία 2.228, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.247, Ισπανία 1.232, Ελλάδα 2.554) και αριθμό εταιρειών 1.261 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 171, Ολλανδία 46, Ιταλία 215, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 46: 7.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - OI.**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/ MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/ MC_{it-1}) + b_3(RI_{it}/ MC_{it-1}) + b_4(RI_{it-1}/ MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0197*	0.284***	0.0409**	0.105**	0.0415	0.0924	-0.00190	-0.0870***
	(0.0112)	(0.0641)	(0.0178)	(0.0479)	(0.156)	(0.0672)	(0.0447)	(0.0326)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.104***	0.206***	-0.0874***	-0.126***	0.0636	0.0340	0.101	-0.0310
	(0.0101)	(0.0572)	(0.0153)	(0.0428)	(0.187)	(0.0715)	(0.100)	(0.0269)
<b>b<sub>3</sub></b>	0.00332	-0.148***	0.00128	0.00735	0.158	-0.0130	0.0981	0.0755***
	(0.00232)	(0.0566)	(0.00191)	(0.0316)	(0.136)	(0.0623)	(0.0608)	(0.0286)
<b>b<sub>4</sub></b>	-0.000585	-0.256***	0.00118	-0.0296*	-0.346**	-0.198***	-0.255**	-0.0322*
	(0.00201)	(0.0523)	(0.00166)	(0.0176)	(0.146)	(0.0649)	(0.102)	(0.0177)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.177*	0.0355	-0.0939***	-0.203	-0.0657	-0.123	-0.0103	-0.405**
	(0.0956)	(0.0660)	(0.0232)	(0.127)	(0.0405)	(0.308)	(0.0392)	(0.181)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,635	3,005	3,165	2,147	579	2,035	1,151	2,553
<b>R-squared</b>	0.167	0.309	0.273	0.254	0.144	0.321	0.282	0.246
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,217	222	279	164	42	203	108	199
<b>F-stat</b>	128.2	61.85	56.73	33.44	4.569	40.72	21.21	38.04

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 14.635 (ΗΒ 3.005, Γερμανία 3.165, Γαλλία 2.147, Ολλανδία 579, Ιταλία 2.035, Ισπανία 1.151, Ελλάδα 2.553) και αριθμό εταιρειών 1.217 (ΗΒ 222, Γερμανία 279, Γαλλία 164, Ολλανδία 46, Ιταλία 203, Ισπανία 108, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 47: 7.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - RI.**

Τα αποτελέσματα όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες εμφανίζουν σημαντικά αποτελέσματα στην προσπάθεια εμπειρικής εξέτασης της αρχέτυπης δήλωσης του Stewart σχετικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο (incremental information content test) που ενσωματώνει η EVA<sup>104</sup>.

Ο έλεγχος του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, που αναφέρθηκε ανωτέρω, στην δεύτερη Υπόθεση, εξετάζεται με τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  των οκτώ παλινδρομήσεων.

Εκ της επισκόπησης των αποτελεσμάτων διαφαίνεται ότι για το διευρυμένο δείγμα των ετών 2000 - 2016 και των επτά χωρών μαζί, η παλινδρόμηση με ανεξάρτητες μεταβλητές την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και το Υπολειμματικό Εισόδημα παρουσιάζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα με συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2 = 16,7\%$ ). Αυτό σημαίνει ότι το 16,7% της μεταβλητότητας των μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων μπορεί να ερμηνευθεί από την EVA και το RI.

Περαιτέρω ανάλυση των ευρημάτων η οποία επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας ακολουθεί στη συνέχεια της ενότητας.

## ***ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ***

Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων αρχίζει με την εξέταση των συντελεστών των μεταβλητών. Ειδικότερα, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντίθετα, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο αναμένεται αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του, συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Αντιστοίχως, για τους ίδιους λόγους, αναμένουμε θετικό πρόσημο για το συντελεστή  $b_3$  και αρνητικό για τον συντελεστή  $b_4$ .

Οι περιγραφόμενες «προδιαγραφές» απαντώνται στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου στην πλειοψηφία των υπό μελέτη μέτρων. Επί παραδείγματι, από την επισκόπηση της παλινδρόμησης των υπερβαλλουσών αποδόσεων και των

---

<sup>104</sup> Όπως προηγούμενα επισημάνθηκε ο Stewart διατείνεται ότι η EVA παρέχει επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο στην εξήγηση των μετοχικών αποδόσεων που δε διαθέτουν τα υπόλοιπα μέτρα κερδοφορίας.

ανεξάρτητων μεταβλητών (EVA και Καθαρών Κερδών), βλέπουμε ότι το  $b_1$  είναι θετικό, το  $b_2$  αρνητικό και τέλος ο συντελεστής του  $b_4$  θετικός.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η μελέτη των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού ανέδειξε ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 33,7\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα του Ηνωμένου Βασιλείου, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων δεν τεκμηριώνεται υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Συγκεκριμένα, η σύγκριση της EVA και των Λειτουργικών Κερδών παρουσιάζει σαφή υπεροχή του δεύτερου μέτρου και μάλιστα στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο 1%. Αντιθέτως, στις άλλες δύο συγκρίσεις η EVA υπερισχύει έναντι των Καθαρών Κερδών και του Υπολειμματικό Εισόδημα ενώ εμφανίζει και στατιστικώς σημαντικούς συντελεστές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ενδεικτικά αναφέρεται ο συντελεστής  $b_1$  της EVA εμφανίζει τιμή 0,284 το οποίο σημαίνει ότι μια μεγέθυνση της κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,28%.

## **ΓΕΡΜΑΝΙΑ**

Η ανάλυση των εμπειρικών ευρημάτων συνεχίζεται με την «ατμομηχανή» της Ευρώπης, την Γερμανία. Ξεκινώντας από το πρόσημο, αξιοσημείωτο είναι ότι παρουσιάζεται συνέπεια σε όλους τους συντελεστές και σε όλες τις παλινδρομήσεις με μοναδική εξαίρεση τον συντελεστή  $b_4$ , που σε κάποιες παλινδρομήσεις είναι θετικός.

Στην περίπτωση της Γερμανίας, η εξέταση των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού έδειξε ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές το Υπολειμματικό Εισόδημα και την EVA εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 27,3\%$ ). Επιπροσθέτως, στο δείγμα της Γερμανίας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων, το τοπίο παρουσιάζεται διαφορετικό. Συγκεκριμένα, η EVA τείνει να υπερισχύει έστω και οριακά έναντι των υπολοίπων μέτρων κερδοφορίας και μάλιστα εμφανίζει στατιστικά σημαντικούς συντελεστές. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως να οφείλεται στην ωρίμανση που έχει η συγκεκριμένα οικονομία στην υιοθέτηση μέτρων κερδοφορίας που επικεντρώνονται στη δημιουργία αξίας προς όφελος των μετόχων.

## ΓΑΛΛΙΑ

Η Γαλλία, αποτελεί τη δεύτερη ισχυρότερη οικονομία του ευρωπαϊκού βορρά. Μελετώντας τους συντελεστές των προσήμων, το τοπίο είναι ανάμεικτο, υπό την έννοια ότι δεν τηρούνται σε όλες τις περιπτώσεις οι «προδιαγραφές» που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Στη Γαλλία η εξέταση των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού ανέδειξε ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 28,1\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα της Γαλλίας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων, δεν τεκμηριώνεται καθολική υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Συγκεκριμένα, από τη σύγκριση της EVA και των Καθαρών Κερδών διαφαίνεται υπεροχή του δεύτερου μέτρου το οποίο εμφανίζει συντελεστή  $b_3 = 0,13$  και μάλιστα στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Η σύγκριση της EVA με τα Λειτουργικά Κέρδη γέρνει την πλάστιγγα προς το δεύτερο μέτρο δίνοντάς του τιμή περίπου  $b_3 = 0,4$ . Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι μια επέκταση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνδέεται με μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,4%. Η εξέταση της τρίτης σύγκρισης (EVA - Υπολειμματικό Εισόδημα) αποκαλύπτει υποστηρικτικά στοιχεία για την EVA παρουσιάζοντας καλύτερους συντελεστές.

Συνοψίζοντας στην περίπτωση της Γαλλίας, τα ευρήματα των ανά ζεύγη συγκρίσεων μεταξύ των μέτρων αποδοτικότητας αποκαλύπτουν ότι η EVA υπερκεράζει μόνο το RI και έχει χαμηλότερες επιδόσεις από το NI και OI.

## ΟΛΛΑΝΔΙΑ

Κλείνοντας την περιήγηση με το τελευταίο μέλος του ευρωπαϊκού βορρά, την Ολλανδία, συναντάμε παρόμοιο τοπίο κατά την εξέταση των εμπειρικών δεδομένων.

Ειδικότερα, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε να έχει θετικό πρόσημο γιατί το τρέχον επίπεδο του υπό εξέταση μέτρου και οι μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Αντίθετα, για το συντελεστή  $b_2$ , το πρόσημο αναμένεται αρνητικό καθόσον μεγαλύτερες τιμές του υπό εξέταση μέτρου την προηγούμενη περίοδο σε σύγκριση με την τρέχουσα τιμή του,

συνεπάγονται μικρότερη τιμή της υπερβάλλουσας απόδοσης. Αντιστοίχως, για ίδιους λόγους, αναμένουμε θετικό πρόσημο για το συντελεστή  $b_3$  και αρνητικό για τον συντελεστή  $b_4$ . Οι «προδιαγραφές» που αναφέρθηκαν στην πλειοψηφία των περιπτώσεων απαντώνται στην εξέταση της Ολλανδίας.

Στην Ολλανδία, η εξέταση των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού ανέδειξε ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 15,4\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα της Ολλανδίας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων δεν τεκμηριώνεται υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Συγκεκριμένα, από τη σύγκριση της EVA και Καθαρών Κερδών διαφαίνεται υπεροχή της EVA η οποία εμφανίζει συντελεστή  $b_3 = 0,141$  αλλά όχι στατιστικά σημαντική. Η σύγκριση της EVA με τα Λειτουργικά Κέρδη αποδεικνύει ότι τα Λειτουργικά Κέρδη υπερέχουν κατά πολύ στην τιμή του συντελεστή  $b_3$  η οποία είναι και στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο 1%. Ενδεικτικώς, μια μεγέθυνση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,51%. Η εξέταση της τρίτης σύγκρισης EVA - Υπολειμματικό Εισόδημα παρουσιάζει θετικά στοιχεία προς το δεύτερο μέτρο.

Συνοψίζοντας στην περίπτωση της Ολλανδίας τα ευρήματα των ανά ζεύγη συγκρίσεων αποκαλύπτουν ότι η EVA υπερκεράζει μόνο το ΝΙ και έχει χαμηλότερες επιδόσεις από το ΟΙ και ΡΙ.

## *ΙΤΑΛΙΑ*

Η εξέταση του ευρωπαϊκού νότου αρχίζει με την Ιταλία όπου τα αποτελέσματα είναι παρεμφερή με την πλειονότητα των προηγούμενων χωρών αναδεικνύοντας στοιχεία υποστηρικτικά προς τα Λειτουργικά Κέρδη. Μελετώντας τους συντελεστές των προσήμων το τοπίο είναι ανάμεικτο υπό την έννοια ότι δεν τηρούνται σε όλες τις περιπτώσεις οι «προδιαγραφές» που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Υπό το πρίσμα της εξέτασης των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης προκύπτει ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 35,2\%$ ).



Επιπροσθέτως, στο δείγμα της Ιταλίας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων δεν τεκμηριώνεται υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Συγκεκριμένα, από τη σύγκριση της EVA και των Καθαρών Κερδών διαφαίνεται υπεροχή του δεύτερου μέτρου το οποίο εμφανίζει συντελεστή  $b_3 = 0,12$  και μάλιστα στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Η σύγκριση της EVA με τα Λειτουργικά Κέρδη αποκαλύπτει ότι τα Λειτουργικά Κέρδη υπερέχουν κατά πολύ στην τιμή του συντελεστή  $b_3 = 0,55$  η οποία είναι και στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο 1%. Ενδεικτικώς, μια μεγέθυνση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,55%. Η μελέτη της τρίτης σύγκρισης (EVA - Υπολειμματικό Εισόδημα) παρουσιάζει θετικά στοιχεία προς το μέρος της EVA.

Συνοψίζοντας στην περίπτωση της Ιταλίας τα ευρήματα των ανά ζεύγη συγκρίσεων αποκαλύπτουν ότι η EVA υπερισχύει μόνο έναντι του RI και έχει χαμηλότερες επιδόσεις από το NI και OI.

## **ΙΣΠΑΝΙΑ**

Η περιήγηση στον ευρωπαϊκού νότου αρχίζει με την Ισπανία όπου τα αποτελέσματα ομοιάζουν με την πλειονότητα των προηγούμενων αναλύσεων απεικονίζοντας στοιχεία που αναδεικνύουν τη σημαντικότητα των Λειτουργικών Κερδών. Η εξέταση των συντελεστών των προσήμων τείνει να εμφανίζει ένα ανάμεικτο τοπίο στο οποίο αλλού τηρούνται οι αναφερόμενες «προδιαγραφές» και αλλού όχι.

Η διερεύνηση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης αναδεικνύει ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 29,9\%$ ). Περαιτέρω, στο δείγμα της Ισπανίας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων δεν διαφαίνεται υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Αναλυτικότερα, από τη σύγκριση της EVA και των Καθαρών Κερδών διαφαίνεται υπεροχή του δεύτερου μέτρου το οποίο εμφανίζει συντελεστή  $b_3 = 0,12$  και μάλιστα στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Η σύγκριση της EVA με τα Λειτουργικά Κέρδη αναδεικνύει για άλλη μια φορά ότι τα Λειτουργικά Κέρδη υπερέχουν κατά πολύ στην τιμή του συντελεστή  $b_3 = 0,49$  η οποία είναι και

στατιστικώς σημαντική σε επίπεδο 1%. Ενδεικτικώς, μια αύξηση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,49%. Η εξέταση της τρίτης σύγκρισης (EVA - Υπολειμματικό Εισόδημα) δεν παρουσιάζει θετικά στοιχεία για κάποιο από τα υπό ανάλυση μέτρα.

Εν κατακλείδι, στην περίπτωση της Ισπανίας τα ευρήματα των ανά ζεύγη συγκρίσεων αποκαλύπτουν ότι η EVA οριακά υπερισχύει μόνο έναντι του RI και έχει χαμηλότερες επιδόσεις από το NI και OI.

## *ΕΛΛΑΔΑ*

Ο κύκλος του ευρωπαϊκού νότου κλείνει με τη μελέτη της περίπτωσης της Ελλάδας η οποία παρουσιάζει αξιοσημείωτα ευρήματα. Μελετώντας τους συντελεστές των προσήμων το τοπίο είναι ανάμεικτο υπό την έννοια ότι δεν τηρούνται σε όλες τις περιπτώσεις οι «προδιαγραφές» που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Από την σκοπιά της εξέτασης των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης προκύπτει ότι η εξίσωση με ανεξάρτητες μεταβλητές τα Λειτουργικά Κέρδη και την EVA εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 32,5\%$ ).

Συνεχίζοντας την μελέτη των δεδομένων, στο δείγμα της Ελλάδας, αναφορικά με τη σύγκριση της EVA και όλων των υπολοίπων μέτρων δεν τεκμηριώνεται υπεροχή αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η πρώτη. Ειδικότερα, από τη σύγκριση της EVA και των Καθαρών Κερδών διαφαίνεται υπεροχή του δεύτερου μέτρου ( $b_1 < b_3$ ) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η σύγκριση της EVA με τα Λειτουργικά Κέρδη αποκαλύπτει πολύ καλές επιδόσεις για το δεύτερο μέτρο το οποίο έχει συντελεστή  $b_3 = 0,604$  και μάλιστα με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Χαρακτηριστικά, μια μεγέθυνση του δείκτη των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% οδηγεί σε μεγέθυνση των μη αναμενόμενων αποδόσεων κατά 0,6%. Η μελέτη της τρίτης σύγκρισης (EVA - Υπολειμματικό Εισόδημα) παρουσιάζει υποστηρικτικά στοιχεία για το Υπολειμματικό Εισόδημα.

Συνοψίζοντας στην περίπτωση της Ελλάδας τα ευρήματα των ανά ζεύγη συγκρίσεων αποκαλύπτουν ότι η EVA υπερισχύει μόνο έναντι των NI και έχει χαμηλότερες επιδόσεις από το OI και RI.

### 7.3.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας

Ο βασικός στόχος αυτής της ενότητας είναι να θέσει στο μικροσκόπιο της ανάλυσης τους ισχυρισμούς των υποστηρικτών της Economic Value Added (EVA) οι οποίοι διατείνονται ότι περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο χρήσιμο για την εξήγηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αποδόσεων, το οποίο δεν περιλαμβάνεται στα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη και το Υπολειμματικό Εισόδημα. Η εμπειρική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με τη χρησιμοποίηση του πλέον διαδεδομένου μοντέλου, βάσει της βιβλιογραφίας. Το εύρος της ανάλυσης επεκτάθηκε από το 2000 έως το 2016 πραγματοποιώντας εξέταση του δείγματος τόσο σε ενοποιημένο επίπεδο όσο και σε επίπεδο χώρας.

Τα ευρήματα συνθέτουν ένα τοπίο ανάμεικτο αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφορικό περιεχόμενο της EVA. Εντούτοις, η επιπρόσθετη επίδραση της EVA στην ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων εμφανίζεται θετική, καθιστώντας την, με αυτό τον τρόπο, ένα χρήσιμο και επωφελές μέτρο. Επιπροσθέτως, τα ευρήματα όπως απεικονίστηκαν στους πιο πάνω πίνακες παρέχουν την απαραίτητη τεκμηρίωση που αποδεικνύει τον σημαντικό ρόλο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Η επιμέρους ανάλυση σε επίπεδο χώρας παρουσίασε αξιοσημείωτα στοιχεία τα οποία κρίνεται χρήσιμο να αναφερθούν συνοπτικά. Στην παλινδρόμηση με ανεξάρτητες μεταβλητές την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Καθαρά Κέρδη τα καλύτερα αποτελέσματα εμφάνισαν το Ηνωμένο βασίλειο ( $b_1 = 0,114$ ) και η Γερμανία ( $b_1 = 0,0297$ ) και μάλιστα με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές. Ομοίως, κατά την εξέταση των παλινδρομήσεων με μεταβλητές την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τα Λειτουργικά Κέρδη, οι χώρες που ξεχωρίζουν είναι πάλι το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γερμανία. Στο ίδιο μήκος κύματος η τελευταία ανάλυση με ερμηνευτικές μεταβλητές την EVA και το Residual Income εμφανίζει πάλι υπεροχή των προαναφερθέντων χωρών ενώ προστίθεται και η Γαλλία.

Συνοψίζοντας, τα ανωτέρω ευρήματα παρέχουν την πρώτη μαρτυρία για το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Περαιτέρω, στην παρούσα διατριβή η εμπειρική ανάλυση επεκτείνεται με τη χρησιμοποίηση και δεύτερου μοντέλου προκειμένου να γίνει καλύτερη εμβάθυνση του εξεταζόμενου αντικειμένου και να δημιουργηθεί γόνιμο έδαφος για συγκρίσεις.

#### 7.4. Ανάλυση ευαισθησίας – Προεκτάσεις

Στην προσπάθεια επέκτασης της έρευνας και με οδηγό την παροχή ακριβέστερων αποτελεσμάτων επαναλάβαμε τους αρχικούς μας ελέγχους αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά μεταξύ της EVA και των άλλων μέτρων αποδοτικότητας. Πλεονέκτημα του νέου υποδείγματος είναι ότι δεν είναι τόσο ευάλωτο στην πιθανή ύπαρξη συγγραμικότητας μεταξύ των μεταβλητών.

$$D_a = a_1 + b_1(E_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(E_{itA} - E_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(E_{itB} - E_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(E_{itB} - E_{it-1B}) - (E_{itA} - E_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it} \quad (3)$$

**D<sub>a</sub>:** η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας *i* στον χρόνο *t*

**MC<sub>it-1</sub>:** η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t-1*

**E<sub>itB</sub>:** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t*

**E<sub>it-1B</sub>:** το ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας - EVA (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t-1*

**E<sub>itA</sub>:** το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t*

**E<sub>it-1A</sub>:** το έτερο ερευνώμενο μέτρο κερδοφορίας (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης *i* στον χρόνο *t-1*

Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι στατικοί έλεγχοι που έχουν διεξαχθεί και αφορούν το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Όπως ήδη αναφέρθηκε στόχο αποτελεί η λεπτομερέστερη ανάλυση αλλά και η σύγκριση των αποτελεσμάτων.

### 7.4.1. Εμπειρική Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου με τη χρήση της διαφοράς EVA και υπολοίπων μέτρων

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που συνδέει τις μη αναμενόμενες μετοχικές αποδόσεις με τα εξεταζόμενα μέτρα κερδοφορίας. Η ανάλυση καλύπτει τόσο το ενοποιημένο δείγμα όσο και κάθε ερευνώμενη χώρα (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα) χωριστά. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται είναι η υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση (abnormal return) και ερμηνευτικές μεταβλητές: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), το Καθαρό Εισόδημα (Net Income), το Λειτουργικό Εισόδημα (Operating Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Επιπλέον, κάθε φορά λαμβάνεται η διαφορά μεταξύ της EVA και ενός εκ των ανωτέρω μέτρων, τόσο στο τρέχον επίπεδο όσο και στη μεταβολή.

#### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-NI

$$D_a = a_1 + b_1(NI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(NI_{itA} - NI_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - NI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (NI_{itA} - NI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	-0.0315*** (0.00950)	0.140*** (0.0434)	0.0108 (0.0150)	0.0328 (0.0341)	-0.266** (0.111)	-0.0373 (0.0316)	- (0.0524)	- (0.0875***)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.00592** (0.00259)	0.0391 (0.0337)	0.00369 (0.00229)	0.0296* (0.0175)	0.410*** (0.0991)	0.0675*** (0.0250)	0.136*** (0.0426)	0.0344 (0.0227)
<b>b<sub>3</sub></b>	-0.0363*** (0.00955)	0.0354 (0.0363)	0.00668 (0.0150)	0.00966 (0.0383)	-0.130 (0.124)	-0.128*** (0.0369)	0.321*** (0.0626)	-0.0830** (0.0335)
<b>b<sub>4</sub></b>	0.00445* (0.00234)	0.0599** (0.0296)	0.00320 (0.00206)	-0.0159 (0.0187)	0.219** (0.106)	0.0561** (0.0278)	0.207*** (0.0498)	-0.0153 (0.0294)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.137* (0.0772)	0.0437 (0.0663)	- (0.0174)	-0.156 (0.110)	0.0586 (0.0400)	-0.265 (0.213)	-0.0626 (0.0387)	-0.425** (0.210)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,253	3,014	3,678	2,223	633	2,095	1,177	2,433
<b>R-squared</b>	0.163	0.304	0.253	0.250	0.129	0.314	0.270	0.249
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,221	223	287	171	46	191	106	197
<b>F-stat</b>	129.8	60.63	60.05	33.79	4.419	41.02	19.43	36.71

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.253 (ΗΒ 3.014, Γερμανία 3.678, Γαλλία 2.223, Ολλανδία 633, Ιταλία 2.095, Ισπανία 1.177, Ελλάδα 2.433) και αριθμό εταιρειών 1.221 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 171, Ολλανδία 46, Ιταλία 191, Ισπανία 106, Ελλάδα 197).

**Πίνακας 48: 7.4.1.:** Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - NI.

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-OI**

$$D_a = a_1 + b_1(OI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(OI_{itA} - OI_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - OI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (OI_{itA} - OI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	-0.0311*** (0.00942)	0.332*** (0.0450)	0.0103 (0.0145)	0.119*** (0.0338)	-0.166 (0.109)	0.156*** (0.0363)	0.0196 (0.0566)	-0.0281 (0.0234)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.00566** (0.00249)	0.0198 (0.0356)	0.00393* (0.00219)	0.0144 (0.0161)	0.356*** (0.0980)	0.102*** (0.0281)	0.207*** (0.0481)	0.0211 (0.0224)
<b>b<sub>3</sub></b>	-0.0340*** (0.00943)	-0.293*** (0.0436)	0.00782 (0.0145)	0.247*** (0.0521)	-0.416** (0.176)	0.335*** (0.0407)	0.469*** (0.0914)	0.703*** (0.0592)
<b>b<sub>4</sub></b>	0.00458** (0.00234)	0.0596* (0.0328)	0.00333 (0.00205)	0.0706** (0.0338)	0.142 (0.140)	0.0181 (0.0316)	0.0790 (0.0766)	0.224*** (0.0430)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.136* (0.0771)	-0.00150 (0.0649)	0.0937*** (0.0173)	-0.221** (0.108)	0.0333 (0.0422)	-0.180 (0.206)	0.0929** (0.0395)	-0.481** (0.202)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,272	3,016	3,693	2,223	633	2,094	1,177	2,436
<b>R-squared</b>	0.163	0.337	0.255	0.280	0.139	0.359	0.312	0.306
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,220	223	287	170	46	191	106	197
<b>F-stat</b>	130.1	70.43	60.89	39.57	4.826	50.17	23.84	48.82

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$OI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.272 (ΗΒ 3.016, Γερμανία 3.693, Γαλλία 2.223, Ολλανδία 633, Ιταλία 2.094, Ισπανία 1.177, Ελλάδα 2.436) και αριθμό εταιρειών 1.220 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 170, Ολλανδία 46, Ιταλία 191, Ισπανία 106, Ελλάδα 197).

**Πίνακας 49: 7.4.1.: Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - OI.**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA-RI**

$$D_a = a_1 + b_1(RI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(RI_{itA} - RI_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - RI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (RI_{itA} - RI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	-0.0594*** (0.0110)	0.0726* (0.0382)	-0.00950 (0.0177)	0.0394 (0.0359)	-0.218* (0.111)	-0.103*** (0.0334)	0.162*** (0.0537)	0.0790*** (0.0242)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.0393*** (0.00601)	0.0611** (0.0298)	0.0298*** (0.00568)	0.0235 (0.0197)	0.363*** (0.0990)	0.0900*** (0.0265)	0.151*** (0.0452)	0.0243 (0.0228)
<b>b<sub>3</sub></b>	-0.0619*** (0.0110)	0.517*** (0.0805)	-0.0120 (0.0177)	0.113** (0.0550)	0.132 (0.186)	0.00113 (0.0980)	-0.152 (0.113)	-0.163*** (0.0528)
<b>b<sub>4</sub></b>	0.0389*** (0.00599)	-0.169*** (0.0522)	0.0297*** (0.00564)	-0.0251 (0.0313)	0.0333 (0.150)	-0.00987 (0.0673)	0.0889 (0.0957)	0.0650 (0.0458)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.128* (0.0762)	0.0328 (0.0661)	0.0919*** (0.0240)	-0.207 (0.127)	-0.0744* (0.0409)	-0.524* (0.297)	-0.0106 (0.0404)	-0.431** (0.211)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,330	2,997	3,145	2,143	574	1,929	1,106	2,436
<b>R-squared</b>	0.167	0.310	0.273	0.247	0.136	0.319	0.275	0.247
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,185	222	279	164	42	185	96	197
<b>F-stat</b>	125.2	61.96	56.35	32.05	4.267	38.36	19.79	36.43

---

---

\*ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΕΧΕΙΑ\*

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$RI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 14.330 (HB 2.997, Γερμανία 3.145, Γαλλία 2.143, Ολλανδία 574, Ιταλία 1.929, Ισπανία 1.106, Ελλάδα 2.436) και αριθμό εταιρειών 1.185 (HB 222, Γερμανία 279,

Γαλλία 164, Ολλανδία 42, Ιταλία 185, Ισπανία 96, Ελλάδα 197).

---

---

**Πίνακας 50: 7.4.1.** Πρόσθετες αναλύσεις - Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και EVA - RI.

Στους ανωτέρω πίνακες καταγράφονται τα κυριότερα αποτελέσματα με στόχο την βαθύτερη εμπειρική αναζήτηση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Ειδικότερα, επιδιώκεται η διερεύνηση του κατά πόσο η EVA περικλείει πληροφοριακό περιεχόμενο που δεν περιλαμβάνεται στα υπόλοιπα μέτρα αποδοτικότητας, προσθέτοντας έτσι στην επεξηγηματική ικανότητα της παλινδρόμησης με υπερβάλλουσες αποδόσεις. Προκειμένου για να καταλήξουμε σε πιο έγκυρα ευρήματα προχωρήσαμε στο έλεγχο της υπόθεσης 2 εξετάζοντας τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  και  $b_4$ , οι οποίοι εκφράζουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές (μέτρα κερδοφορίας) και τις διαφορές αυτών με την EVA τόσο στο τρέχον επίπεδο όσο και στη μεταβολή.

Εκ της επισκόπησης των αποτελεσμάτων διαφαίνεται ότι για το διευρυμένο δείγμα των ετών 2000 - 2016 και των επτά χωρών μαζί, η παλινδρόμηση με ανεξάρτητες μεταβλητές την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και το Υπολειμματικό Εισόδημα παρουσιάζει το μεγαλύτερο συντελεστή προσδιορισμού ( $R^2 = 16,7\%$ ).

Περαιτέρω ανάλυση των ευρημάτων η οποία επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας ακολουθεί στη συνέχεια της ενότητας.



## *EVA – Καθαρά Κέρδη*

Η έναρξη της περιήγηση στη μελέτη του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου πραγματοποιείται με την μελέτη των παλινδρομήσεων που λαμβάνουν ως ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και τα Καθαρά Κέρδη. Όπως φανερώνει η μελέτη του αντίστοιχου πίνακα, τα ευρήματα παρουσιάζουν αξιοσημείωτα στοιχεία στην προσπάθεια για βαθύτερη εξέταση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA.

Η επισκόπηση των αποτελεσμάτων εμφανίζει θετικά στοιχεία μεταξύ της συσχέτισης Καθαρών Κερδών και μη αναμενόμενων αποδόσεων όπως φανερώνει ο συντελεστής  $b_1$  για τον ευρωπαϊκό νότο και ανάμεικτα για τον αντίστοιχο βορρά. Σημειώνεται ότι, στην περίπτωση του Ελληνικού δείγματος τα αποτελέσματα φανερώνουν τιμή για το  $b_1 = 0,08$  και μάλιστα στατιστικώς σημαντική. Κατά τη μελέτη του συντελεστή  $b_3$  τεκμηριώνονται υποστηρικτικά στοιχεία για το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA στην περίπτωση μόνο της Ισπανίας. Αξιοπρόσεκτα είναι τα ευρήματα για τον συντελεστή  $b_4$ , που δείχνει τη διαφορά μεταξύ της EVA και των Καθαρών Κερδών<sup>105</sup>. Ειδικότερα το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ολλανδία, η Ιταλία και η Ισπανία έχουν θετικό πρόσημο αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA και μάλιστα στατιστικά σημαντικό.

## *EVA – ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ*

Η περιήγηση στη μελέτη του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου συνεχίζεται με την εξέταση των παλινδρομήσεων που λαμβάνουν ως ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και τα Λειτουργικά Κέρδη. Όπως διαφαίνεται από τη μελέτη του αντίστοιχου πίνακα, το τοπίο είναι ανάμεικτο κυρίως λόγω του μεγάλου δείγματος χωρών. Στην προσπάθεια αποκωδικοποίησης των ευρημάτων παρατηρούνται θετικά στοιχεία μεταξύ της συσχέτισης Λειτουργικών Κερδών και μη αναμενόμενων αποδόσεων όπως φανερώνει ο συντελεστής  $b_1$ . Σημειώνεται ότι στην πλειοψηφία των εξεταζόμενων χωρών τα αποτελέσματα είναι στατιστικώς σημαντικά σε επίπεδο

---

<sup>105</sup> Αφορά την διαφορά των μεταβολών  $\{(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (NI_{itA} - NI_{it-1A})\}/MC_{it-1}$  και όχι τη διαφορά στο τρέχον επίπεδο.

στατιστικής σημαντικότητας 1%. Αναφορικά με τα ευρήματα του συντελεστή <sup>106</sup>b<sub>3</sub> τεκμηριώνονται υποστηρικτικά στοιχεία για το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA τα οποία, μάλιστα, παρουσιάζονται στατιστικώς σημαντικά στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου. Επί παραδείγματι, στο εξεταζόμενο δείγμα της Ελλάδας ο συντελεστής b<sub>2</sub> της διαφοράς EVA και Λειτουργικών Κερδών εμφανίζει τιμή 0,7. Τέλος, ο συντελεστής b<sub>4</sub>, που δείχνει τη διαφορά μεταξύ της EVA και των Λειτουργικών Κερδών, βαίνει και αυτός με θετικό πρόσημο αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA, ενώ στο μεγαλύτερο κομμάτι των περιπτώσεων είναι στατιστικά σημαντικός.

### *EVA – Υπολειμματικό Εισόδημα*

Ο κύκλος της εξέτασης του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας κλείνει με την εξέταση της παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA το Υπολειμματικό Εισόδημα. Τα ευρήματα από την διερεύνηση του αντίστοιχου πίνακα γέρνουν, οριακά μιν, την πλάστιγγα υπέρ της ύπαρξης επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου από την πλευρά της EVA. Αρχικώς, ο συντελεστής b<sub>1</sub> φανερώνει στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου θετική συσχέτιση μεταξύ του Υπολειμματικού Εισοδήματος και των μη αναμενόμενων αποδόσεων. Αντιθέτως στον ευρωπαϊκό βορά το σκηνικό δεν παρουσιάζει την ίδια εικόνα. Ο συντελεστής b<sub>3</sub>, της διαφοράς EVA και RI, εμφανίζει ανάμεικτα αποτελέσματα με συνέπεια να μην καθίσταται δυνατός ο ισχυρισμός περί ύπαρξης επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA. Αξιοσημείωτη τιμή έχει συντελεστής b<sub>3</sub> στην περίπτωση του δείγματος του Ηνωμένου Βασιλείου, με τιμή 0,5. Κλείνοντας, ο συντελεστής b<sub>4</sub>, που δείχνει τη διαφορά μεταξύ της EVA και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (στη μεταβολή των δύο μεγεθών), μόνο στο δείγμα της Γερμανίας παρουσιάζει ενθαρρυντικά ευρήματα.

---

<sup>106</sup> Αφορά τη μεταβολή στο τρέχον επίπεδο  $\{(EVA_{itB} - NI_{itA})/MC_{it-1}\}$ .

## 7.4.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας

Κύριο μέλημα του κεφαλαίου αποτέλεσε η επέκταση της έρευνας καθώς και η παροχή ακριβέστερων αποτελεσμάτων. Με πυξίδα την επίτευξη αυτού του στόχου επαναλάβαμε τους αρχικούς μας ελέγχους αναφορικά με το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA, λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά μεταξύ της EVA και των άλλων μέτρων αποδοτικότητας. Συγκριτικό πλεονέκτημα του νέου υποδείγματος είναι ότι δεν είναι τόσο ευάλωτο στην πιθανή ύπαρξη συγγραμικότητας μεταξύ των μεταβλητών. Η ανάλυση επεκτάθηκε σε μεγάλο αριθμό ετών από το έτος 2000 έως το 2016, πραγματοποιώντας εξέταση του δείγματος τόσο σε ενοποιημένο επίπεδο όσο και σε επίπεδο χώρας.

Τα ευρήματα είναι ανάμεικτα κυρίως λόγω του μεγάλου δείγματος χωρών που απαρτίζεται από διαφορετικές χώρες - οικονομίες. Εντούτοις, αποτελεί ιδανικό πεδίο για την πραγματοποίηση συγκρίσεων των χωρών του ευρωπαϊκού βορρά και νότου. Προς την εξυπηρέτηση του σκοπού αυτού πραγματοποιήθηκε αποκωδικοποίηση των ευρημάτων σε επίπεδο συγκρίσεων της EVA με καθένα από τα υπόλοιπα μέτρα χωριστά (Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα).

Αξιοποιώντας τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και τα Καθαρά Κέρδη διαφαίνεται ότι οι χώρες που απαρτίζουν το ευρωπαϊκό τοπίο τείνουν να επιδεικνύουν σημαντικά στοιχεία για το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA. Επί παραδείγματι, ο συντελεστής  $b_3$  της διαφοράς μεταξύ EVA και Καθαρών Κερδών στην Ισπανία έχει τιμή 0,32 και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Από την άλλη μεριά ο εν λόγω συντελεστής δεν εμφανίζει υποστηρικτικά στοιχεία στις υπόλοιπες εξεταζόμενες χώρες. Περισσότερο ενθαρρυντικά ως προς το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο της EVA είναι τα στοιχεία του συντελεστή  $b_4$  καθώς η Ολλανδία, η Ιταλία και η Ισπανία δίνουν θετικές τιμές και επίσης στατιστικά σημαντικές.

Στο πλαίσιο της εξέτασης των παλινδρομήσεων με ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και τα Λειτουργικά Κέρδη το «κάδρο» εμφανίζεται διαφοροποιημένο και σαφώς δικαιώνει τους υποστηρικτές της EVA, οι οποίοι διατείνονται την ύπαρξη σημαντικού επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχόμενου. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο συντελεστής  $b_3$  της διαφοράς μεταξύ EVA και Λειτουργικών Κερδών εμφανίζει της εξής τιμές: Γαλλία με τιμή 0,24, Ιταλία με τιμή 0,33, Ισπανία με τιμή 0,46 και Ελλάδα

με τιμή 0,7. Από την άλλη τα ευρήματα που απεικονίζονται από τον συντελεστή  $b_4$ , πέρα από το γεγονός ότι είναι θετικά στην πλειοψηφία των χωρών, είναι στατιστικά σημαντικά μόνο στις μισές.

Η τρίτη ανάλυση των παλινδρομήσεων, με ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και το Υπολειμματικό Εισόδημα, δεν διαφοροποιεί ουσιωδώς τα δεδομένα από τις προηγούμενες αναλύσεις. Αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση της Ισπανίας η οποία έχει συντελεστή  $b_3 = 0,321$ , σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

Συνοψίζοντας, ως γενικότερο συμπέρασμα αναδύεται η ύπαρξη επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου το οποίο περικλείεται στην EVA και δεν απαντάται στα υπόλοιπα μέτρα κερδοφορίας. Επιπροσθέτως, τα εμπειρικά δεδομένα μαρτυρούν υπεροχή του ευρωπαϊκού νότου και των εταιρειών που τον απαρτίζουν σε ότι αφορά το επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που περικλείει η EVA στην ερμηνεία των μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup>

### Η ΣΧΕΣΗ EVA – MARKET VALUE ADDED

#### 8.1 Εισαγωγή

Το τρίτο εμπειρικό κεφάλαιο της παρούσας διατριβής έχει ως στόχο την αποκρυστάλλωση της σχέσης μεταξύ της EVA και της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας της επιχείρησης (Market Value Added). Στο επίκεντρο της έρευνας τίθεται η έρευνα του Stewart (1994), στην οποία εξετάστηκε δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων προερχόμενο από τη βάση δεδομένων της Stern Stewart Performance 1000 database, με σκοπό την αναζήτηση της σχέσης μεταξύ των διαφόρων μέτρων απόδοσης και της MVA. Τα αποτελέσματα εμφάνισαν όχι μόνο ισχυρή δεσμό μεταξύ EVA και MVA αλλά και υπεροχή έναντι των υπολοίπων εξεταζόμενων λογιστικών μέτρων κερδοφορίας όπως τα Κέρδη ανά Μετοχή (EPS) και η Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).

Στην παρούσα διατριβή διερευνάται η σύνδεση μεταξύ της EVA και MVA ενώ πραγματοποιείται σύγκριση με τη σχέση που έχουν άλλα μέτρα κερδοφορίας, όπως είναι: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη καθώς και μέτρα Οικονομικού Κέρδους όπως είναι το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Συγκεκριμένα, ελέγχεται εμπειρικά κατά πόσο η EVA είναι περισσότερο συσχετισμένη με την Προστιθέμενη Αγοραία Αξία που δημιουργείται για την επιχείρηση έναντι των Καθαρών Κέρδων (Net Income), των Λειτουργικών Κέρδων (Operating Income), και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).

Στο πλαίσιο της εξέτασης της σχέσης μεταξύ της MVA και EVA διατυπώνεται η κάτωθι στατιστική υπόθεση προς διερεύνηση:

### Υπόθεση Τρίτη

Η EVA συσχετίζεται περισσότερο με την MVA έναντι των Λειτουργικών Κερδών (Operating Income), των Καθαρών Κερδών (Net Income) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).

Βασικό «εργαλείο» έρευνας της ανωτέρω υπόθεσης αποτελεί η σύγκριση των προσαρμοσμένων συντελεστών προσδιορισμού των παλινδρομήσεων.

Ο Stewart με την μελέτη του άνοιξε την *κερκόπορτα* των εμπειρικών μελετών με αποτέλεσμα να επακολουθήσει πληθώρα αναζητήσεων αναφορικά με τη σχέση EVA και MVA. Τα αντιφατικά αποτελέσματα, το περιορισμένο γεωγραφικά δείγμα καθώς και άλλα προσχώματα οδήγησαν στην ανάγκη για περαιτέρω έρευνα στο αντικείμενο.

Για να εξασφαλιστεί η όσο το δυνατόν καλύτερη τεκμηρίωση των ανωτέρω υιοθετείται σαφές μεθοδολογικό πλαίσιο που έχει ως στόχο τη διασφάλιση της εγκυρότητας και της αξιοπιστίας της έρευνας. Στη συνέχεια της ενότητας, κατόπιν της γενικής εισαγωγής, όπου παρουσιάζεται ο κύριος στόχος της ενότητας, ακολουθεί, αρχικώς, η επιλογή των στατιστικών μοντέλων και εν συνεχεία διεξάγονται σχετικοί έλεγχοι. Επιγραμματικά, για τα αναφερθέντα μέτρα κερδοφορίας, διεξάγονται οι παρακάτω αναλύσεις:

- i) Εξέταση της σχέσης EVA (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία) – MVA (Αγοραία Προστιθέμενη Αξία) για την περίοδο 2000 – 2016,
- ii) Εξέταση της σχέσης NI (Καθαρά Κέρδη) – MVA για την περίοδο 2000 – 2016,
- iii) Εξέταση της σχέσης OI (Λειτουργικά Κέρδη) – MVA για την περίοδο 2000 – 2016,
- iv) Εξέταση της σχέσης RI (Υπολειμματικό Εισόδημα) – MVA για την περίοδο 2000 – 2016.

Η συνεισφορά του παρόντος εμπειρικού κεφαλαίου έχει ως εξής: κατ' αρχάς αποβλέπει στο να φωτίσει το θολό τοπίο των μέχρι τώρα αντικρουόμενων ερευνών. Επί παραδείγματι, ο Stewart (1994), ο Grant (1996), ο Peixoto (2002), παρουσιάζουν

ενισχυτικά στοιχεία αναφορικά με τη σχέση EVA και MVA ενώ στην απέναντι όχθη οι: Fernandez (2001), Aloy Niresh (2014), εμφανίζουν αρνητικά στοιχεία της σχέσης EVA και MVA. Επιπροσθέτως, όπως αναφέρθηκε, πραγματοποιούνται ενδεδειγμένες αναλύσεις με στόχο να εξετασθεί εις βάθος η σύνδεση μεταξύ EVA και MVA.

## 8.2. Επιλογή Μοντέλου

Η μεθοδολογική προσέγγιση που επιλέχθηκε βασίζεται πάνω στη θεωρητική σχέση MVA και EVA που αναφέρει ο Stewart (1991), και είναι η εξής:  $MVA = EVA/WACC$ . Σε προηγούμενη ενότητα παρουσιάστηκαν περισσότερες λεπτομέρειες για τον τρόπο επιλογής του υποδείγματος. Επιγραμματικά, αναφέρεται ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι το πιο συχνά χρησιμοποιημένο στη διεθνή βιβλιογραφία και έχει σαφές και οριοθετημένο θεωρητικό υπόβαθρο. Την εν λόγω εξίσωση χρησιμοποιεί και ο O'Byrne (1996).

Επομένως, ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έγινε με την εκτίμηση του εξής μοντέλου:

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_{1i} + b_1(E_{it}/IC_{it}) + e_{it}$$

όπου:

**MVA<sub>it</sub>**: η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης *i* στο τέλος του χρόνου *t*

**IC<sub>it</sub>**: τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης *i* στην αρχή του χρόνου *t*

**E<sub>it</sub>**: ένα μέτρο κερδοφορίας της επιχείρησης *i* στο τέλος του χρόνου *t*, (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρά Κέρδη, Υπολειμματικό Εισόδημα)

Η MVA (Market Value Added)<sup>107</sup> είναι ουσιαστικά η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Εννοιολογικά η MVA καθορίζεται ως η πρόσθετη αξία που δημιουργεί κάθε χρόνο η επιχείρηση.

### **8.3. Εμπειρική Εξέταση της σχέσης Economic Value Added – Market Value Added**

Στην συνέχεια παρουσιάζονται οι στατικοί έλεγχοι που έχουν διεξαχθεί και αφορούν τη συσχέτιση μεταξύ της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (MVA) από τη μια μεριά και της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), των Καθαρών Κερδών (NI), των Λειτουργικών Κερδών (OI) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (RI) από την άλλη. Επίσης, παρουσιάζονται οι σχετικές παλινδρομήσεις και περιγράφονται τα ευρήματα ενώ στο τέλος παρατίθεται συνολική επισκόπηση των αποτελεσμάτων αλλά και σύγκριση των υπό εξέταση μέτρων κερδοφορίας. Απώτερος σκοπός είναι να εμπλουτιστεί η σχετική βιβλιογραφία με μια εμπειρική ανάλυση που περιλαμβάνει των μεγαλύτερο φάσμα των χωρών της Ευρώπης. Επιπλέον, παρέχεται η δυνατότητα, μέσω του μεγάλου δείγματος, η εμπειρική παρακολούθηση κάθε μιας χώρας χωριστά αλλά και η σύγκριση της συμπεριφοράς του βορρά (ανεπτυγμένες χώρες) με τον νότο (αναπτυσσόμενες χώρες). Κατ' αυτόν τον τρόπο ενσωματώνονται στην ανάλυση οι ιδιαιτερότητες κάθε οικονομίας.

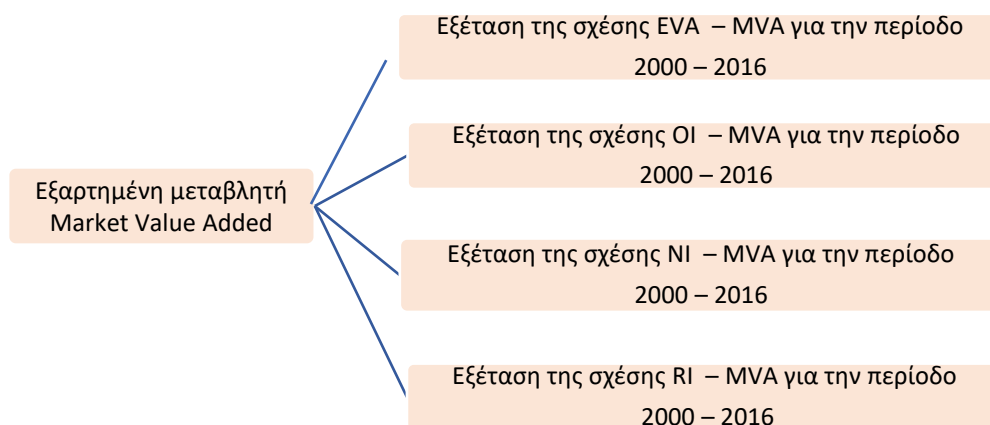
Προκειμένου, για την ευκολότερη παρακολούθηση των αναλύσεων που ακολουθούν παρέχεται σχηματική απεικόνισή τους.

---

107 Έτσι ορίζει ο Stewart την Market Value Added.



**ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ**  
**Αγοραία Προστιθέμενη Αξία - Market Value Added**  
 $MVA_{it} / IC_{it} = a_{1i} + b_1(EVA_{it}/IC_{it}) + e_{it}$



**Διάγραμμα 22: 8.3.:** Διαγραμματική απεικόνιση αναλύσεων MVA και EVA, NI, OI, RI.

Στη συνέχεια ακολουθεί η πρώτη ανάλυση η οποία αναφέρεται στο διευρυμένο δείγμα της περιόδου 2000 – 2016.

### **8.3.1. Εξέταση της σχέσης EVA – MVA για την περίοδο 2000 – 2016**

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για την χρονική περίοδο του εξεταζόμενου δείγματος. Η ανάλυση καλύπτει τόσο το ενοποιημένο δείγμα όσο και κάθε ερευνώμενη χώρα (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα) χωριστά. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται είναι η υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση (abnormal return) και ανεξάρτητες κάθε φορά μια εκ των Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), Καθαρό Εισόδημα (Net Income), Λειτουργικό Εισόδημα (Operating Income) και Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και EVA (2000-2016)

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_{1i} + b_1(EVA_{it}/IC_{it}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.168 (0.214)	-0.271 (0.448)	0.997*** (0.0872)	0.678 (0.648)	7.440*** (1.535)	- 0.474*** (0.180)	21.78*** (0.0274)	9.373*** (0.0255)
<b>a<sub>1</sub></b>	45.72 (131.1)	124.0** (59.06)	0.212*** (0.0680)	-68.61 (52.44)	32.80 (53.07)	0.451 (1.962)	0.794 (5.229)	1.377** (0.644)
<b>Αρ.Παρ.</b>	16,193	3,268	3,815	2,370	671	2,273	1,235	2,561
<b>R-squared</b>	0.001	0.004	0.078	0.012	0.057	0.020	0.998	0.983
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,282	229	295	174	46	219	120	199
<b>F-stat</b>	1.060	0.752	18.62	1.607	2.303	2.355	37832	7969

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$a_1$  = σταθερά παλινδρόμησης.

$b_1$  = συντελεστής παλινδρόμησης.

$MVA_{it}$ : Η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης  $i$  στο τέλος του χρόνου  $t$ .

$IC_{it}$ : Τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης  $i$  στην αρχή του χρόνου  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 16.193 (ΗΒ 3.268, Γερμανία 3.815, Γαλλία 2.370, Ολλανδία 671, Ιταλία 2.273, Ισπανία 1.235, Ελλάδα 2.561) και αριθμό εταιρειών 1.282 (ΗΒ 229, Γερμανία 295, Γαλλία 174, Ολλανδία 46, Ιταλία 219, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 51: 8.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και EVA (2000-2016).**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και NI (2000-2016)**

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_{1i} + b_1(NI_{it}/IC_{it}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	8.038*** (0.0721)	7.403*** (0.157)	0.000421 (0.00794)	10.14*** (0.198)	9.343*** (0.716)	-2.228*** (0.189)	18.45*** (0.239)	17.97*** (0.220)
<b>a<sub>1</sub></b>	27.16 (76.53)	146.4 (126.2)	0.235*** (0.0711)	13.47 (161.8)	-33.15 (93.09)	0.327 (1.914)	2.985 (49.60)	-0.217 (2.510)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,639	3,022	3,705	2,233	642	2,251	1,234	2,552
<b>R-squared</b>	0.465	0.448	0.044	0.567	0.244	0.081	0.847	0.743
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,265	223	287	173	46	217	120	199
<b>F-stat</b>	692.1	132.9	9.784	157.2	11.71	9.829	356.6	396.9

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$a_1$  = σταθερά παλινδρόμησης.

$b_1$  = συντελεστής παλινδρόμησης.

$MVA_{it}$ : Η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης  $i$  στο τέλος του χρόνου  $t$ .

$IC_{it}$ : Τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης  $i$  στην αρχή του χρόνου  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.639 (ΗΒ 3.022, Γερμανία 3.705, Γαλλία 2.233, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.251, Ισπανία 1.234, Ελλάδα 2.552) και αριθμό εταιρειών 1.265 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 173, Ολλανδία 46, Ιταλία 217, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 52: 8.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και NI (2000-2016).**

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και ΟΙ (2000-2016)**

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_i + b_1(OI_{it}/IC_{it}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	7.864*** (0.0368)	7.908*** (0.0797)	0.00114 (0.00658)	7.803*** (0.0953)	6.843*** (0.475)	- (0.202)	14.07*** (0.0104)	- (0.123)
<b>a<sub>1</sub></b>	15.99 (51.06)	81.82 (79.54)	0.231*** (0.0708)	9.267 (118.2)	50.37 (91.44)	0.321 (1.949)	-1.598 (3.079)	3.618** (1.635)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,657	3,024	3,720	2,233	642	2,250	1,234	2,554
<b>R-squared</b>	0.761	0.781	0.044	0.769	0.279	0.047	0.999	0.891
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,266	223	288	173	46	217	120	199
<b>F-stat</b>	2543	582.8	9.787	400	14.05	5.497	109255	1120

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$a_1$  = σταθερά παλινδρόμησης.

$b_1$  = συντελεστής παλινδρόμησης.

$MVA_{it}$ : Η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης  $i$  στο τέλος του χρόνου  $t$ .

$IC_{it}$ : Τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης  $i$  στην αρχή του χρόνου  $t$ .

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.657 (ΗΒ 3.024, Γερμανία 3.720, Γαλλία 2.233, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.250, Ισπανία 1.234, Ελλάδα 2.554) και αριθμό εταιρειών 1.266 (ΗΒ 223, Γερμανία 288, Γαλλία 173, Ολλανδία 46, Ιταλία 217, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 53: 8.3.1.: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και ΟΙ (2000-2016).**

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και RI (2000-2016)

$$MVA_{it} / IC_{it} = a_i + b_1(RI_{it}/IC_{it}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	-2.485*** (0.0705)	-2.458*** (0.137)	0.00399 (0.00669)	-2.948*** (0.277)	8.899*** (1.911)	-3.183*** (0.147)	18.52*** (0.0209)	11.19*** (0.0437)
<b>a<sub>1</sub></b>	39.00 (128.0)	153.7 (160.6)	1.053*** (0.0900)	61.10 (262.3)	38.65 (59.84)	1.545 (2.226)	0.551 (0.526)	1.280 (0.915)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,855	3,012	3,294	2,159	579	2,103	1,154	2,554
<b>R-squared</b>	0.085	0.109	0.054	0.064	0.064	0.215	0.999	0.966
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,225	222	284	164	42	206	108	199
<b>F-stat</b>	70.08	19.86	10.71	8.019	2.240	28.66	49802	3880

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$a_1$  = σταθερά παλινδρόμησης.

$b_1$  = συντελεστής παλινδρόμησης.

$MVA_{it}$ : Η προστιθέμενη αγοραία αξία της επιχείρησης  $i$  στο τέλος του χρόνου  $t$ .

$IC_{it}$ : Τα επενδεδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης  $i$  στην αρχή του χρόνου  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 14.855 (ΗΒ 3.012, Γερμανία 3.294, Γαλλία 2.159, Ολλανδία 579, Ιταλία 2.103, Ισπανία 1.154, Ελλάδα 2.554) και αριθμό εταιρειών 1.225 (ΗΒ 222, Γερμανία 284, Γαλλία 164, Ολλανδία 42, Ιταλία 206, Ισπανία 108, Ελλάδα 199).

**Πίνακας 54: 8.3.1.:** Αποτελέσματα Παλινδρόμησης MVA και RI (2000-2016).

Στη βάση της εξέτασης της σχέσης μεταξύ MVA και μέτρων κερδοφορίας (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα), τα στοιχεία όπως καταγράφονται στους ανωτέρω πίνακες απεικονίζουν, παραστατικά, τα αποτελέσματα της σχετικής εμπειρικής διερεύνησης.

Ο έλεγχος του σχετικού πληροφοριακού της EVA, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, στην τρίτη Υπόθεση, εξετάζεται με τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  των οκτώ παλινδρομήσεων. Ξεκινώντας από το ενοποιημένο δείγμα και των επτά χωρών μαζί,

παρατηρείται ότι η παλινδρόμηση δεν παρουσιάζει αξιοσημείωτα υψηλές τιμές. Αντιθέτως διαφαίνονται ιδιαίτερος υψηλές τιμές στην Ισπανία και την Ελλάδα.

Τα ευρήματα έρχονται σε πλήρη συσχέτιση με την έρευνα του Stewart (1995), όπου ο συγγραφέας εμφανίζει ένα  $R^2$  της τάξης του 0,97. Ειδικότερα, ύστερα από την εμπειρική διερεύνηση 613 αμερικανικών επιχειρήσεων για τις χρονιές 1984 – 1985 σε σχέση με την διετία 1987 – 1988, ο συγγραφέας καταλήγει βρίσκοντας μεγάλη συσχέτιση μεταξύ Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (Market Value Added) και EVA. Υπενθυμίζεται ότι ο συγγραφέας βρήκε χαμηλότερη συσχέτιση MVA και EVA όταν η τιμή του πρώτου είναι αρνητική.

Εν συνεχεία, η ανάλυση που ακολουθεί επεκτείνεται σε επίπεδο εξεταζόμενης χώρας όπου παρουσιάζονται διακριτά οι επιδόσεις των επιμέρους χωρών και επιπλέον είναι δυνατή η σύγκριση μεταξύ των χωρών του βορρά και του νότου.

### **ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ**

Το Ηνωμένο βασίλειο αποτελεί χαρακτηριστικό δείγμα ισχυρής οικονομίας του ευρωπαϊκού βορρά όπου παρά το γεγονός ότι δεν υιοθέτησε την χρήση του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος ανήκει στις αγγλοσαξονικές χώρες που έτυχαν μεγάλης έρευνας σε επίπεδο εξέτασης τόσο της MVA όσο και της EVA.

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα για την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου. Όπως διαφαίνεται τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 78,1\%$ ) με τα Καθαρά Κέρδη να ακολουθούν ( $R^2 = 44,8\%$ ) ενώ η EVA εμφανίζει πολύ χαμηλή τιμή.

Αρχικώς, εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία να είναι θετικό. Η αιτιολόγηση εδράζει στο γεγονός ότι υψηλότερα επίπεδα του υπό εξέταση μέτρου κερδοφορίας συνδέονται με μεγαλύτερη αξία αγοράς για την επιχείρηση. Από την παρατήρηση των πινάκων διαπιστώνεται ότι: για το συντελεστή  $b_1$  έχουμε αρνητικό πρόσημο για τη EVA και το Υπολειμματικό Εισόδημα ενώ τα Καθαρά Κέρδη και τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν συνέπεια με την θεωρία παρουσιάζοντας θετικό πρόσημο.

Περαιτέρω, στο δείγμα του Ηνωμένου Βασιλείου, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 7,9$  και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής

σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% είναι συνυφασμένη με αύξηση της MVA περίπου κατά 7,9%. Αντιθέτως, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι αρνητικά συσχετισμένη έχοντας  $b_1 = - 0,27$ .

Κλείνοντας την ανάλυση του Ηνωμένου Βασιλείου, τα καλύτερα αποτελέσματα εμφανίζονται στην περίπτωση των Λειτουργικών Κερδών ενώ και στην περίπτωση των Καθαρών κερδών υφίσταται υψηλή συσχέτιση και μάλιστα στατιστικώς σημαντική.

## *ΓΕΡΜΑΝΙΑ*

Η Γερμανία αποτελεί, την χώρα με της περισσότερες βιομηχανίες και κατά συνέπεια η εμπειρική εξέταση της συσχέτισης της EVA και των μέτρων κερδοφορίας έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Ξεκινώντας από την μελέτη των συντελεστών προσδιορισμού δεν εμφανίζονται σημαντικά υποστηρικτικά ευρήματα ούτε προς τα “παραδοσιακά” μέτρα όπως είναι τα Καθαρά Κέρδη και τα Λειτουργικά Κέρδη αλλά ούτε προς τα “σύγχρονα” όπως η EVA και Υπολειμματικό Εισόδημα.

Εξετάζοντας το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε, σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο. Ως εκ τούτου, από την εξέταση των πινάκων προκύπτει συνέπεια, ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$ , σε όλα τα εξεταζόμενα μέτρα. Επιπροσθέτως, στο δείγμα της Γερμανίας, τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας.

Εν κατακλείδι, η περίπτωση της Γερμανίας ανέδειξε ότι η EVA υπερέχει έναντι των υπολοίπων μέτρων στην ερμηνεία της MVA.

## *ΓΑΛΛΙΑ*

Η περιήγηση συνεχίζεται με την Γαλλία η οποία παρά το γεγονός ότι προσομοιάζει με την Γερμανία, αναφορικά με τη δομή του κράτους και της οικονομίας, τα σχετικά εμπειρικά ευρήματα εμφανίζονται διαφοροποιημένα.

Η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα. Όπως διαφαίνεται τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική

ικανότητα ( $R^2 = 7,69\%$ ) και ακολουθεί η EVA. Τα υπόλοιπα μέτρα έχουν αρκετά χαμηλές τιμές.

Ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε, σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο. Από την παρατήρηση των συντελεστών προκύπτει συνέπεια ως προς το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  σε όλα τα εξεταζόμενα μέτρα πλην του Υπολειμματικού Εισοδήματος.

Επίσης, στο δείγμα της Γαλλίας τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Όπως διαφαίνεται τα Καθαρά Κέρδη έχουν τις καλύτερες επιδόσεις εμφανίζοντας συντελεστή  $b_1 = 10,14$  και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Αυτό δείχνει ότι μια ενδεχόμενη αύξηση των Καθαρών Κερδών κατά 1% ακολουθείται με αύξηση της MVA περίπου κατά 10,14%.

Επιλογικά, η ανάλυση των δεδομένων της Γαλλίας έδειξε θετική συσχέτιση με την EVA όμως τα βέλτιστα αποτελέσματα εμφανίστηκαν στην περίπτωση των Καθαρών Κερδών.

## **ΟΛΛΑΝΔΙΑ**

Ο κύκλος του ευρωπαϊκού βορρά κλείνει με την Ολλανδία η οποία παρά το γεγονός ότι είναι μικρότερη από τις υπόλοιπες χώρες του βορρά παρουσιάζει ιδιαίτερη δυναμική με σημαντικά οικονομικά στοιχεία.

Η επισκόπηση των συντελεστών προσδιορισμού εμφάνισε σημαντικά στοιχεία για τις υπό έρευνα χρονικές περιόδους. Η ανάλυση έδειξε ότι, τα Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν τα βέλτιστα αποτελέσματα και την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 27,9\%$ ) ενώ τα υπόλοιπα υπό σύγκριση μέτρα έχουν χαμηλούς δείκτες.

Η μελέτη των πινάκων αναφορικά με τον συντελεστή  $b_1$  συντάσσεται πλήρως με το θεωρικό υπόβαθρο διότι όλα τα μέτρα (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) έχουν θετικό πρόσημο. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι υψηλότερα επίπεδα του υπό μελέτη μέτρου κερδοφορίας συνδέονται με μεγαλύτερη αξία αγοράς για την επιχείρηση.

Περαιτέρω, στο δείγμα της Ολλανδίας τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Καθαρά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 9,343$  και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.



Κατά συνέπεια μια επέκταση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται με αύξηση της MVA περίπου κατά 9,34%. Συγκριτικά, εξετάζοντας τα υπόλοιπα μέτρα: η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει  $b_1 = 7.44$  , τα Λειτουργικά Κέρδη  $b_1 = 6.843$  και το Υπολειμματικό Εισόδημα  $b_1 = 8.89$ .

Κλείνοντας την έρευνα για την περίπτωση της Ολλανδίας η ανάλυση των δεδομένων ανέδειξε θετική συσχέτιση της MVA με όλα τα εξεταζόμενα μέτρα.

## *ΙΤΑΛΙΑ*

Η μελέτη των ευρημάτων του ευρωπαϊκού νότου αναφορικά με τη σχέση της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων αρχίζει με την Ιταλία.

Η εικόνα των συντελεστών προσδιορισμού δεν είναι υποστηρικτική προς κάποιο μέτρο. Ειδικότερα, εκ της ανάλυσης, προκύπτει ότι το Υπολειμματικό Εισόδημα εμφανίζει την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα ( $R^2 = 21,5\%$ ) ενώ από τα υπόλοιπα μέτρα δεν φαίνεται κάποιο να ξεχωρίζει.

Το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  αναμένουμε σύμφωνα με την θεωρία που αναλύθηκε ανωτέρω, σε προηγούμενο σημείο της διατριβής, να έχει θετικό πρόσημο. Κατά τη διερεύνηση, όμως, δεν τηρούνται οι αναμενόμενες «προδιαγραφές» υπό την έννοια ότι μόνο το πρόσημο των Λειτουργικών Κερδών και της EVA εμφανίζονται θετικά.

Οι διενεργούμενες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ιταλίας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 1,59$  και μάλιστα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Επομένως μια διεύρυνση των Λειτουργικών Κερδών κατά 1% συνεπάγεται μια αύξηση της MVA περίπου κατά 1,59%.

Ολοκληρώνοντας την περίπτωση της έρευνας της Ιταλίας διαπιστώθηκε ότι τα “παραδοσιακά” μέτρα έχουν καλύτερη συμπεριφορά και ειδικότερα τα Λειτουργικά Κέρδη.

## ΙΣΠΑΝΙΑ

Η δεύτερη υπό εξέταση χώρα του ευρωπαϊκού νότου είναι η Ισπανία η οποία συγκριτικά με τις ανωτέρω χώρες που εξετάστηκαν ως τώρα εμφανίζει καλύτερα ευρήματα.

Τα στοιχεία που αποκαλύπτουν τα ευρήματα των συντελεστών προσδιορισμού είναι υποστηρικτικά προς όλα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας καθόσον τα νούμερα που απεικονίζονται στους πίνακες είναι ιδιαίτερος υψηλά.

Σχετικά με το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  παρατηρείται απόλυτη συνέπεια με τις προσδοκίες της θεωρίας για όλα τα διερευνόμενα μέτρα. Το γεγονός αυτό δεικνύει ότι υψηλότερα επίπεδα του μέτρου κερδοφορίας οδηγούν σε αύξηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Οι διενεργούμενες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ισπανίας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των μεταβολών της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει  $b_1 = 21,78$ , τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 18,45$ , τα Καθαρά Κέρδη  $b_1 = 14,07$  και το Υπολειμματικό Εισόδημα  $b_1 = 16,89$ . Συνεπώς, μια επέκταση κατά 1% της EVA οδηγεί σε βελτίωση της MVA κατά 21,78%.

Ολοκληρώνοντας την περίπτωση της έρευνας για την Ισπανία διαπιστώθηκε ότι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει την καλύτερη συμπεριφορά σε σχέση με την MVA.

## ΕΛΛΑΔΑ

Η εμπειρική διερεύνηση φτάνει στο τέλος της με την εξέταση της περίπτωσης της Ελλάδας. Η πρώτη εικόνα δείχνει να προσομοιάζει με τα αποτελέσματα της Ισπανίας αλλά και να συμφωνεί με τον Stewart.

Ειδικότερα, το πρόσημο του συντελεστή  $b_1$  συμπίπτει απόλυτα με τις προσαγές της θεωρίας που θέλουν να είναι θετικό λόγω του γεγονότος ότι όσο μεταβάλλονται αυξητικά τα μέτρα κερδοφορίας τόσο βελτιώνεται και η αγοραία αξία της επιχείρησης.

Επιπροσθέτως, οι διεξαχθείσες παλινδρομήσεις στο δείγμα της Ελλάδας τεκμηριώνουν θετική σχέση μεταξύ των μεταβολών της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει  $b_1 = 9,37$ ,

τα Λειτουργικά Κέρδη έχουν συντελεστή  $b_1 = 17,97$ , τα Καθαρά Κέρδη  $b_1 = 16,89$  και το Υπολειμματικό Εισόδημα  $b_1 = 11,19$ . Σημειώνεται ότι η εν λόγω συντελεστές είναι στατιστικώς σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Εν κατακλείδι, για άλλη μια φορά τα Λειτουργικά Κέρδη κατέχουν τα σκήπτρα επικρατώντας μεταξύ των υπολοίπων μέτρων.

### 8.3.2. Γενική Επισκόπηση και Συμπεράσματα Ενότητας

Το παρόν εμπειρικό κεφάλαιο ασχολείται με τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ Market Value Added (MVA) και των υπολοίπων μέτρων, ήτοι της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA), των Καθαρών Κερδών (Net Income), των Λειτουργικών Κερδών (Operating Income) και του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).

Η μεταβλητή MVA είναι ουσιαστικά η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης και των επενδεδυμένων κεφαλαίων και αποτελεί ένα μέτρο της αξίας που δημιουργεί κάθε χρόνο η επιχείρηση. Η παρούσα εμπειρική διερεύνηση εξετάζει, κατά κύριο λόγο, τον ισχυρισμό της Stern Stewart, ότι η EVA είναι στενά συσχετισμένη με την αξία που «προσθέτει» κάθε χρόνο η επιχείρηση στη λογιστική αξία των κεφαλαίων της.

Στο σημείο αυτό επιδιώκεται η σύνοψη των εμπειρικών ευρημάτων. Επομένως, αρχικώς παρατίθενται κάποιοι δείκτες που ξεχώρισαν από την εμπειρική ανάλυση και στη συνέχεια επιδιώκεται η σύγκριση με τα μέχρι τώρα αποτελέσματα της βιβλιογραφικής εμπειρίας. Η σύνοψη των αποτελεσμάτων ακολουθεί δύο βασικούς άξονες:

- i) σε επίπεδο παρουσίασης των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων της MVA με κάθε μέτρο και
- ii) και σε επίπεδο σύγκρισης των επιδόσεων κάθε μέτρου.

Τα ανωτέρω απεικονίζονται στους πίνακες της επόμενης σελίδας:

## ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ - Market Value Added

### MVA – EVA

<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ:</b>							
ΔΕΙΓΜΑ (2000-2016)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
R <sup>2</sup>	Ισπανία	Ελλάδα	Γερμανία	Ολλανδία	Ιταλία	Γαλλία	HB
b <sub>1</sub>	Ισπανία	Ελλάδα	Ολλανδία	Γερμανία	Γαλλία	Ιταλία	HB

### MVA – NI

<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ:</b>							
ΔΕΙΓΜΑ (2000-2016)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
R <sup>2</sup>	Ισπανία	Ελλάδα	Γαλλία	HB	Ολλανδία	Ιταλία	Γερμανία
b <sub>1</sub>	Ισπανία	Ελλάδα	Γαλλία	Ολλανδία	HB	Γερμανία	Ιταλία

### MVA – OI

<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ:</b>							
ΔΕΙΓΜΑ (2000-2016)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
R <sup>2</sup>	Ισπανία	Ελλάδα	HB	Γαλλία	Ολλανδία	Ιταλία	Γερμανία
b <sub>1</sub>	Ελλάδα	Ισπανία	HB	Γαλλία	Ολλανδία	Ιταλία	Γερμανία

### MVA – RI

<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ:</b>							
ΔΕΙΓΜΑ (2000-2016)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
R <sup>2</sup>	Ισπανία	Ελλάδα	HB	Γαλλία	Ολλανδία	Ιταλία	Γερμανία
b <sub>1</sub>	Ισπανία	Ελλάδα	Ολλανδία	Γερμανία	HB	Γαλλία	Ιταλία

### MVA VS EVA - NI – OI - RI

ΔΕΙΓΜΑ (2000-2016)	<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ</b>
R <sup>2</sup>	OI > NI > RI > EVA
b <sub>1</sub>	RI < EVA < OI < NI

Πίνακας 55: 8.3.2.: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων MVA, EVA, NI, OI, RI (2000-2016).

Στο επίπεδο των αποτελεσμάτων διαφαίνονται θετικά στοιχεία για την EVA τα οποία έρχονται σε συμφωνία με τις απόψεις των υποστηρικτών της και ιδιαιτέρως με την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart & Co. Συγκεκριμένα, η εξέταση των συντελεστών προσδιορισμού έδειξε αξιοσημείωτα ευρήματα. Όπως διαφαίνεται τα

Λειτουργικά Κέρδη εμφανίζουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα έναντι των υπολοίπων μέτρων. Σε ότι αφορά την EVA καλύτερα αποτελέσματα παρουσιάζονται στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου και ειδικότερα στην Ισπανία και την Ελλάδα.

Κατά την εξέταση του δείγματος τεκμηριώνεται θετική σχέση μεταξύ της MVA και των εξεταζόμενων μέτρων κερδοφορίας. Αξιοσημείωτος είναι ο δείκτης της παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την EVA που εμφανίστηκε στην Ισπανία και αφορά τον συντελεστή  $b_1 = 21,78$ . Επίσης και άλλες χώρες παρουσιάζουν καλές επιδόσεις για τον εν λόγω δείκτη. Επί παραδείγματι,  $b_1 = 9,37$  (Ελλάδα – ανεξάρτητη μεταβ. EVA),  $b_1 = 7,4$  (Ηνωμένο Βασίλειο – ανεξάρτητη μεταβ. NI),  $b_1 = 10,14$  (Γαλλία – ανεξάρτητη μεταβ. NI),  $b_1 = 9,34$  (Ολλανδία – ανεξάρτητη μεταβ. NI),  $b_1 = 18,45$  (Ισπανία – ανεξάρτητη μεταβ. NI),  $b_1 = 17,97$  (Ελλάδα – ανεξάρτητη μεταβ. NI),  $b_1 = 7,90$  (Ηνωμένο Βασίλειο – ανεξάρτητη μεταβ. OI),  $b_1 = 7,8$  (Γαλλία – ανεξάρτητη μεταβ. OI),  $b_1 = 6,8$  (Ολλανδία – ανεξάρτητη μεταβ. OI),  $b_1 = 14,07$  (Ισπανία – ανεξάρτητη μεταβ. OI),  $b_1 = 16,89$  (Ελλάδα – ανεξάρτητη μεταβ. OI),  $b_1 = 8,89$  (Ολλανδία – ανεξάρτητη μεταβ. RI),  $b_1 = 18,52$  (Ισπανία – ανεξάρτητη μεταβ. RI) και  $b_1 = 11,19$  (Ελλάδα – ανεξάρτητη μεταβ. NI). Υπενθυμίζεται ότι θετική συσχέτιση μεταξύ της συμπεριφοράς της MVA και της EVA δεν εμφανίστηκε σε όλες τις χώρες του υπό εξέταση δείγματος.

Διατρέχοντας τη βιβλιογραφία τα ανωτέρω ευρήματα συντάσσονται με τα αποτελέσματα πολλών ερευνητών. Αρχικώς, όπως ήδη αναφέρθηκε, ο STEWART (1995) ασχολήθηκε εκτενώς με τη σχέση μεταξύ Economic Value Added (EVA) και Market Value Added (MVA), παρουσιάζοντας υψηλή τιμή για το  $R^2$ . Ο Uyemura et al (1996), χρησιμοποίησε δείγμα από τις 100 μεγαλύτερες αμερικανικές τράπεζες για περίοδο δέκα ετών από το 1986 έως το 1995 προκειμένου για τον υπολογισμό της MVA. Τα ευρήματά του εμφάνισαν ισχυρή συσχέτιση μεταξύ EVA και MVA. Νεότερες έρευνες όπως επί παραδείγματι του Madan Lal Bhasin (2013), υπογραμμίζουν τη σημασία των Οικονομικών Κερδών (EVA) και των μακροπρόθεσμων επιπτώσεων που έχουν στην MVA. Στην απέναντι όχθη εδράζουν όλες εκείνες οι έρευνες που υποστηρίζουν την αντίθετη άποψη εμφανίζοντας εμπειρικές μελέτες με αρνητική συσχέτιση μεταξύ MVA και EVA. Όπως διατείνεται ο Fernandez (2001), βάσει της εμπειρικής του μελέτης σε ένα δείγμα 28 ισπανικών εταιρειών για το έτος 1997, η συσχέτιση μεταξύ του Shareholder Value Created και της

EVA είναι στις περισσότερες περιπτώσεις αρνητική. Ο Aloy Niresh (2014), δεν διαπίστωσε ότι υπάρχει σχέση μεταξύ της EVA και της MVA.

Το πλέον επίπονο κομμάτι αλλά και ενδιαφέρον είναι η προσπάθεια εξεύρεσης απαντήσεων για την συμπεριφορά της EVA ειδικότερα σε ένα τόσο μεγάλο δείγμα που απαρτίζεται από χώρες που έχουν κοινά στοιχεία από την μια αλλά και δομικές – ουσιαστικές διαφορές από την άλλη. Στο επόμενο κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα από όλους τους εμπειρικούς ελέγχους, αναζητούνται πιθανές ερμηνείες και πραγματοποιούνται επιπλέον σχολιασμοί και συγκρίσεις με τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα από την βιβλιογραφία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup>

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

#### 9.1 Εισαγωγή

Με το κεφάλαιο αυτό κλείνει το «ταξίδι» και η εμπειρική αναζήτηση των θεμάτων που τέθηκαν σχετικά με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA). Κύριο μέλημα της παρούσας διδακτορικής διατριβής αποτέλεσε η εμπειρική αναζήτηση του πληροφοριακού περιεχομένου των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας των επιχειρήσεων και ειδικότερα της Economic Value Added (EVA). Θεμελιώδες ζήτημα είναι η αποκρυστάλλωση της ικανότητας της EVA να αποτελέσει, όπως διατείνεται η αμερικανική εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Stern Stewart & Co, ένα ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Επίσης, η παρούσα έρευνα εστιάζει στην εμπειρική εξέταση της καταλληλότητας των εξεταζόμενων μέτρων οικονομικού και λογιστικού κέρδους, στη βάση της μέτρησης της αξίας που δημιουργείται.

Η παρούσα διατριβή συνεισφέρει στο αχαρτογράφητο ευρωπαϊκό χώρο καθώς είναι η πρώτη ενδεδειγμένη έρευνα που επιχειρεί την ιχνηλάτηση ταυτόχρονα τόσο του βора όσο και του νότου. Τόσο λοιπόν η γεωγραφική όσο και η χρονική ταυτότητα (2000 – 2016) της παρούσας διατριβής, de facto τεκμηριώνει την καινοτομία και τη χρησιμότητά της.

Αρωγοί για την επίτευξη του στόχου αποτελούν οι στατιστικές υποθέσεις που τέθηκαν στην αρχή της εμπειρικής μελέτης. Ειδικότερα, αναλύθηκαν σε διεθνοποιημένο επίπεδο αλλά και σε επίπεδο χώρας τρεις στατιστικές προτάσεις που είχαν ως στόχο την εξέταση: του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA, του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου και τέλος την σχέση μεταξύ της EVA και Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (MVA).

Στις ενότητες που έπονται, επιχειρείται: η σύνοψη των βασικών ευρημάτων ανά εμπειρικό κεφάλαιο, ο συνδυασμός αυτών με τα αποτελέσματα της μέχρι τώρα βιβλιογραφίας καθώς και η παρουσίαση των ωφελημάτων που αποκομίζονται τόσο σε

επίπεδο έρευνας για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία όσο και σε επίπεδο συνεισφοράς στον εμπλουτισμό της βιβλιογραφίας. Τελειώνοντας, παρατίθενται οι προβληματισμοί που προέκυψαν από τη πορεία της έρευνας, γενικότερα συμπεράσματα αλλά και νέοι δρόμοι που παρουσιάστηκαν για μελλοντικούς ερευνητές.

## 9.2. Σύνοψη Βασικών Ευρημάτων

### *Πρώτη υπόθεση – σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο*

Στο πρώτο εμπειρικό κεφάλαιο εξετάζεται το σχετικό πληροφοριακό περιεχόμενο (relative information content) της EVA. Σύμφωνα με την υπόθεση που αναπτύχθηκε, ερευνάται κατά πόσο η EVA ενσωματώνει πληροφοριακό περιεχόμενο χρήσιμο για την ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων που δεν διαθέτουν τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income), τα Καθαρά Κέρδη (Net Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income).

Η μελέτη του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου κατ' ουσίαν αποτελεί τη ναυαρχίδα της παρούσας μελέτης. Τα ευρήματα, ξεκινώντας από την περίοδο μεταξύ 2000 και 2016, δικαιώνουν ως ένα βαθμό τους υποστηρικτές της EVA. Όπως αποκαλύπτουν τα στοιχεία των παλινδρομήσεων οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία σε όλα δείγματα χωρών που επεξεργάστηκαν (Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα), ενώ το ίδιο ισχύει και στο ενοποιημένο δείγμα όλων των χωρών. Επιπροσθέτως, αντικείμενο της παρούσας έρευνας αποτελεί και η σύγκριση μεταξύ των μέτρων κερδοφορίας. Στον τομέα αυτό σκιαγραφείται υπεροχή των Λειτουργικών Κερδών έναντι των υπολοίπων στην ερμηνεία των υπερβαλλουσών μετοχικών αποδόσεων. Η εμπειρική εξέταση προκειμένου να εισχωρήσει σε βάθος και να υποβάλλει τα εμπειρικά δεδομένα σε περισσότερους ελέγχους προέβη στη περαιτέρω διάσπαση του ενιαίου δείγματος σε δύο υποπεριόδους δείγμα α' (2000-2008) και δείγμα β' (2009-2016). Στοχεύοντας σε κάθε δείγμα μεμονωμένα και πραγματοποιώντας χωριστές παλινδρομήσεις, επανεξετάζονται τα αρχικά



αποτελέσματα ως προς την αξιοπιστία τους ενώ, επιπλέον, αναλύονται και συγκρίνονται τα ευρήματα της κάθε περιόδου. Συγκριτικό πλεονέκτημα της προσέγγισης αυτής αποτελεί η εστίαση σε χρονικές περιόδους με παρόμοια χαρακτηριστικά με στόχο την εξαγωγή ασφαλέστερων αποτελεσμάτων εξαιτίας του γεγονότος ότι κάποιες έννοιες όπως αυτή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας έχουν περισσότερο χρόνο να αφομοιωθούν από τις επιχειρήσεις. Σε επίπεδο ευρημάτων δεν διαφαίνονται ουσιαστικές διαφορές μεταξύ των δύο υπό εξέταση περιόδων. Άξιο προς αναφορά είναι επίσης το γεγονός ότι τα εμπειρικά ευρήματα τείνουν να λειτουργούν, πάλι, υποστηρικτικά προς όφελος των Λειτουργικών Κερδών. Ειδικότερα, κατά την εξέταση του Α δείγματος που περιλαμβάνει τα έτη 2000 – 2008 παρατηρείται υπεροχή των λεγόμενων «παραδοσιακών» (Καθαρά Κέρδη και Λειτουργικά Κέρδη) μέτρων έναντι των «σύγχρονων» (EVA και Υπολειμματικό Εισόδημα). Συνοψίζοντας, η επιλογή της διάσπασης του δείγματος όχι μόνο ανέδειξε σημαντικές πτυχές του δείγματος αλλά επιπλέον λειτούργησε προσθετικά καλύπτοντας ένα κενό της υφιστάμενης βιβλιογραφίας.

Θεμελιώδης διάκριση της παρούσας διατριβής και συγκριτικό της πλεονέκτημα συνιστά η διάσπαση του αρχικού δείγματος σε χώρες που απαρτίζουν τον ευρωπαϊκό βορρά και αντίστοιχα σε χώρες του ευρωπαϊκού νότου. Η εν λόγω διάκριση κινείται στη σφαίρα της εξέτασης μεμονωμένα χωρών που εντάσσονται στις επονομαζόμενες ανεπτυγμένες (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία και Ολλανδία) και σε αυτές που συνθέτουν τις αναπτυσσόμενες χώρες (Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα). Στη φάση της ανάλυσης των ευρημάτων διαφαίνεται τάση υποστήριξης της EVA, η οποία παρουσιάζεται να έχει θετική συσχέτιση με τις μη αναμενόμενες αποδόσεις. Ως προς την μάχη βορρά – νότου, ο δεύτερος τείνει να εμφανίζει καλύτερες επιδόσεις στα περισσότερα υπό μελέτη μέτρα κερδοφορίας. Ένα σημαντικό εύρημα που χαίρει περισσότερης προσοχής είναι η επικράτηση της EVA στον βορρά. Οι υποστηρικτές της EVA, όπως προκύπτει από την επισκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, τοποθετούν ως ερμηνεία την ύπαρξη μεγαλύτερης εμπειρίας στις χώρες του βορρά λόγω της χρησιμοποίησης της EVA για περισσότερο χρόνο.

Η εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου συνεχίζεται με την ανάλυση σε επίπεδο κλάδου. Ειδικότερα, η μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας ανέδειξε την ανυπαρξία κλαδικής ανάλυσης που να ασχολείται με το αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Με οδηγό την επίτευξη του ανωτέρω σκοπού οι

εταιρείες του εξεταζόμενου δείγματος κατηγοριοποιήθηκαν, βάσει των κριτηρίων του Bloomberg (Industry Classification: I.C.B.), σε 9 τομείς που εμπεριέχουν ολόκληρο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας πλην αυτής του χρηματοοικονομικού τομέα. Στο πεδίο των αποτελεσμάτων οι σχετικές παλινδρομήσεις επέδειξαν ουσιαστικά στοιχεία. Ο κλάδος που κρατάει τα σκήπτρα ξεχωρίζοντας από τους υπολοίπους είναι αυτός των τηλεπικοινωνιών που εμφάνισε σε όλα τα υπό ανάλυση μέτρα (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη και Υπολειμματικό Εισόδημα) πολύ καλές επιδόσεις και μάλιστα με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές. Το τοπίο των κλάδων που ξεχώρισαν συμπληρώνεται από τις υπηρεσίες κοινής ωφέλειας, τον τεχνολογικό κλάδο και τον κλάδο του πετρελαίου – φυσικού αερίου.

Η εξέταση του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου της EVA και η σύγκρισή της με τα υπόλοιπα μέτρα κερδοφορίας ολοκληρώνεται με τον επιπλέον έλεγχο των εμπειρικών δεδομένων. Πυξίδα στην επίτευξη του στόχου είναι η εξασφάλιση της ισχύος των αποτελεσμάτων της έρευνας. Για την επίτευξη του στόχου χρησιμοποιήθηκαν, ως εξαρτημένη μεταβλητή, οι ολικές μετοχικές αποδόσεις έναντι των μη αναμενόμενων αποδόσεων. Τα ευρήματα που προέκυψαν τείνουν στην επιβεβαίωση των αρχικών αναλύσεων καθώς δεν παρεκκλίνουν σε σχέση με τα αποτελέσματα που έλαβαν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες αποδόσεις. Χαρακτηριστικά, αναφέρεται ότι οι ολικές μετοχικές αποδόσεις συσχετίζονται θετικά με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία στη μεγάλη πλειοψηφία των χωρών ενώ σε επίπεδο μέτρων τα Λειτουργικά Κέρδη υπερέχουν έναντι των υπολοίπων.

Εν κατακλείδι, η εξέταση της πρότασης του Stewart (1991) ότι η Economic Value Added (EVA) «οδηγεί» τις μετοχικές αποδόσεις εκφράζοντας την πραγματική αξία της επιχείρησης δικαιώνει σε σημαντικό βαθμό τους υποστηρικτές της. Όπως αποκαλύπτουν τα εμπειρικά ευρήματα η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία σε όλες τις χώρες που τέθηκαν στο μικροσκόπιο της ανάλυσης (Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Ελλάδα) εμφανίζει θετική συσχέτιση. Η παρούσα έρευνα όμως εστιάζει επίσης και στο πεδίο των συγκρίσεων της EVA με τα υπόλοιπα μέτρα κερδοφορίας. Στο συγκεκριμένο στίβο ανταγωνισμού μεταξύ των εξεταζόμενων μέτρων σκιαγραφείται η υπεροχή ενός εκ των επονομαζόμενων «παραδοσιακών» μέτρων, των Λειτουργικών Κερδών.

### *Δεύτερη υπόθεση – επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο*

Το δεύτερο εμπειρικό κεφάλαιο έχει ως αντικείμενο τον έλεγχο του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου (incremental information content) της EVA. Κατ' ουσίαν εξετάζεται εάν η EVA ενσωματώνει πληροφοριακό περιεχόμενο, χρήσιμο για την ερμηνεία των μετοχικών αποδόσεων που δεν διαθέτουν τα Λειτουργικά Κέρδη (Operating Income), τα Καθαρά Κέρδη (Net Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Επισημαίνεται ότι, για την εξασφάλιση της ποιότητας και της συνέπειας των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε χρήση δύο διαφορετικών μοντέλων.

Το πρώτο μοντέλο προσεγγίστηκε μεθοδολογικά με τη χρήση της EVA ως δεύτερης ή τρίτης επεξηγηματικής μεταβλητής στο μοντέλο ανάλυσης. Πλεονέκτημα του εν λόγω μοντέλου είναι η συχνή χρήση του στην βιβλιογραφία η οποία επιτρέπει την πραγματοποίηση συγκρίσεων με παλαιότερες έρευνες.

Το δεύτερο εμπειρικό μοντέλο ελέγχου του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA διαφοροποιείται από το πρώτο υπό την έννοια ότι λαμβάνει υπόψη τη διαφορά μεταξύ της EVA και των άλλων μέτρων αποδοτικότητας. Συγκριτικό πλεονέκτημα του εν λόγω μοντέλου, όπως αναλυτικά εξηγήθηκε ανωτέρω, αποτελεί το γεγονός ότι δεν είναι τόσο ευάλωτο στην πιθανή ύπαρξη συγγραμικότητας μεταξύ των μεταβλητών. Το μοντέλο δέχεται ως εξαρτημένη μεταβλητή την υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση (abnormal return) και ερμηνευτικές μεταβλητές: την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added), το Καθαρό Εισόδημα (Net Income), το Λειτουργικό Εισόδημα (Operating Income) και το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Επίσης, κάθε φορά λαμβάνεται η διαφορά μεταξύ της EVA και ενός εκ των ανωτέρω μέτρων, τόσο στο τρέχον επίπεδο όσο και στη μεταβολή.

Στο επίπεδο της αξιοποίησης των αποτελεσμάτων, αρχικώς, εξετάζονται οι παλινδρομήσεις που λαμβάνουν ως ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA και τα Καθαρά Κέρδη. Τα ευρήματα δεν δικαιώνουν τους υποστηρικτές της EVA οι οποίοι διατείνονται υπέρ της ύπαρξης ξεκάθαρα επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου εκ μέρους της EVA στην ερμηνεία των μη αναμενόμενων μετοχικών αποδόσεων. Ειδικότερα, οι χώρες που παρουσιάζουν θετικά αποτελέσματα στον υπό εξέταση τομέα είναι Ηνωμένο Βασίλειο, η Ολλανδία, η Ιταλία και η Ισπανία. Κατά την

εξέταση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου της EVA έναντι των Λειτουργικών Κερδών η αποκωδικοποίηση των ευρημάτων τεκμηριώνει υποστηρικτικά στοιχεία για την EVA. Σημειώνεται ότι, στην πλειοψηφία των εξεταζόμενων χωρών τα αποτελέσματα είναι στατιστικώς σημαντικά σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Κλείνοντας την αναζήτηση του επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου παραθέτουμε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές την EVA το Υπολειμματικό Εισόδημα. Η επισκόπηση των ευρημάτων δεν γέρνει την πλάστιγγα ξεκάθαρα υπέρ της ύπαρξης ή μη επιπρόσθετου πληροφοριακού περιεχομένου καθώς τα στοιχεία είναι ανάμεικτα μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών προτρέποντας έτσι τον ενδιαφερόμενο να ανατρέξει στα αποτελέσματα κάθε μιας χώρας μεμονωμένα.

### *Τρίτη υπόθεση – σχέση EVA και Market Value Added*

Το τρίτο εμπειρικό κεφάλαιο της παρούσας διατριβής έχει ως στόχο την αποκρυστάλλωση της σχέσης μεταξύ της EVA και της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας της επιχείρησης (Market Value Added). Κρίσιμο κομμάτι της εν λόγω ανάλυσης αποτελεί και η σύγκριση με τα άλλα μέτρα κερδοφορίας, όπως είναι: τα Καθαρά Κέρδη, τα Λειτουργικά Κέρδη καθώς και μέτρα Οικονομικού Κέρδους όπως είναι το Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income). Τα εμπειρικά ευρήματα τεκμηριώνουν θετικά στοιχεία για την EVA τα οποία έρχονται σε συμφωνία με τις απόψεις των υποστηρικτών της και ιδιαιτέρως με την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart & Co. Συνοπτικά, τα Λειτουργικά Κέρδη υπερिशύουν στον τομέα της συσχέτισής τους με την MVA έναντι των υπολοίπων μέτρων. Αναφορικά με την EVA, ο ευρωπαϊκός νότος είναι αυτός που κρατάει τα σκήπτρα και πιο συγκριμένα η περίπτωση των χωρών της Ελλάδας και της Ισπανίας.

### **9.3. Κριτική επισκόπηση εμπειρικών ευρημάτων**

Η χρησιμότητα αυτής της ενότητας εδράζει στην προσπάθεια αναζήτηση των απαντήσεων που «κρύβονται» πίσω από τα ευρήματα της ανάλυσής μας. Η

πραγματοποίηση της συγκεκριμένης ανάλυσης κρίνεται δύσκολη, καθόσον, όπως επισημάνθηκε σε πολλά σημεία της διατριβής, το υπό εξέταση δείγμα απαρτίζεται από μεγάλο αριθμό χωρών με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που χαρακτηρίζουν κάθε μια. Εντούτοις, κάποιες γενικότερες επισημάνσεις μπορούν να τύχουν εφαρμογής στην πλειοψηφία των χωρών δίνοντας το στίγμα για εμβάθυνση της ανάλυσης πέρα από τα νούμερα.

Κάνοντας την αρχή από τις προτεινόμενες προσαρμογές της εταιρείας Stern Stewart προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι μειώνεται η πληροφόρηση που παρέχεται στους φορείς της αγοράς από τις εταιρείες. Ειδικότερα, όπως εκτενώς αναφέρθηκε, ο σκοπός των προσαρμογών στα εταιρικά λογιστικά μεγέθη αποσκοπεί στην εξεύρεση της πραγματικής αξίας της επιχειρηματικής μονάδας την οποία «φθείρουν» τα υποχρεωτικώς εφαρμοζόμενα λογιστικά πρότυπα. Όμως η εν λόγω πρακτική ενδεχομένως να μειώνει την πληροφόρηση που αντλείται από τους ενδιαφερόμενους οι οποίοι έχουν συνηθίσει σε πληροφορίες που έχουν συγκεκριμένη δομή και στοιχεία.

Η διαφαινόμενη υπεροχή της «παραδοσιακής» μεθόδου των Λειτουργικών Κερδών ενδεχόμενα να οφείλεται στην εμπιστοσύνη που τρέφουν οι ιθύνοντες στα επίσημα και δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία. Το προαναφερθέν επιχείρημα ισχύει παρά το γεγονός ότι ο ρόλος του κόστους του κεφαλαίου είναι ιδιαίτερος σημαντικός, όπως αναλύθηκε, προκειμένου για την εξεύρεση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Εντούτοις, η αγορά δεν αναγνωρίζει την σημαντικότητα ή εμφανίζεται σκεπτική ως προς τις μεθόδους που εφαρμόζονται στους υπολογισμούς του κόστους κεφαλαίου.

Περαιτέρω, κρίσιμος παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ότι κάποιες νέες έννοιες και χρηματοοικονομικά «εργαλεία» όπως επί παραδείγματι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) ή το Υπολειμματικό Εισόδημα απαιτούν χρόνο ώστε να αφομοιωθούν από τις εταιρείες και του ιθύνοντες. Επομένως, στο δεύτερο δείγμα (2009 - 2016) θα μπορούσε να προβληθεί ο ισχυρισμός ότι υφίσταται ωρίμανση στην χρήση κάποιων μέτρων κερδοφορίας. Στο ίδιο μήκος κύματος εντάσσεται και ο ισχυρισμός ότι κάποιες χώρες εμφανίζουν καλύτερη εξοικείωση με τις ανωτέρω έννοιες ακριβώς λόγω του γεγονότος ότι τις εφαρμόζουν πιο πολλά έτη αλλά και εξαιτίας της μεγαλύτερης εμπειρικής διερεύνησης που παρατηρείται στις εν λόγω χώρες.

Τα ευρήματα που ανακύπτουν στο πρώτο δείγμα που περιλαμβάνει τα έτη (2000 - 2008) επηρεάζονται από την τάση που επικρατούσε παλαιότερα η οποία

χαρακτηριζόταν από την επικέντρωση των διοικήσεων στα λογιστικά μέτρα κερδοφορίας. Ως εκ τούτου, οι αποφάσεις εκ μέρους των manager ενδεχομένως να ενθάρρυναν τα λογιστικά μέτρα και να έβλαπταν τα μέτρα διοίκησης με βάση την αξία. Επισημαίνεται ότι η προσήλωση στη διοίκηση με βάση την αξία προϋποθέτει την αλλαγή οργανωτικών δομών και κουλτούρας από πλευράς της εταιρείας ώστε η εφαρμογή τους να έχει αποτελέσματα στη λειτουργία της επιχείρησης.

Στο πεδίο της αναζήτησης απαντήσεων που να αιτιολογούν τα ευρήματα που προέκυψαν τοποθετείται και η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης. Όπως παραστατικά διαφαίνεται στην ενότητα που πραγματοποιήθηκε η κλαδική μελέτη, οι εταιρείες με μεγαλύτερο μέγεθος τείνουν να παρουσιάζουν βελτιωμένες επιδόσεις στην εξέταση της EVA και συνακόλουθα και οι αντίστοιχοι κλάδοι. Η παρατήρηση αυτή συντάσσεται με τη θεωρία του «Οικονομικού Κέρδους», σύμφωνα με την οποία παράγεται κέρδος μόνο όταν υπερκαλύπτεται το συνολικό κόστος των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί.

Ο Biddle (1997) στη έρευνα του εστιάζει σε πιθανές αιτίες που η EVA δεν υπερέρχει έναντι άλλων μέτρων κερδοφορίας και ειδικότερα αυτών που βασίζονται στα λογιστικά κέρδη. Επιγραμματικά, αναφέρει ως πιθανές αιτίες το μέγεθος της ευστοχίας των προτεινόμενων μετατροπών στο λογιστικά μεγέθη, πιθανές διαφοροποιήσεις κατά τον υπολογισμό κάποιων μεγεθών σε σχέση με τις εκτιμήσεις της αγοράς, δυσκολίες στη διαθεσιμότητα των δεδομένων που απαιτούνται για τους υπολογισμούς της EVA κ.α.

Συνοψίζοντας ο προσδιορισμός των αίτιων που οδήγησαν στα εμπειρικά ευρήματα της ανάλυσης μας δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση, όμως, συμβάλλει στην ποιοτικότερη ανάλυση και επεξεργασία των δεδομένων με απώτερο στόχο την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

#### **9.4. Συνεισφορά στο πεδίο διερεύνησης του πληροφοριακού περιεχομένου των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αποδοτικότητας**

Η παρούσα διατριβή διευρύνει την μέχρι τώρα περιορισμένη εμπειρική έρευνα για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία στο ευρωπαϊκό περιβάλλον. Εστιάζοντας στο γεωγραφικό χώρο της Ευρώπης και διαχωρίζοντάς τον, νοητά, σε Βορρά και Νότο ή με μια άλλη οπτική σε περισσότερη και λιγότερη ανεπτυγμένες χώρες επιδιώκεται τόσο η εμβάθυνση όσο και η δημιουργία προϋποθέσεων για συγκρίσεις μεταξύ των χωρών. Η φειδωλή εμπειρική τεκμηρίωση μέχρι τώρα περιοριζόταν στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Μεγάλη Βρετανία παρουσιάζοντας αντιφατικά αποτελέσματα, καθιστώντας έτσι το τοπίο ομιχλώδες.

Επομένως, αναφέρεται η ανάγκη για εμπειριστατωμένη εξέταση περισσότερων χωρών του ευρωπαϊκού χάρτη. Όχημα προς το σκοπό αυτό αποτελεί το μέγεθος του δείγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίηση συγκρίσεων σε διαφορετικές χώρες με διαφορετικές τόσο οικονομίες όσο και οργανωτικές δομές κράτους. Ο ευρωπαϊκός νότος του εξεταζόμενου δείγματος αντιπροσωπεύεται από την Ελλάδα, την Ιταλία και την Ισπανία. Οι προαναφερόμενες χώρες συνθέτουν ένα δείγμα οικονομιών που την τελευταία δεκαετία βρίσκεται στο μάτι του κυκλώνα λόγω της κρίσης χρέους, της χαμηλής παραγωγικότητας των βασικών παραγωγικών τομέων της οικονομίας, απειλώντας έτσι την διατήραση της Ευρωπαϊκής ευημερίας. Από την άλλη μεριά ο υγιής ευρωπαϊκός βορράς διαθέτει ισχυρή βιομηχανία και ανάπτυξη και τον ευρωπαϊκό βορρά αντιπροσωπεύουν η Γερμανία, η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Το αρχικό ερέθισμα της διατριβής τροφοδότησε και η ευκαιρία να χρησιμοποιηθεί ένα τόσο εκτεταμένο δείγμα για την σύγκριση των επονομαζόμενων «παραδοσιακών» μεθόδων με τις λεγόμενες «σύγχρονες». Ενδεικτικά, στις πρώτες μεθόδους εντάσσονται οι δείκτες ROA, EBIT, EPS, ROI, ROE, με βασικό χαρακτηριστικό ότι στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη. Στην άλλη όχθη βρίσκονται οι θεωρούμενες ως σύγχρονες οι οποίες απαρτίζονται τόσο από μέτρα προστιθέμενης αξίας (value-added) όσο και από τα σχετικά με αυτά μέτρα ταμειακών ροών, όπως την ταμειακή προστιθέμενη αξία, (Cash Value Added, CVA), την ταμειακή απόδοση επί

της επένδυσης (Cash Flow Return on Investment, CFROI), την ελεύθερη ταμειακή ροή (Free Cash Flow, FCF) κ.α..

Επιπρόσθετη, συνεισφορά της έρευνας είναι η ευρύτητα των εξεταζόμενων ετών από το 2000 έως το 2016, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα εξαγωγής ασφαλέστερων συμπερασμάτων. Πέραν του πλεονεκτήματος της ύπαρξης μεγάλου αριθμού δεδομένων προς ανάλυση και συνακόλουθα ενδυνάμωσης των στατιστικών ευρημάτων, υφίσταται και η ευχέρεια διάσπασης του δείγματος σε υποπεριόδους. Ειδικότερα, κατά την μελέτη του σχετικού πληροφοριακού περιεχομένου των εξεταζόμενων μέτρων (EVA, Καθαρά Κέρδη, Λειτουργικά Κέρδη, Υπολειμματικό Εισόδημα) διαχωρίστηκε το υπό μελέτη δείγμα σε δύο υπο-περιόδους την 2000 – 2008 και την 2009 – 2016. Η προσέγγιση αυτή προσδίδει στην ανάλυση την ιδιότητα να

## **9.5. Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα**

Η παρούσα διατριβή επιχειρεί να «μεγαλώσει» τον κόσμο της έρευνας αναφορικά με την μελέτη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Ο βαθμός που ο στόχος επιτεύχθηκε ή τουλάχιστον προκάλεσε το ερέθισμα για επιπλέον ενασχόληση με το αντικείμενο της EVA επαφίεται στην κρίση του αναγνώστη.

Στη βάση αυτή, προεκτάσεις της έρευνας που θα μπορούσαν να προταθούν είναι αρχικώς η κλαδική ανάλυση της EVA σε δείγμα επιχειρήσεων των Ηνωμένων Πολιτειών. Επιπλέον, επωφελής κρίνεται διεύρυνση του δείγματος και σε άλλες Ηπείρους πέραν της Ευρώπης και της Αμερικής. Ταυτοχρόνως η επικαιροποίηση των μελετών που απαρτίζουν την βιβλιογραφία είναι σημαντική καθόσον το μεγαλύτερο μέρος των μελετών τοποθετείται χρονικά πριν το 2010 και επιπλέον οι αλλαγές των συνθηκών σε επίπεδο οικονομικό κοινωνικού περιβάλλοντος καθιστούν επιτακτική την ανάγκη για περαιτέρω έρευνα.



## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ξενόγλωσση

Acheampong, Y. J. & Wetzstein, M. E. (2001). A comparative analysis of value-added and Traditional measures of performance: an efficiency score approach [Online] Available: <http://ageconsearch.umn.edu/handle/16715>.

Adnan M. Abdeen & G. Timothy Haight. (2011). A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies. The Journal of Applied Business Research, Vol 18, 27-37.

Alam Mohammed Nizamuddi. (2012). Performance Measures of Shareholders Wealth: an Application of Economic Value Added (EVA). International Journal of Applied Financial Management Perspectives, Vol 1, 160-166.

Alexei SIRBU. (2012). Economic Value Added (EVA) Approach in Russia. Concepts, Approaches, Instruments. Review of International Comparative Management, Vol 13, 305-312.

Aloy Niresh, J. & Alfred, M. (2014). The Association between Economic Value Added, Market Value Added and Leverage. International Journal of Business and Management, Vol. 9, 126-133.

Ameels A. and Scheipers. (2002). Value – based management control processes to create value through integration: a literature review. [Online] Available: [http://valuebasedmanagement.net/articles\\_ameels\\_valuebased\\_full.pdf](http://valuebasedmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf).

Anand, M., Garg, A. & Arora, A. (1999). Economic value added: business performance measure of shareholder value. Management Accountant, 34(5), 351-356.

Anastassis, C. & Kyriazis, D. (2007). The Validity of the Economic Value Added Approach: an Empirical Application. European Financial Management, 13(1), 71-100.

Anderson, A. M., Bey, R. P. & Weaver, S.C. (2004). Economic Value Added adjustments: much to do about nothing. [Online] Available: [www.lehigh.edu/~incbeug/Attachments/Anderson%20EVA%204-7-05.pdf](http://www.lehigh.edu/~incbeug/Attachments/Anderson%20EVA%204-7-05.pdf).

Anthony R. and V. Govindarajan. (2001). Management Control Systems. International Edition, Chicago, Mc Graw-Hill Irwin.

Armitage H. and V. Fog. (1996). Economic value creation: What every management accountant should know. CMA Magazine, October.

Asish Saha<sup>1</sup>, Nor Hayati Ahmad and Siew Goh Yeok. (2016). Evaluation of Performance of Malaysian Banks in risk Adjusted Return on Capital (RAROC) and Economic Value Added (EVA) Framework. Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Vol. 12, 25-47.

Athanassakos, G. (2007). Value-based management, EVA and stock price performance in Canada. Management Decision, 45(9), 1397-1411.

Austin, M.L. (2005). Benchmarking to economic value added: The case of Airways Corporation of New Zealand Limited. Benchmarking: an International Journal, 12(2), 138-150.

Bacidore, M. J., Boquist, A. J., Milbourn, T. T., & Thakor, A.V. (1997). The search for the best financial performance measure. Financial Analysts, 53(3), 11-20.

Banerjee, A. (1999). Economic Value Added and shareholder wealth: An empirical examination. Paradigm, 3(1), 99-133.

Banerjee, A. (2000). Linkage between Economic value Added and Market Value: An Analysis. Vikalpa (Journal of Decision Makers), 25(3), 23-35.

Bao, B. H. & Bao, D. H. (1998). Usefulness of value Added and Abnormal Economic Earnings: An Empirical examination. Journal of Business Finance and Accounting, 25(1-2), 251-265.

Biddle, G. C., Bowen, M. R. & Wallace, J.S. (1999). Evidence on EVA. Journal of Applied Corporate Finance, 12(2), 69-79.

Biddle GC, GS Seow, AF Siegel. (1995). Relative versus Incremental Information Content. Contemporary accounting research, 1-23.

Biddle, G.C. (1998). Economic Value Added: Some Empirical Evidence. Managerial Finance, 24(11), 60-70.

Biddle, G.C., Bowen, M. R. & Wallace, J.S. (1997). Does EVA beat Earnings? - Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. Journal of Accounting and Economics, 24(3), 301-336.

Brabazon, T., & Sweeney, B. (1998). Economic value added-really adding something new. , Accountancy Ireland, 30(3), 14-15.

Brewer, P. C., Chandra, G., & Hock, C. A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *SAM Advanced Management Journal*, 64, 4-10.

Brown, R. & Pierce, B. (2000). The empirical validity of EVA. Paper Presented at The Management Accounting Research Conference, at London School of Economics, London, April 2000.

Brown, S., Lo, K. & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(1), 83-115.

Cahan, S., Lal, M. & Riceman, S. (2002). Do managers perform better under EVA bonus schemes?. *European Accounting Review*, 11(3), 537-72.

Chen, S. & Dodd, J. L. (1997). Usefulness of accounting earnings, residual income, and EVA: A value-relevance perspective”, Unpublished Working paper, Clarion University.

Chen, S. & Dodd, J. L. (1996). EVA: A New Panacea. *Business and Economic Review*, 28(4), 26-28.

Chen, S. & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333.

Cheremushkin, V.S. (2008). What's wrong with the Economic Value Added?. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=1120917>.

Christopher M. and L. Ryals. (1999). Supply chain strategy: Its impact on shareholder value. *International Journal of logistics Management*, 10.

Condon J. and J. Goldstein. (1998). Value based management. The only way to manage for value. *Accountancy Ireland*.

Cooper S., Crowther, D., Davies M., Davis W. (2001). *Shareholder or Stakeholder Value*, Cima.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1996). *Valuation: Managing and Measuring the Value of Companies*, New York, NY: John Wiley and Sons, Inc.

Copeland T., Koller T., MURRIN J. (2000). Valuation, Measuring and managing the value of companies. Third Edition, New York, John Wiley & Sons.

Cordeiro, J. J. & Kent, D. D. (2001). Do EVA adopters outperform their industry peers? Evidence from security analyst earning forecasts. *American Business Review*, 19(2), 57-63.

Daiva Burksaitiene. (2009). Measurement of Value Creation: Economic Value Added and Net Present Value. *Economics & Management*, ISSN 1822-6515, 709-714.

De Medeiros, R. O. (2005). Empirical evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=701421>.

DeWet, J.H. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, 13(2), 1-16.

DeWet, J.H. & Hall, J.H. (2006). An analysis of strategic performance measures of companies Listed on JSE Securities Exchange South Africa. *South African Journal of Economic and Management Science*, 1, 57-71.

DeWet, J.H. & Toit, E. (2007). Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial Performance. *South Africa Journal of Business Management*, 38(1), 59-69.

Dechow, M. P., Hutton, P.A. & Sloan, G. R. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1-34.

Desai, A. M. & Ferri, F. (2006). Understanding Economic Value Added. [Online] Available: [http://harvardbusinessonline.hbsp.harvard.edu/b02/en/comman/item\\_detail.jhtml?id=206016](http://harvardbusinessonline.hbsp.harvard.edu/b02/en/comman/item_detail.jhtml?id=206016).

Dierks, P. A., & Patel, A. (1997). What is EVA, and How Can It Help Your Company? *Management Accounting*, 79(5), 52 - 58.

Dillion, R.D. & Owers, J.E. (1997). EVA as a financial metric: attributes, utilization, and relationship to NPV. *Financial Practice and Education*, 7, 32-40.

Dimitrios, I., Zeljko, S. & Theriou, G. N. (2005). Economic Value Added (EVA®). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE). *Review of Economic Sciences* (forthcoming).

Drucker, P.F. (1995). The information executives truly need. *Harvard Business Review*, January- February: 54-62.

Eisenhardt K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, 14.

Ehrbar, A. (1999). Using EVA to measure performance and assess strategy. *Strategy & Leadership*, 27(3), 20- 24.

Erasmus, P.D. (2008), “The Relative and Incremental Information Content of the Value Based Financial Performance Measure Cash Value Added (CVA)”, *Management Dynamics*, Vol.17, No. 1, pp.2-15.

Erdogan., Berk, N. & Katircioglu, E.(2000). The Economic profit approach in firm performance measurement the evidence from Turkish Stock Market. *Russian And East European Finance & Trade*, 36(5),54-75.

Evans, J. & Evans, R. (2002). An examination of economic value added and executive compensation. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=313974>.

Fama, E. F., & MacBeth J.D., (1973), Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests, *Journal of Political Economy*, 81, pp. 607-636.

Farsio, F., Degel, J. & Degner, J. (2004). Economic Value Added (EVA) and stock returns. *The Financier*, 7(1-4), 115-118.

Fatemi, A., Desai, A. S. & Katz, J. P. (2003). Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal*, 14(2), 159-179.

Ferguson, R. & Lestikow, D. (1998). Search for the Best Financial Performance Measure: Basics Are Better. *Financial Analysts Journal*, 54(1), 81-85.

Ferguson, R., Rentzler, J. & Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) improve stock performance or profitability?. *Journal of Applied Finance*, 15(2).

Ferguson, R., Rentzler, J. & Yu, S. (2006). Trading Strategy on EVA and MVA: are they reliable indicators of future stock performance?. *The Journal of Investing*, 15(4), 88-94.

Fernandez, P. (2003). EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation, *Journal of Applied Finance*, 9(3), 74-94.

Finegan, Y. P. (1991). Maximizing Shareholder value at the private company. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(1), 30-45.

Fogelberg, L. & Griffith, M. J. (2000). Control and Bank Performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13(3), 63-69.

Fong-Woon Lai & Muhammad Kashif Shad, (2017). Economic Value Added Analysis for Enterprise Risk Management. *Global Business and Management Research: An International Journal*, Vol 9, 338-347.

Forker, J. & Powell, R. (2008). Comparison of error rates for EVA, residual income, GAAP-earnings & other metrics using a long-window Valuation approach. *European Accounting Review*, 17(3), 471-502.

Fortune. (1993). The real key to creating wealth. *Fortune*, 128(6).

Fountaine, D., Jordan, J. D. & Phillips, G. M. (2008). Using Economic Value Added as a portfolio separation criterion. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(2), 69-81.

Frankel R., Charles M.C. Lee. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 25 (1998), 283-319.

Gandhi, A. K. & Rajib, P. (2008). Pursuing EVA through Tata Steel's perspective. *The Icfai University Journal of Business Strategy*, V (3), 20-34.

Garvey, G. T. & Milbourn, T. T. (2000). EVA versus earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns?. *Journal of Accounting Research*, 209-245.

Geyser, M. & Liebenberg, I. E. (2003). Creating a new valuation tool for South African agricultural co-operatives. *Agrekon*, 42(2), 106-115.

Ghanbari, M. A. & More, V. S. (2007). The Relationship between Economic Value Added and Market Value Added: An empirical analysis in Indian Automobile Industry. *The Icfai Journal of Accounting Research*, 6(3), 7-22.

Girotra, A. & Yadav, S. S. (2001). Economic Value Added (EVA): A new flexible tool for measuring corporate performance. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 2(1), 7-18.

Goldberg, R.S. (1999). Economic Value Added: A better measure for performance and compensation?. *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, 11(1), 55- 67.

Gordon, L., Miller, D., (1976). A contingency framework for the design of accounting information systems. *Accounting, Organizations and Society* 1, 59–69.

Grant, J. L. (1996). Foundations of EVA for Investment Managers. *The Journal of Portfolio Management*, 23(1), 41-48.

Griffith, M. J. (2004). The True Value of EVA. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 25-29.

Hahn, G. J. & Kuhn, H. (2011). Optimising a value-based performance indicator in midterm sales and operations planning, *Journal of the Operational Research Society*, 62( 3), 515-525.

Hall, J. H. (2002). Dissecting EVA: The value drivers determining the shareholders value of Industrial Companies. [Online] Available: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=304196](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196).

Hall, J. H. & Brummer, M.L. (1999). The Relationship between the Market Value of a company and internal performance measurements. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=141189>.

Hall, J. H. & Geysler, J. M. (2004). The Financial Performance of Farming Co-Operatives: Economic Value Added vs. Traditional Measures. Unpublished Working Paper at Department of Agricultural Economics, Extension and Rural Development, University of Pretoria, Pretoria, South Africa.

Harley E. Ryan, Jr. and Emery A. Trahan (1997). «The Utilization of Value-Based Management: An Empirical Analysis».

Hayes, D., (1977). The contingency theory of managerial accounting. *The Accounting Review* 52, 22–39.

Ho N., Hui, N. & Li, L. (2000). Does EVA Beat Earnings? Round 2: Evidence from Internet Companies. Unpublished Working Paper at University of New South Wales, Australia.

Hoque M., Akter M., Shil C., (2004). Value-based Measure: An Application of EVA in Small Manufacturing Company in Bangladesh. *Journal of the Institute of Bankers Bangladesh*, 51.

International Federation of Accountants, (1998). International Management Accounting Practice Statement: Management Accounting Concepts. International Federation of Accountants, New York.

Irala, L. R. & Reddy, R. (2007). Performance evaluation, Economic Value Added and Managerial Behaviour. PES Business Review, 1(1), 1-7.

Irala, Lokanandha Reddy, EVA-The Right Measure of Managerial Performance?, Indian Journal of Accounting and Finance, Apr-Sep 2005.

Ismail, A. (2006). Is EVA associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. International Journal of Managerial Finance, 2(4), 343-353.

Ismail, I. (2008). Performance of public-listed companies in Malaysia: using EVA. [Online] Available: [www.griffith.edu.au/school/gbs/afe/symposium/2008/Ismail.pdf](http://www.griffith.edu.au/school/gbs/afe/symposium/2008/Ismail.pdf).

Issham Ismail, (2012). Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia. African Journal of Business Management, Vol. 7(18),1757-1764.

Issham, I., Samad, A., Hwa, S.Y., Kamil, A. & Ayub, A. (2007). Economic Value Added (EVA) As A Performance Measurement For GLCs Vs Non-GLCs Evidence From Bursa Malaysia. [Online] Available: [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=SERC2007&paper\\_id=67](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=SERC2007&paper_id=67).

Ittner C. and D. Larcker, (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. Journal of Accounting and Economics, 32.

Jambulingam, T. (2002). Economic value added (EVA) as a measure of firm performance: An application to the pharmaceutical industry. Review of Quantitative Finance and Accounting, 18(1), 59-73.

Jelena Stankevičienė & Tatjana Sviderskė, (2010). Developing a Performance Measurement System Integrating Economic Value Added and The Balanced Scorecard in Pharmaceutical Company. Business and Management, 239-247.

Kang Jungyu, Kwangkim and William C. Henderson, 'Economic Value Added (EVA): A Financial Performance Measure', Journal of Accounting and Financial Research, Spring 2002.



Keys E. David, Mumin Azamhuzjaev, and James Mackey, (2001). Economic Value Added®: A Critical Analysis. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 65-71.

Kim, G.W. (2006). EVA and Traditional Accounting Measures: which Metric is a better predictor of market value of hospitality companies? *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 30(1), 34-49.

King D. Raymond and John Christian Langli (1998). Accounting Diversity and Firm Valuation. *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, No.5, pp.529-567.

Kirsty Dunbar, (2013). Economic Value Added (EVA): A Thematic Bibliography. *Journal of New Business Ideas & Trends*, 54-66.

Kleiman, R. (1999), "Some New Evidence on EVA companies", *Journal of Applied Corporate Finance*. Volume 12, n. 2, pp. 80-91.

Knight J., 1997. *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*. Mcgraw Hill.

Koller T., (1994). What is value-based management. *The McKinsey Quarterly*, 3.

KPMG CONSULTING, 1999. *Value Based Management: The Growing Importance of Shareholder Value in Europe*. KPMG Consulting, London.

Kramer, J. K. & Pushner, G. (1997). An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Financial Practice and Education*, Spring/ Summer, 41-49.

Kramer, J. K. & Peters, R. J. (2001). An interindustry analysis of economic value added as a proxy for market value added. *Journal of Applied Finance*, 11(1), 41-49.

Krauter, E., Basso, L. C. & Kimura, H. (2004). The relationship between profit-sharing/gain-sharing plans, productivity and economic value added. *Journal of Academy of Business and Economics*.

Kumar, A. & Pal, K. (2008). Awareness of Economic Value added among Indian corporate managers: evidences from a primary survey. *The ICFAI Journal of Applied Finance*, 14(8), 53-65.

Kumar S. & Sharma A. (2010), *Economic Value Added: Literature Review and Relevant Issues*. *International Journal of Economics and Finance*. Vol.2, No 2; May 2010.

Laura P. Hartman, Patricia H. Werhane, Cynthia E. Clark, Craig V. Vansandt, and Mukesh Sud, (2017). Strategic Global Strategy: The Intersection of General Principles, Corporate Responsibility and Economic Value-Added. *Business and Society Review* 122:1 71–91.

Lefkowitz, S.D. (1999). The Correlation between EVA and MVA of companies. MBA Dissertation, California State University.

Lehn, K. & Makhija, A. K. (1996). EVA and MVA: as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, 24, 34-41.

Lehn, K. & Makhija, A. K. (1997). EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 90-96.

Li Qi, (2011). A Review of Economic Value Added (EVA) Survey, From the Aspects of Theory and Application. *Communication Software and Networks (ICCSN)*, 2011 IEEE 3rd International Conference on China, 507-509.

Liao, X. & Feng, J. (2005). An all-around analysis of EVA: an evaluating indicator of operating performance. *China-USA Business Review*, 4(4), 17-21.

Lieber R., 1996. Who Are the Real Wealth Creators?. *Fortune* 134, (No. 11, December 9).

Lin, C. & Zhilin, Q. (2008). Empirical Study of Integrated EVA Performance Measurement in China. *Canadian Social Science*, 4(2), 41-48.

Liviu M. Matic, (2017). Economic added value and performance measurement. *J Appl Econ Stat*. 2017; 1(1): 37-45.

Lovata, L. M. & Costigan, M. L. (2002). Empirical analysis of adopters of economic value added. , *Management Accounting Research*, 13,215-228.

Machuga, S., Pfeiffer, J. & Verma, K. (2002). Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(1), 59-73.

Madan Lal Bhasin, (2013). Economic Value Added and Shareholders' Wealth Creation: Evidence from a Developing Country. *International Journal of Finance and Accounting*, 185-198.

Maditinos, I. D., Sevic, Z. & Theriou, N.G (2006). The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Corporate World. Paper Presented at The International

Conference: Innovation, Entrepreneurship, and Competitiveness in Balkan and Black Sea Countries, Kavala, Greece, November 2-4, 2006.

Mahdi Salehi, Gholamreza Enayati, Parisa Javadi, (2014). The Relationship between Intellectual Capital with Economic Value Added and Financial Performance. *Iranian Journal of Management Studies (IJMS)*, Vol. 7, 259-283.

Malhotra, M. (2001). Relevance of EVA to measuring corporate success. *Journal of Accounting & Finance*, XV(1).

Malik, M. (2004). EVA and traditional performance measures some empirical evidence. *The Indian Journal of Commerce*, 57(2), 32-38.

Malmi, T. & Ikaheimo. (2003). Value Based Management practices- some evidence from the field. *Management Accounting Research*, 14, 235-254.

Mansoor Maitah, Nayif Saleem, Karel Malec, Mohammed Boubaker & Shreen Gouda, (2015). Economic Value Added and Stock Market Development in Egypt. *Asian Social Science*, Vol. 11, 126-134.

Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. New York: MacMillan & Company.

Marsh G., (1999). *Making or breaking value*, New Zealand Management, March.

Martin, J. D., Petty, J. W. & Steven, P. R. (2003). *An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income*. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=412122>.

Martin D. and W. Petty, (2000). *Value Based Management – The corporate response rate to the shareholder revolution*, Harvard Business School Press.

Mc Taggart M., Kontes W., Mankins M., (1994). *The Value Imperative*, The Free Press, New York.

Mills R and B. Weinstein, (2000). Beyond Shareholder Value. Reconciling the Shareholder and Stakeholder Perspectives, *Journal of General Management*, 25.

Milunovich, S. & Tsuei, A. (1996). EVA in the computer industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, spring, 104-115.

Misra, A. & Kanwal, A. (2005). Linkages between Economic Value Added and Share Prices: An Empirical Study of Indian Corporate Sector. *Icfai University Journal of Industrial Economics*, II (4), 30-57.

Misra, A. & Kanwal, A. (2007). Economic Value Added as the most significant measure of financial performance: a study of select Indian firms. *Journal of International Business and Economics*.

Mohammad Abdel Mohsen Al-Afeef, (2017). The Impact of Economic Value Added & Return on Investment on the Changes in Stock Market's Value (Analytical Study: ASE: 2006-2015). *International Journal of Business and Management*, Vol. 12, No. 10, 2017.

Mohamadreza Abdoli, Mohamadreza Shurvarzi and Akram Davodi Farokhad, (2012). Economic Value Added vs. Accounting Residual Income; Which One Is a Better Criterion for Measurement of Created Shareholders Value? *World Applied Sciences Journal* 17 (7): 874-881.

Mohanty, P. (2004). In Defense of EVA. Paper Presented at The Pacific Basin Finance, Economics and Accounting Conference, Bangkok, August 9-11, 2007.

Morin A. AND L. Jarrell, (2001). *Driving Shareholder Value Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*, Mc Graw-Hill.

Myers R., (1996). *Metric Wars*. CFO, October.

Nagar, N. (2007). Drivers of Shareholders' Value. *Journal of Global Economy*, 3(3&4).

Nappi-Choulet, I., Missonier-Piera, F. & Cancel, M. (2007). Value creation and the impact of corporate real estate assets; an empirical investigation with French listed companies. Paper Presented at The Dauphine Real Estate Workshop, Paris-Dauphine University, France, October 19 – 20, 2007.

Nikhil Chandra Shi, (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. *International Journal of Business and Management*, Vol 4, 169-177.

O'Byrne, S.F. (1996). EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116-125.

Pal, K. & Sura, S. J. (2007). Economic value added and traditional performance measures: a review of academic and empirical literature. *Amity Journal of Business Strategy*, 1(2), 110-120.

Palliam, R. (2006). Further evidence on the information content of economic value added. *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 204-215.

Pandey, I.M. (2005). What drives shareholders value?. Unpublished Working paper at Indian Institute of Management, Ahemdabad, India.

Pavel V. Limarev, Yulia A. Limareva, Ekaterina G. Zinovyeva, Elena G. Usmanova, (2015). Methodical Motivation of the Using EVA (Economic Value Added) as Instrument of Cost-Performance Management in Organizations. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol 6, 489-494.

Paulo, S. (2002). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant--A Comment. *Journal of Managerial Issues*, 14(4), 500-506.

Paulo S., (2010). The UK Companies Act of 2006 and the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Implications for EVA1 (economic value added). *International Journal of Law and Management*, Vol 52, 173-181.

Peixoto, S. (2002). Economic Value Added Application to Portuguese Public Companies. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=302687>.

Peterson, P. P. & Peterson, D.R. (1996). *Company Performance and Measures of Value Added*. The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville, VA.

Phani, B.V. & Bhattacharya, A. (2000). Economic Value Added: In search of Relevance. *Decision*, 27(2), 25-55.

Phani, B.V. and Bhattacharyya, A.K., (2004), "Economic Value Added – A General Perspective", Social Science Research Network.

Phillips, D. (2007). *The Value of Economic Reality: Applying Economic Value Added*. [Online] Available: <http://digitalcommons.liberty.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1008&context=honors>.

Pi, L., and Timme S.G., "Corporate Control and Bank Efficiency," *Journal of Banking and Finance* 20, No. 2,3, Apr 1993, pp. 515-530.

Rafrini Amyulianthy, Elsa K.Ritonga, (2016). The Effect Of Economic Value Added And Earning Per Share To Stocks Return (Panel Data Approachment). *International Journal of Business and Management Invention*, Vol 5, Issue 2, 8-15.

Rajan, M.V. (2000). Discussions of EVA versus earnings: does it matter which is more highly correlated with stock returns??. *Journal of Accounting Research*, 38, 247-54.

Rakshit, D. (2006). EVA based performance measurement: A case study of Dabur India limited. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 11, 40-59.

Ramana, V. D. (2005). Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=871404>.

Rappaport A., (1986). Creating Shareholder Value, The Free Press, New York.

Rappaport A., (1998). Creating Shareholder Value, The Free Press, New York.

Ray, S. & Choudhri, A. (2005). In search of measuring corporate success: EVA as a choice, not a panacea. [Online] Available: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=690022](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=690022).

Ritesh Patel, (2012). Impact of Economic value added (EVA) on Share price: A study of Indian Private Sector banks. International Journal of Contemporary Business Studies, Vol 3, 24-34.

Ronte H., (1998). Value based management, Management Accounting, January.

Ruzan P., 1998. From control to Values-Based Management and Accountability. Journal of Business Ethics, 17.

Ryan H and E. Trahan, (2007). Corporate Financial Control Mechanisms and Firm Performance: The Case of Value-Based Management Systems. Journal of Business Finance & Accounting, 34.

Slater S. AND E. Olson, (1996). A value-based management system, Business Horizons/September-October.

Shankman A., (1999). Reframing the Debate Between Agency and Stakeholder Theories of Firm, Journal of Business Ethics. 19.

Shil N., (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. International Journal of Business and Management. 4.

Shrieves, R. E. & Wachowicz, M.J. (2001). Free cash flow, economic value added, and net present value: a reconciliation of variations of discounted-cash-flow valuation. The Engineering Economist, 46(1), 33-52.

Singh, K. P. & Garg, M. C. (2004). Disclosure of EVA in Indian corporate. The Indian Journal of Commerce, 57(2), 39-49.

Sliman S. Alsoboa, (2017). The Influence of Economic Value Added and Return on Assets on Created Shareholders Value: A Comparative Study in Jordanian Public Industrial Firms. International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 4, 63-78.

Stephen P. Keef, Melvin L. Roush, (2003). The relationship between economic value added and stock market performance: A theoretical analysis. *Agribusiness* 19, 245-253.

Stern, J.M, Stewart, G.B. & Chew, D.H., (1995). The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.

Stern J., SHILEY J., (2001). *The EVA challenge: Implementing value –added change in an organization*, Wiley and Sons.

Stewart, G.B. (1991). *The Quest for Value*, New York: HarperCollins Publishers.

Stewart, G.B. (1994). EVA: Fact and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71-84.

Stoyu I. Ivanov, Kenneth Leong, Janis K. Zaima, (2014). An Empirical Examination of Negative Economic Value-Added Firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 8, 103-110.

Taufil, H., Isnurhadi, H. & Widiyanti, M. (2008). The influence of traditional accounting and Economic Value Added approaches on stock returns of banks listed on Jakarta Stock Exchange (JSX). Paper Presented at The 10th MFA Annual Conference on Strengthening Malaysia's Position as a Vibrant, Innovative and Competitive Financial Hub, Kuching, Sarawak, June, 5-6 2008.

Teemu M. And S. Ikaheimo, 2003. Value Based Management practices—some evidence from the field. *Management Accounting Research*. 14.

Tham, J. (2001). The unbearable lightness of EVA in valuation. [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=267193>.

Tian, I.V., Keung, E. Y. & Chow, F. Y. (2003). Economic Value Added in the Hong Kong listed companies: A preliminary evidence. Paper Presented in the International Congress on Modelling and Simulation (MODSIM 2003), at Townsville, Australia, July, 14-17, 2003.

Tortella, D. B. & Brusco, S. (2003). The Economic Value Added (EVA): an analysis of market reaction. *Advances in Accounting*, 20, 265–290.

Tully, S. (1993), “The real key to creating wealth”, *Fortune*, September 20, pp.3-5.

Tuvey, C.L. & Sparling, D. (2003). Further thoughts on the relationship between economic value added and stock market performance. *Agribusiness*, 19(2), 255-67.

Tuvey, C.L., Van Duren, E. & Sparling, D. (2000). The relationship between economic value added and the stock market performance of agribusiness firms. *Agribusiness*, 16(4), 399-416.

Umair Ali Khan, Abdur Rahman Aleemi and Muhammad Azeem Qureshi. (2016). Is Economic Value Added more Associated with Stock Price than Accounting Earnings? Evidence from Pakistan. *City University Research Journal*, Vol. 6, 204-216.

Uyemura, D.G., Kantor, C.C. & Petit, J.M. (1996). EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), 94-111.

Van Horne, J. C. (2002). *Financial Management and Policy*, Pearson Education Asia.

Velez-Pareja, I. (2001). Economic value measurement: Investment Recovery and value added. [Online] Available: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=282250](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=282250).

Velez-Pareja, I. (2001). Value creation and its measurement: A critical look at EVA. [Online] Available: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=163466](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163466).

Velez-Pareja, I. & Tham, J. (2003). Do the RIM (Residual Income Model), EVA and DCF (Discounted Cash Flow) really match?. [Online] Available: [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=421100](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=421100).

Verma, B. P. (2002). Economic value addition by Indian Banks: A study. Paper Presented at The Capital Markets Conference, UTI Institute of Capital Markets, Mumbai, December, 19-20, 2002.

Villiers, de. J. (1997). The distortions in economic value added (EVA) caused by inflation. *Journal of Economics and Business*, 49(3), 285-300.

Walters D., 1997. Developing and implementing value-based strategy. *Management Decision*, 35.

Waterhouse, J., Tiessen, P., (1978). A contingency framework for management accounting systems research. *Accounting, Organizations, and Society* 3, 65–76.

Weaver, S.C. (2001). Measuring EVA: a survey of the practices of EVA proponents. *Journal of Applied Finance*, 11(1), 50-60.

Weaver S. And F. Weston, (2002). A Unifying Theory of Value Based Management, Financial Management Association Meetings.



Weissenrieder, F. (1997). Value based management: Economic value added or Cash value added?. [Online] Available: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=156288>.

Woo C, (1984). An empirical test of value-based planning models and implications. *Management Science*, 30.

Wong, E. (1999). A survey study on EVA effectiveness in Canadian organizations. [Online] Available: <http://accounting.uwaterloo.ca/projects/1999/etswong>.

Worthington, A. & West, T. (2001). Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86.

Worthington, A. & West, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added. *Australian Journal of Management*, 29(2), 201-224.

Young, D. (1997). Economic value added: A primer for European managers. *European Management Journal*, 15(4), 335-343.

Young D. And S. O' Byrne. (2001). *EVA® and Value-Based Management A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill.

Yvonne, J. A. (2001). A Comparative Analysis of Value-Added and Traditional Measures of Performance: An efficiency score approach. [Online] Available: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=259200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=259200).

Zamia, J. K., Turetsky, H.F. & Cochran, B. (2005). The MVA-EVA Relationship: Separation of Market Driven Versus Firm Driven Effects. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 32-49.

## **Ελληνική**

Αναστάσης Χρήστος, (2003). *Economic Value Added: Εφαρμογή σε Δείγμα Ελληνικών Επιχειρήσεων*. Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς – Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

Αρτίκης, Γ. 2002, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Interbooks, Αθήνα.

Αρτίκης, Π. 2010, «Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου», Interbooks, Αθήνα.

Αρτίκης, Π. 2011, «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Interbooks, Αθήνα.

Παγανά, Αλεξάνδρα Ε. Ιούνιος 2011, «Προσδιορισμός της αξίας που δημιουργείται για τους μετόχους με βάση το οικονομικό και λογιστικό κέρδος στα πλαίσια του συστήματος διοίκησης με βάση την αξία: κριτική επισκόπηση και εμπειρική διερεύνηση στις εισηγμένες ελληνικές εμπορικές τράπεζες», Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών.

Χάλκος, Γ. 2006, «Οικονομετρία. θεωρία και Πράξη», Γκιούρδας Εκδοτική, Αθήνα.

Χάλκος, Γ. 2007, «Στατιστική, θεωρία, Εφαρμογές και Χρήση Στατιστικών Προγραμμάτων σε Η/Υ», Τυπωθήτω - Γ. Δαρδανός, Αθήνα.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### 1. Συμπληρωματικά Περιγραφικά Στατιστικά Ανά Κλάδο

<b>Basic materials</b>					
<i>Δείγμα 2000-2016</i>					
<b>Variable</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>EVA</b>	419	-0,0725245	0,2992409	-2,33911	0,836003
<b>NI</b>	401	0,1744863	1,111672	-3,739348	15,56872
<b>OI</b>	401	0,2688608	1,161225	-3,597847	12,56133
<b>RI</b>	393	-0,018895	0,4783917	-3,914416	4,981381
<b>Da</b>	419	-0,021179	0,3453603	-1,087492	1,068984
<b>Dt</b>	416	0,0186739	0,4304608	-1,791759	1,570835

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

<b>Consumer goods</b>					
<i>Δείγμα 2000-2016</i>					
<b>Variable</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>EVA</b>	3.731	-0,0762247	0,4159623	-5,066349	1,006573
<b>NI</b>	3.612	0,2108339	2,786061	-9,381621	72,59104
<b>OI</b>	3.613	0,3970298	3,977455	-5,213322	92,43667
<b>RI</b>	3.363	0,1205751	4,037988	-28,36641	92,28785
<b>Da</b>	3.731	-0,0027739	0,3133236	-1,156829	1,088336
<b>Dt</b>	3.680	-0,0118126	0,3894981	-1,784037	1,266948

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Consumer\_service**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	4.753	-0,0813296	0,3554457	-5,113205	1,005284
<b>NI</b>	4.599	0,0010706	0,5464579	-12,26294	7,735563
<b>OI</b>	4.599	0,1054486	0,3634396	-3,493945	7,104235
<b>RI</b>	4.394	-0,103024	0,4994344	-21,77084	2,092181
<b>Da</b>	4.753	-0,0033954	0,3422419	-1,153123	1,088191
<b>Dt</b>	4.717	-0,0362017	0,4347272	-1,982488	1,310429

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Health\_care**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	798	-0,0414275	0,2836853	-4,511409	0,9336269
<b>NI</b>	773	0,0349528	1,357561	-21,81428	18,39523
<b>OI</b>	773	0,1686866	1,113412	-3,113007	19,97813
<b>RI</b>	724	-0,0489133	0,3354851	-5,604938	1,382533
<b>Da</b>	798	0,0025745	0,3299781	-1,121436	1,083603
<b>Dt</b>	793	-0,0084167	0,4079773	-1,935113	1,113997

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Industrials**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	3.937	-0,0607658	0,2865432	-5,005795	0,9873694
<b>NI</b>	3.797	0,1856282	4,428859	-25,59904	158,5714
<b>OI</b>	3.799	0,5096943	9,43021	-5,126953	422,5714
<b>RI</b>	3.591	0,2865264	9,712882	-32,60059	422,2389
<b>Da</b>	3.937	0,0015754	0,3340869	-1,157998	1,082766
<b>Dt</b>	3.903	0,0037684	0,4183755	-2,00665	1,454466

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Technology**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	1.199	-0,0651634	0,2434232	-4,149782	0,8934653
<b>NI</b>	1.156	-0,0240928	0,3058646	-3,891368	1,008848
<b>OI</b>	1.156	0,0381967	0,2397269	-4,159392	1,242791
<b>RI</b>	1.126	-0,0941659	0,2658325	-4,565084	0,8005636
<b>Da</b>	1.199	-0,0059792	0,3724308	-1,099875	1,063479
<b>Dt</b>	1.183	-0,0519332	0,4599227	-2,164964	1,483669

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Telecommunications**  
*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	204	-0,0370819	0,1586992	-0,8950659	0,4322542
<b>NI</b>	203	-0,0107141	0,1935224	-0,9985325	0,3342937
<b>OI</b>	203	0,0951388	0,1697548	-0,714091	0,6332811
<b>RI</b>	203	-0,0476457	0,1788114	-1,030189	0,3237256
<b>Da</b>	204	-0,0062697	0,3725664	-1,156134	0,9943382
<b>Dt</b>	203	-0,1174352	0,445674	-1,94293	1,762312

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

**Utilities**

*Δείγμα 2000-2016*

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	499	-0,0254237	0,2540721	-3,943266	0,573121
<b>NI</b>	488	0,0804439	0,208534	-1,902685	1,975321
<b>OI</b>	488	0,1367472	0,1885401	-0,9601892	2,575047
<b>RI</b>	458	-0,1014599	0,6605682	-9,229901	0,8608308
<b>Da</b>	499	-0,0110825	0,2581133	-0,9961876	1,084286
<b>Dt</b>	495	0,0245556	0,3156811	-1,229179	1,218796

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

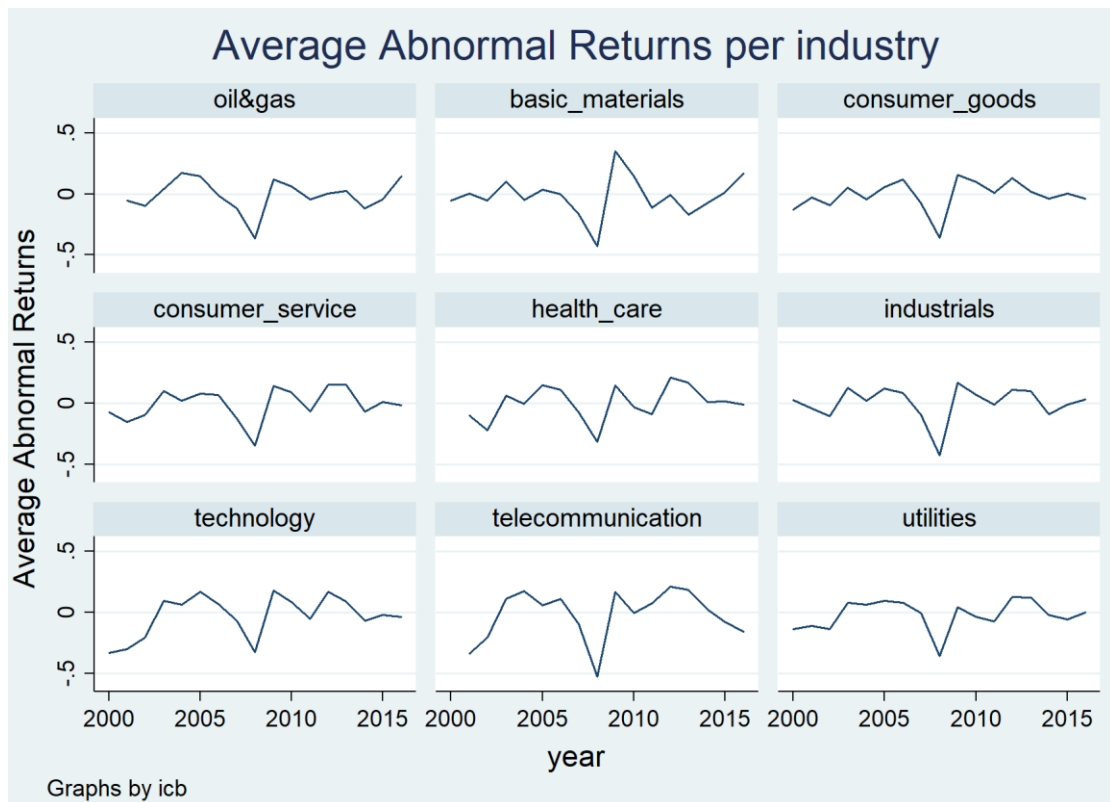
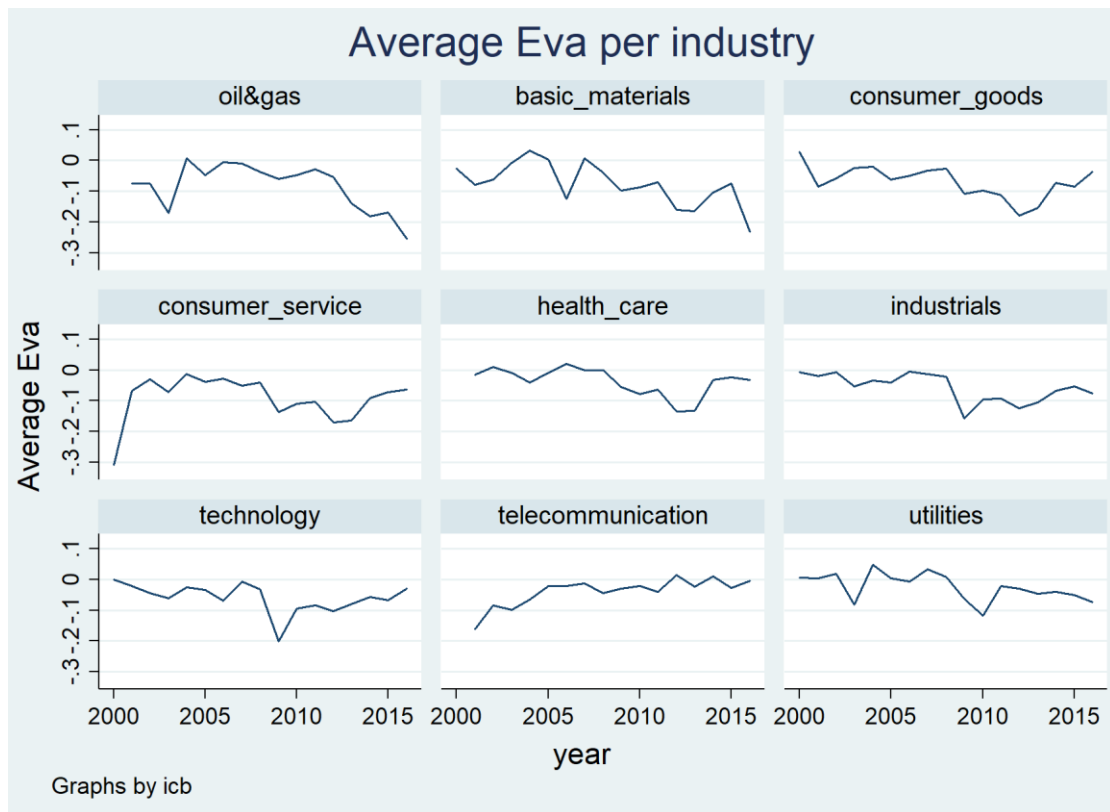
Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

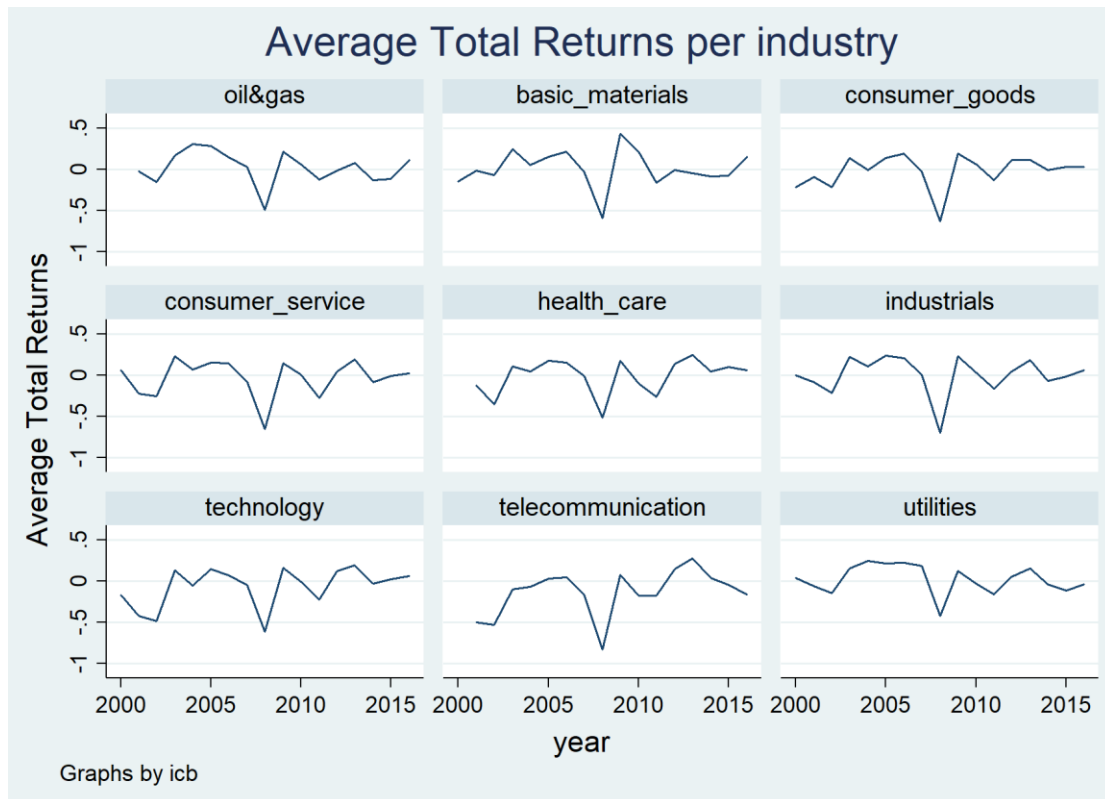
Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

## 1.1. Περιγραφικά Στατιστικά Ανά Κλάδο





## 1.2. Περιγραφικά Στατιστικά 2000 – 2008 & 2009 - 2016

<i>Ενοποιημένο Δείγμα 2000-2008</i>					
<b>Variable</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>EVA</b>	7.908	-.0354498	.3032656	-5,113205	1,006573
<b>NI</b>	7.800	.117106	1.634775	-25,59904	59,75687
<b>OI</b>	7.813	.2493177	2.54826	-4,159392	87,63098
<b>RI</b>	7.233	.044323	2.579592	-21,77084	87,53901
<b>Da</b>	7.908	-.0528895	.352609	-1,157998	1,088336
<b>Dt</b>	7.860	-.0623972	.4482241	-2,164964	1,483669

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

Obs = Παρατηρήσεις

(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)



**Ενοποιημένο  
Δείγμα 2009-2016**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<b>EVA</b>	8.285	-.1020405	.3736938	-5,066349	1,005284
<b>NI</b>	7.839	.0897868	3.298273	-21,81428	158,5714
<b>OI</b>	7.844	.2968372	6.651682	-5,213322	422,5714
<b>RI</b>	7.622	.0545242	6.751651	-32,60059	422,2389
<b>Da</b>	8.285	.0443538	.3023123	-1,134544	1,088191
<b>Dt</b>	8.179	.0276938	.3762587	-2,028458	1,762312

Ερμηνεία Μεταβλητών

EVA = Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Net Income = Καθαρά Κέρδη

Operating Income = Λειτουργικά Κέρδη

Residual Income = Υπολειμματικό Εισόδημα

Da = Υπερβάλλουσα ετήσια μετοχική απόδοση

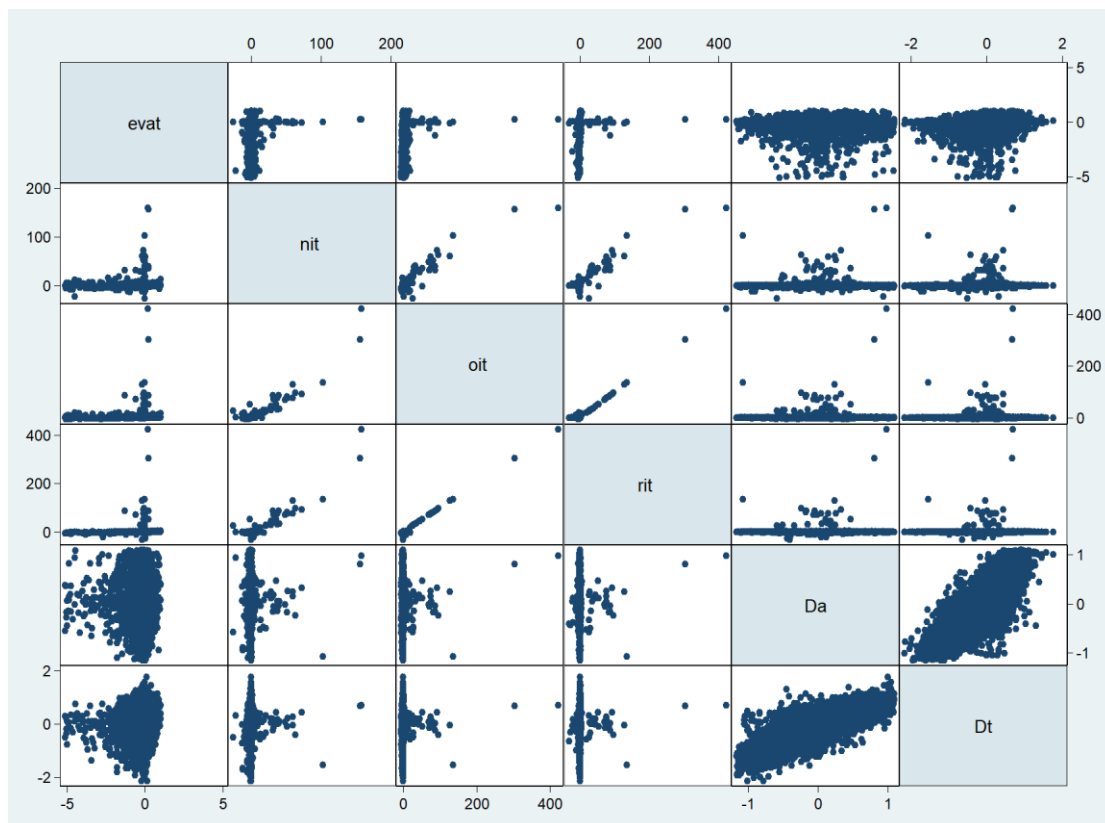
Dt = Ολική ετήσια μετοχική απόδοση

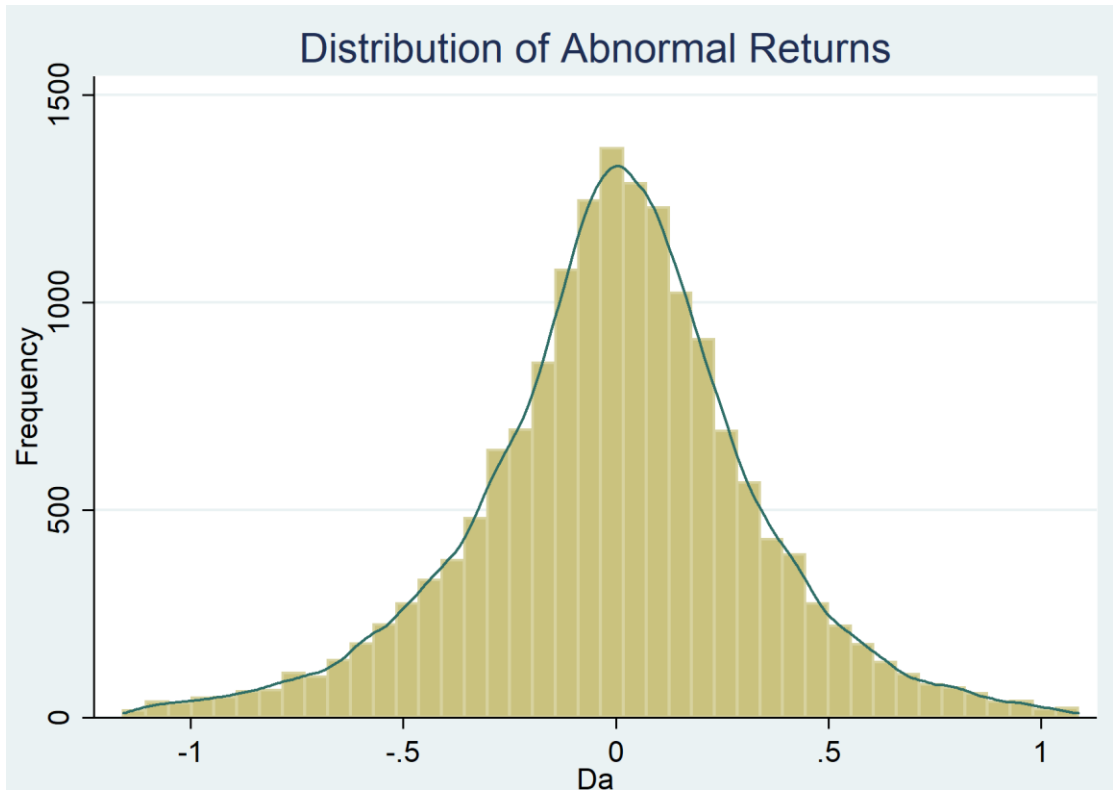
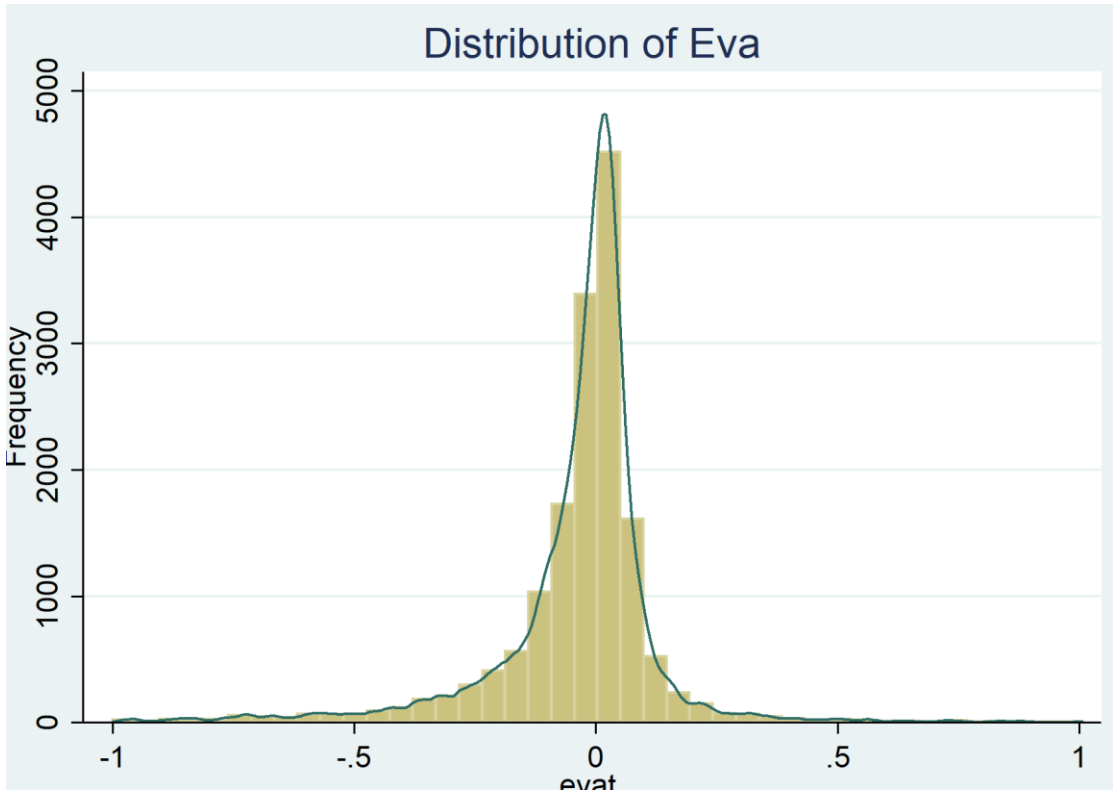
Obs = Παρατηρήσεις

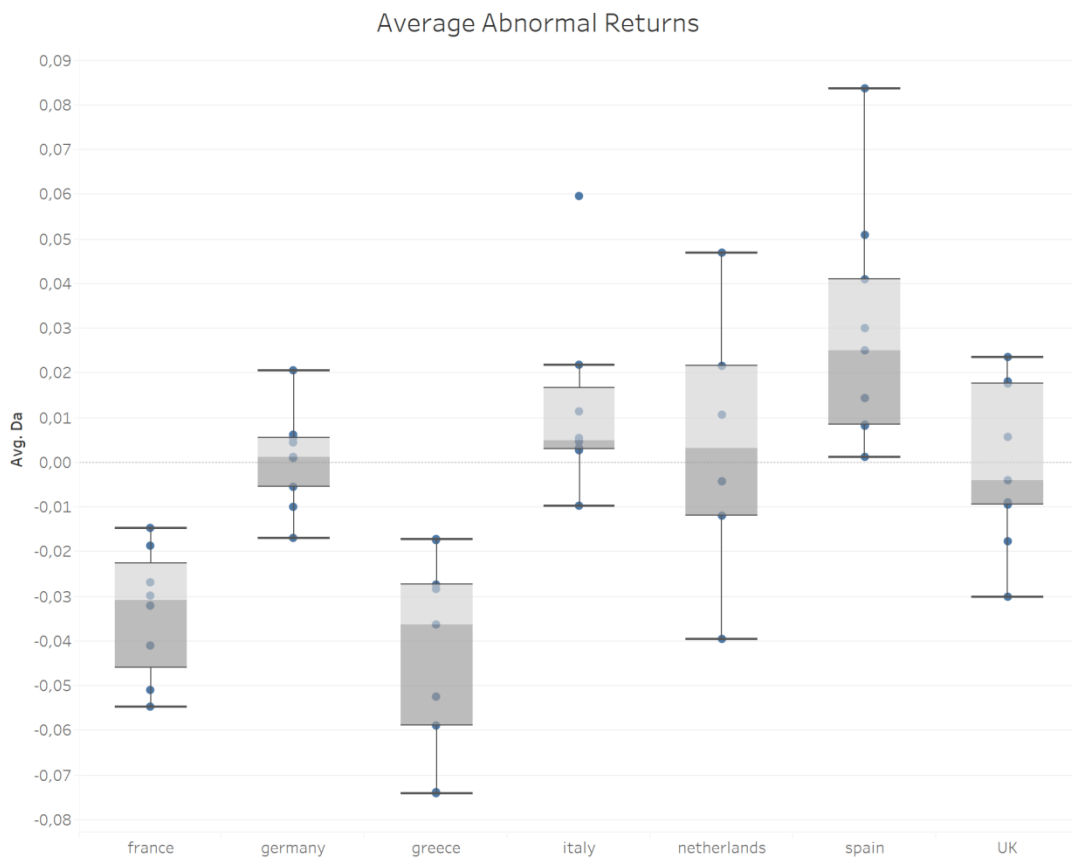
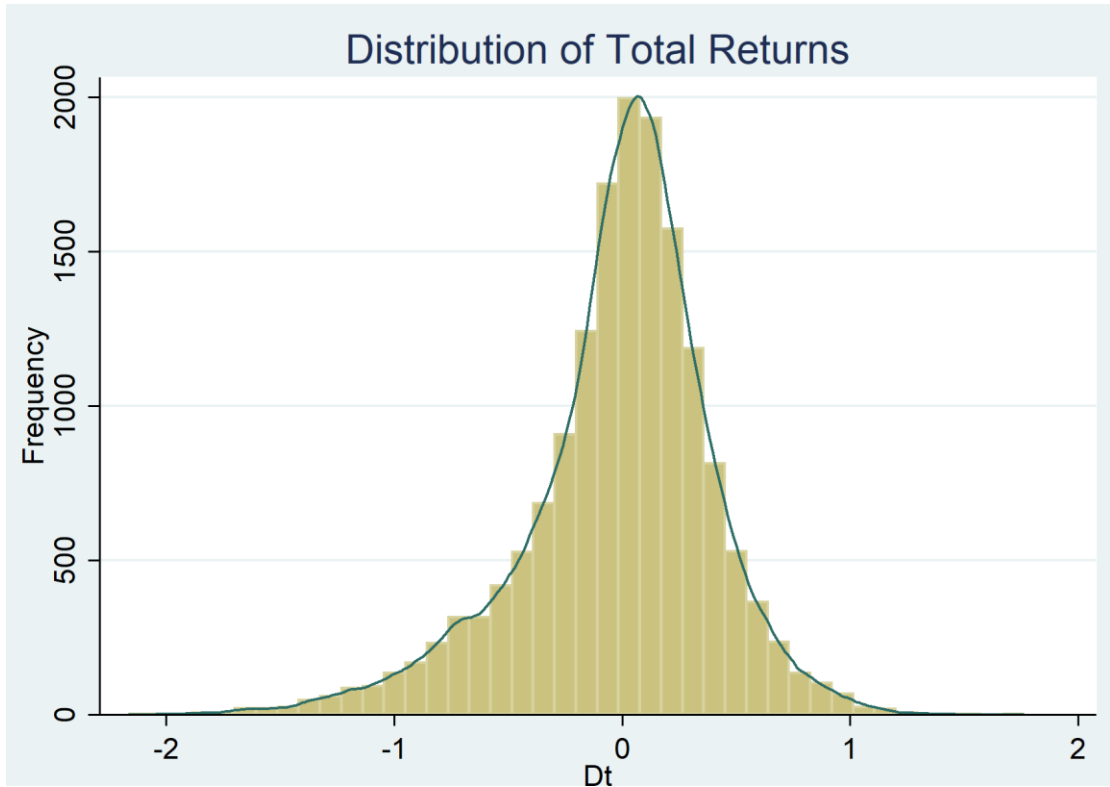
(Όλες οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε απόλυτα μεγέθη

και διαιρούνται με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση-εκτός από το Da και το Dt)

### 1.3. Γραφική απεικόνιση EVA και ανεξάρτητων μεταβλητών







## 2. Αναλυση Ευαισθησίας - Συμπληρωματικές Παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές μετοχικές αποδόσεις

2.1. Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με σύγκριση των περιόδων 2000-2008 και 2009-2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές αποδόσεις

### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

#### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0796*** (0.0200)	0.299*** (0.0686)	0.0486** (0.0247)	0.130** (0.0529)	0.526*** (0.171)	0.167*** (0.0613)	0.00949 (0.0615)	0.178* (0.0971)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0494*** (0.0192)	-0.174** (0.0682)	-0.00479 (0.0229)	-0.0300 (0.0476)	-0.524*** (0.109)	-0.0606 (0.0514)	-0.343** (0.163)	-0.114 (0.0927)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.187*** (0.0115)	-0.0289 (0.0866)	0.140*** (0.0203)	0.216*** (0.0270)	0.209*** (0.0455)	-0.367*** (0.0324)	-0.462 (0.380)	-0.299*** (0.0339)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,860	1,668	2,000	1,185	338	932	513	1,224
<b>R<sup>2</sup></b>	0.406	0.400	0.392	0.417	0.555	0.513	0.498	0.544
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,144	227	290	167	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	457.6	95.49	109.7	72.08	39.29	81.14	42	123.1

#### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0508*** (0.0158)	0.175*** (0.0533)	0.146*** (0.0287)	0.0375 (0.0469)	0.111 (0.144)	0.0498 (0.0473)	0.228*** (0.0659)	-0.00612 (0.0296)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0619*** (0.0128)	0.0312 (0.0361)	-0.0801*** (0.0227)	-0.0129 (0.0402)	-0.284** (0.139)	- 0.100*** (0.0347)	-0.114** (0.0454)	-0.0407 (0.0264)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0787 (0.0788)	0.301*** (0.0245)	0.0783*** (0.0166)	0.137*** (0.0233)	-0.175*** (0.0410)	0.0564 (0.0700)	-0.0104 (0.0392)	0.118*** (0.0349)
<b>Αρ.Παρ.</b>	8,179	1,588	1,783	1,162	316	1,339	690	1,301
<b>R<sup>2</sup></b>	0.131	0.148	0.150	0.198	0.224	0.245	0.191	0.222
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,232	226	271	161	42	218	117	197
<b>F-stat</b>	104.7	26.17	33.14	27.14	8.480	36.12	14.82	34.70

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές απόδοσεις της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.  
F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0152*** (0.00431)	0.0938*** (0.0201)	0.00734* (0.00399)	0.110*** (0.0331)	0.180** (0.0798)	0.440*** (0.0890)	0.804*** (0.162)	0.373*** (0.0630)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.00239 (0.00347)	0.127*** (0.0308)	0.000180 (0.00315)	0.0336 (0.0358)	-0.188*** (0.0608)	-0.130 (0.0883)	0.0803* (0.0471)	0.0585 (0.0490)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.186*** (0.0115)	-0.0701 (0.0890)	-0.0170 (0.103)	0.205*** (0.0269)	0.240*** (0.0456)	-0.373*** (0.0317)	-0.514 (0.370)	-0.315*** (0.0335)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,747	1,621	1,944	1,178	338	932	513	1,221
<b>R-squared</b>	0.407	0.406	0.396	0.423	0.539	0.525	0.527	0.559
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,129	221	282	166	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	452.7	95.09	108.3	73.31	36.69	84.83	47.07	130.6

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00963*** (0.00312)	0.297*** (0.0434)	0.00423 (0.00258)	0.270*** (0.0430)	0.409*** (0.120)	0.0834*** (0.0292)	0.0874*** (0.0275)	0.0537*** (0.0177)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.000264 (0.00125)	0.109*** (0.0341)	0.00177* (0.00101)	-0.170*** (0.0297)	-0.177 (0.109)	-0.0449* (0.0265)	0.0123 (0.0238)	-0.0273*** (0.00913)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0815 (0.0790)	0.250*** (0.0239)	0.0722*** (0.0170)	0.0647*** (0.0231)	0.0968 (0.0804)	0.354*** (0.120)	-0.00782 (0.0391)	0.146*** (0.0345)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,741	1,387	1,730	1,036	288	1,314	690	1,296
<b>R-squared</b>	0.137	0.186	0.141	0.256	0.277	0.250	0.187	0.227
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,212	220	263	159	42	214	117	197
<b>F-stat</b>	103.6	29.43	29.87	33.18	10.08	36.33	14.45	35.60

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και ΟΙ

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0172*** (0.00434)	0.727*** (0.0816)	0.00859** (0.00389)	0.372*** (0.0481)	0.805*** (0.149)	0.556*** (0.0928)	1.490*** (0.200)	0.933*** (0.0953)
<b>b<sub>2</sub></b>	0.00486 (0.00508)	0.0924 (0.0880)	-0.000111 (0.00456)	0.167*** (0.0569)	-0.445*** (0.0830)	0.0161 (0.0820)	-0.754*** (0.173)	-0.00372 (0.104)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.182*** (0.0116)	-0.177* (0.0904)	-0.00843 (0.103)	0.128*** (0.0282)	0.178*** (0.0466)	-0.412*** (0.0318)	-0.595* (0.360)	-0.351*** (0.0327)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,762	1,622	1,951	1,182	338	932	513	1,224
<b>R-squared</b>	0.407	0.434	0.396	0.454	0.582	0.536	0.555	0.588
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,129	221	282	166	46	153	80	181
<b>F-stat</b>	453.6	106.8	108.6	83.48	43.83	88.70	52.75	147.4

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0125*** (0.00294)	0.492*** (0.0551)	0.00567** (0.00237)	0.331*** (0.0489)	0.474*** (0.131)	0.419*** (0.0497)	0.467*** (0.0653)	0.105*** (0.0276)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00664*** (0.00241)	0.0681* (0.0411)	-0.00135 (0.00195)	-0.0380 (0.0481)	-0.184 (0.142)	-0.142*** (0.0343)	-0.149*** (0.0458)	-0.0262 (0.0197)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0821 (0.0788)	0.178*** (0.0255)	0.0697*** (0.0168)	0.0416* (0.0238)	0.0853 (0.0807)	0.0778 (0.0676)	-0.0301 (0.0377)	0.147*** (0.0334)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,745	1,389	1,737	1,032	288	1,313	690	1,296
<b>R-squared</b>	0.139	0.208	0.146	0.256	0.276	0.292	0.242	0.230
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,212	220	264	158	42	214	117	197
<b>F-stat</b>	105.6	33.82	31.40	33.14	10.04	45	19.99	36.21

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

### ΔΕΙΓΜΑ Α' (2000 – 2008)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00495 (0.00573)	0.0972 (0.0609)	0.00138 (0.00506)	0.126*** (0.0485)	0.644*** (0.176)	0.215** (0.0852)	0.438** (0.221)	0.294*** (0.0901)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0166* (0.00940)	-0.0838 (0.0643)	-0.00382 (0.00891)	- 0.0952*** (0.0367)	-0.442*** (0.0859)	-0.0242 (0.0766)	-0.508*** (0.156)	-0.209** (0.0816)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.144*** (0.0130)	-0.0371 (0.0926)	-0.0437 (0.0287)	0.223*** (0.0275)	0.253*** (0.0482)	- 0.418** * (0.0384)	-0.101** (0.0408)	-0.297*** (0.0338)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,009	1,616	1,456	1,138	306	784	486	1,223
<b>R-squared</b>	0.418	0.395	0.433	0.421	0.589	0.539	0.538	0.547
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,083	220	260	159	42	147	74	181
<b>F-stat</b>	425.2	90.62	90.53	70.56	40.64	73.28	52.18	124.7

### ΔΕΙΓΜΑ Β' (2009 – 2016)

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00938*** (0.00290)	0.241*** (0.0567)	0.00559** (0.00234)	0.0174 (0.0271)	0.222* (0.133)	0.0688 (0.0455)	0.164** (0.0662)	0.0328 (0.0266)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00449* (0.00238)	0.0268 (0.0392)	-0.00132 (0.00192)	-0.0361** (0.0178)	-0.226* (0.128)	- 0.123** * (0.0310)	-0.0986** (0.0460)	-0.0372** (0.0172)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.0888 (0.0780)	0.317*** (0.0252)	0.0713*** (0.0169)	0.0620** (0.0245)	-0.193*** (0.0432)	0.0725 (0.0680)	-0.0210 (0.0412)	0.129*** (0.0349)
<b>Αρ.Παρ.</b>	7,517	1,377	1,687	1,000	261	1,249	647	1,296
<b>R-squared</b>	0.140	0.160	0.141	0.218	0.261	0.263	0.193	0.223
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,177	219	258	155	38	202	108	197
<b>F-stat</b>	102.8	24.39	29.04	25.88	8.378	36.92	14.06	34.73

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

2.2. Βορράς έναντι Νότου - Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές αποδόσεις

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA**

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.0185* (0.0101)	0.0450*** (0.0131)	-0.00580 (0.0160)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.0967*** (0.00889)	-0.0863*** (0.0112)	-0.0970*** (0.0145)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.162* (0.0942)	-0.0233 (0.0151)	-0.230*** (0.0776)
<b>Αρ.Παρ.</b>	16,193	10,124	6,069
<b>R-squared</b>	0.161	0.218	0.135
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,282	744	538
<b>F-stat</b>	150.8	144.6	45.15

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας i στον χρόνο t.

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 16.193

(Βορράς 10.124, Νότος 6.069) και αριθμό εταιρειών: 1.282 (Βορράς 744, Νότος 538).

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI**

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00564*** (0.00179)	0.00413** (0.00168)	0.0366*** (0.00961)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.000465 (0.000989)	0.00101 (0.000923)	-0.0352*** (0.00583)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.135* (0.0770)	0.0375 (0.0397)	-0.127 (0.0782)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,624	9,592	6,032



<b>R-squared</b>	0.158	0.221	0.131
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,262	728	534
<b>F-stat</b>	141.4	139.3	43.63

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές  $t$  αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής  $F$ .

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 15.624

(Βορράς 9.592, Νότος 6.032) και αριθμό εταιρειών: 1.262 (Βορράς 728, Νότος 534).

### Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και ΟΙ

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
<b>ΧΩΡΕΣ</b>	<b>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ</b>	<b>ΒΟΡΡΑΣ</b>	<b>ΝΟΤΟΣ</b>
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00868*** (0.00193)	0.00536*** (0.00179)	0.128*** (0.0160)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00510*** (0.00170)	-0.00220 (0.00158)	-0.0780*** (0.0125)
<b>a<sub>1</sub></b>	-0.134* (0.0769)	0.0445 (0.0400)	-0.227*** (0.0773)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,644	9,610	6,034
<b>R-squared</b>	0.158	0.221	0.137
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,261	727	534
<b>F-stat</b>	142.3	139.9	45.98

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές  $t$  αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής  $F$ .

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων 15.644.

(Βορράς 9.610, Νότος 6.034) και αριθμό εταιρειών 1.261 (Βορράς 727, Νότος 534).

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και RI**

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΒΟΡΡΑΣ	ΝΟΤΟΣ
<b>b<sub>1</sub></b>	0.00638*** (0.00228)	0.00343 (0.00213)	0.0196 (0.0155)
<b>b<sub>2</sub></b>	-0.00368* (0.00198)	-0.000813 (0.00185)	-0.0740*** (0.0111)
<b>a<sub>1</sub></b>	0.189** (0.0960)	0.0621 (0.0416)	-0.196** (0.0789)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,635	8,896	5,739
<b>R-squared</b>	0.160	0.224	0.139
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,217	707	510
<b>F-stat</b>	134.4	131.2	44.35

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Οι στατιστικές t αναφέρονται στις παρενθέσεις.

$D_{it}$ : Ολικές μετοχικές αποδόσεις της εταιρείας i στον χρόνο t.

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης i στον χρόνο t.

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: 14.635

(Βορράς 8.896, Νότος 5.739) και αριθμό εταιρειών: 1.217 (Βορράς 707, Νότος 510).

2.3. Κλαδική Μελέτη: Εξέταση του Σχετικού Πληροφοριακού Περιεχομένου Ανά Κλάδο στο Ενοποιημένο Δείγμα για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές αποδόσεις

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA**

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	<b>ΟΛΕΣ</b>	0.0950***	(0.0114)	-	(0.0101)	-0.0596	(0.0827)	16,039	0.292	1,277	319.4
(2)	<b>oil&amp;gas</b>	0.0578	(0.0455)	-0.00694	(0.0492)	0.168***	(0.0527)	649	0.316	48	15.90
(3)	<b>basic_materials</b>	0.283***	(0.0862)	-0.137*	(0.0732)	0.194*	(0.110)	416	0.296	33	8.540
(4)	<b>consumer_goods</b>	0.0806***	(0.0195)	-0.0144	(0.0185)	0.0227	(0.0281)	3,680	0.298	292	79.53
(5)	<b>consumer_service</b>	0.0748***	(0.0217)	-0.0237	(0.0174)	0.0264	(0.0234)	4,717	0.297	382	101.2
(6)	<b>health_care</b>	0.119**	(0.0573)	-0.0301	(0.0420)	0.0733	(0.0602)	793	0.304	68	18.16
(7)	<b>industrials</b>	0.105***	(0.0245)	-0.0351	(0.0236)	0.0860***	(0.0264)	3,903	0.336	307	100.8
(8)	<b>technology</b>	0.184***	(0.0539)	-0.000287	(0.0467)	-0.159	(0.195)	1,183	0.306	95	26,16
(9)	<b>telecommunication</b>	0.569**	(0.221)	-0.133	(0.186)	-0.166	(0.121)	649	0.316	48	8.133
(10)	<b>Utilities</b>	0.0230	(0.0743)	-0.0514	(0.0596)	-0.0188	(0.0601)	416	0.296	33	11,97

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική μετοχική απόδοση της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (16.039). Ο αριθμός των εταιρειών είναι (1.277) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (48), basic\_materials: πρώτες ύλες (33), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά και οικιακά αγαθά/ τρόφιμα – ποτά (292), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (382), health\_care: υγεία (68), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (307), technology: τεχνολογία (95), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (48), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (33).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και NI

$$D_{it} = a_1 + b_1(NI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(NI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	<b>ΟΛΕΣ</b>	0.00763***	(0.00198)	-0.000446	(0.00109)	-0.0237	(0.0848)	15,488	0.294	1,257	311.9
(2)	<b>oil&amp;gas</b>	0.158***	(0.0457)	0.0423	(0.0673)	0.299***	(0.0534)	607	0.335	46	16.13
(3)	<b>basic_materials</b>	0.0471*	(0.0259)	0.0604	(0.0525)	0.0977	(0.190)	398	0.285	32	7.722
(4)	<b>consumer_goods</b>	0.0175***	(0.00487)	0.00232	(0.00329)	0.0638	(0.0414)	3,566	0.304	289	79.08
(5)	<b>consumer_service</b>	0.114***	(0.0124)	-0.0227**	(0.0110)	0.0390	(0.0315)	4,561	0.315	377	106.6
(6)	<b>health_care</b>	0.114***	(0.0283)	-0.0451***	(0.0112)	0.104	(0.0720)	768	0.318	67	18.80
(7)	<b>industrials</b>	-0.000481	(0.00231)	0.00285**	(0.00125)	0.176***	(0.0379)	3,758	0.340	301	98.43
(8)	<b>technology</b>	0.246***	(0.0436)	-0.0254	(0.0286)	-0.180	(0.194)	1,144	0.324	93	27.54
(9)	<b>telecommunication</b>	0.323*	(0.164)	0.175**	(0.0830)	-0.232*	(0.127)	202	0.472	17	8.822
(10)	<b>utilities</b>	0.722***	(0.111)	-0.251**	(0.113)	-0.0134	(0.0827)	484	0.418	36	17.13

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική μετοχική απόδοση της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (15.488). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.257) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (46), basic\_materials: Πρώτες Ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα Προσωπικά - Οικιακά Αγαθά/Τρόφιμα - Ποτά, (289), consumer\_service: είναι ο τομέας Εμπόριο/Μέσα Ενημέρωσης/Ταξίδια - Αναψυχή (377), health\_care: υγεία (67), industrials: Βιομηχανικά Προϊόντα/Κατασκευές/Υλικά Κατασκευών (301), technology: τεχνολογία (91), telecommunication: Τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και ΟΙ

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(OI_{it-1}/MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	b <sub>1</sub>		b <sub>2</sub>		a <sub>1</sub>		Αρ.Π.	R <sup>2</sup>	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	<b>ΟΛΕΣ</b>	0.00939***	(0.00213)	-0.00577***	(0.00187)	0.217**	(0.105)	15,507	0.295	1,256	312.7
(2)	<b>oil&amp;gas</b>	0.214***	(0.0507)	0.0836	(0.0726)	0.113**	(0.0523)	621	0.350	47	17.63
(3)	<b>basic_materials</b>	0.172***	(0.0611)	-0.0841	(0.0859)	0.0853	(0.189)	398	0.300	32	8.269
(4)	<b>consumer_goods</b>	0.00901***	(0.00330)	-0.00136	(0.00330)	0.0641	(0.0414)	3,568	0.302	289	78.51
(5)	<b>consumer_service</b>	0.300***	(0.0238)	-0.0462**	(0.0197)	0.0137	(0.0314)	4,561	0.328	376	113.2
(6)	<b>health_care</b>	0.199***	(0.0427)	-0.0267	(0.0179)	0.0760	(0.0722)	768	0.323	67	19.22
(7)	<b>industrials</b>	0.00385	(0.00316)	-0.00124	(0.00276)	0.174***	(0.0379)	3,761	0.340	300	98.69
(8)	<b>technology</b>	0.362***	(0.0535)	0.0297	(0.0470)	-0.196	(0.193)	1,144	0.334	93	28.84
(9)	<b>telecommunication</b>	1.456***	(0.306)	-0.736***	(0.267)	-0.274**	(0.125)	202	0.502	17	9.968
(10)	<b>utilities</b>	0.441***	(0.0729)	0.0696	(0.0811)	-0.0484	(0.0849)	484	0.397	36	15.73

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Λειτουργικά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Π.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (15.507). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.256) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (47), basic\_materials: πρώτες ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά - οικιακά αγαθά /τρόφιμα - ποτά, (289), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (376), health\_care: υγεία (67), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (300), technology: τεχνολογία (93), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (36).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και $RI$

$$D_{it} = a_1 + b_1(RI_{it}/MC_{it-1}) + b_2(RI_{it-1}/MC_{it-1}) + \epsilon_{it}$$

A/A	ΚΛΑΔΟΙ	$b_1$		$b_2$		$a_1$		Αρ.Π.	$R^2$	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	F-stat
(1)	<b>ΟΛΕΣ</b>	0.00629**	(0.00252)	-0.00340	(0.00219)	-0.00763	(0.0839)	14,526	0.299	1,212	299
(2)	<b>oil&amp;gas</b>	0.0638	(0.0549)	0.0372	(0.0762)	-0.0637	(0.0582)	594	0.323	47	14.84
(3)	<b>basic_materials</b>	0.249***	(0.0842)	-0.0913	(0.0854)	0.108	(0.190)	386	0.300	32	7.986
(4)	<b>consumer_goods</b>	0.00497	(0.00398)	-0.00182	(0.00477)	0.0868*	(0.0484)	3,277	0.305	275	72.62
(5)	<b>consumer_service</b>	0.0865***	(0.0223)	-0.0612***	(0.0190)	0.0561*	(0.0339)	4,292	0.312	364	98.46
(6)	<b>health_care</b>	0.124***	(0.0447)	-0.0211	(0.0174)	0.105	(0.0762)	708	0.319	64	17.25
(7)	<b>industrials</b>	0.00240	(0.00326)	1.52e-05	(0.00279)	0.175***	(0.0397)	3,516	0.350	289	95.83
(8)	<b>technology</b>	0.156***	(0.0527)	-0.0408	(0.0453)	-0.170	(0.198)	1,102	0.302	91	23.84
(9)	<b>telecommunication</b>	0.684**	(0.289)	-0.303	(0.242)	-0.226*	(0.130)	202	0.452	17	8.157
(10)	<b>utilities</b>	0.0490	(0.0634)	-0.0736	(0.0497)	-0.0511	(0.0533)	449	0.364	34	13.39

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Το Υπολειμματικό Εισόδημα (εκφρασμένο σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει αριθμό παρατηρήσεων: (14.526). Ο αριθμός των εταιρειών είναι: (1.212) και ανά κλάδο: oil&gas: πετρέλαιο - φυσικό αέριο (47), basic\_materials: πρώτες ύλες (32), consumer\_goods: είναι τα προσωπικά - οικιακά αγαθά/ τρόφιμα - ποτά, (275), consumer\_service: είναι ο τομέας εμπόριο/μέσα ενημέρωσης/ταξίδια - αναψυχή (364), health\_care: υγεία (64), industrials: βιομηχανικά προϊόντα/κατασκευές/υλικά κατασκευών (289), technology: τεχνολογία (91), telecommunication: τηλεπικοινωνίες (17), utilities: υπηρεσίες κοινής ωφέλειας (34).

2.4. Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές αποδόσεις

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-NI**

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/ MC_{it-1}) + b_2\{(EVA_{it-1})/ MC_{it-1}\} + b_3(NI_{it}/ MC_{it-1}) + b_4\{(NI_{it-1})/ MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.0153 (0.0103)	-0.209*** (0.0506)	0.0325** (0.0152)	-0.252*** (0.0505)	-0.282* (0.145)	-0.248*** (0.0406)	-0.192*** (0.0416)	-0.586*** (0.0391)
<b>b2</b>	-0.0934*** (0.00920)	-0.0752 (0.0570)	-0.0700*** (0.0129)	-0.0844* (0.0489)	-0.0717 (0.162)	-0.120*** (0.0373)	-0.0691 (0.0627)	-0.339*** (0.0331)
<b>b3</b>	0.00665*** (0.00194)	0.560*** (0.0567)	0.00319* (0.00164)	0.398*** (0.0475)	0.510*** (0.123)	0.550*** (0.0472)	0.494*** (0.0589)	0.604*** (0.0370)
<b>b4</b>	-0.00309* (0.00171)	0.0622 (0.0606)	-0.000481 (0.00144)	-0.00272 (0.0522)	-0.250* (0.134)	-0.0200 (0.0433)	-0.115 (0.0717)	0.289*** (0.0280)
<b>a1</b>	-0.137* (0.0766)	-0.00157 (0.0648)	0.0503*** (0.0170)	-0.225** (0.108)	-0.0562 (0.0719)	-0.149 (0.206)	-0.648* (0.343)	-0.440** (0.171)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,644	3,023	3,717	2,228	642	2,247	1,233	2,554
<b>R-squared</b>	0.165	0.337	0.259	0.281	0.154	0.352	0.299	0.325
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,261	223	287	171	46	215	120	199
<b>F-stat</b>	135.3	70.57	62.82	39.71	5.520	51.93	23.36	56.34

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$MC_{it-1}$ : τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.644 (ΗΒ 3.023, Γερμανία 3.717, Γαλλία 2.228, Ολλανδία 642, Ιταλία 2.247, Ισπανία 1.233, Ελλάδα 2.554) και αριθμό εταιρειών 1.261 (ΗΒ 223, Γερμανία 287, Γαλλία 171, Ολλανδία 46, Ιταλία 215, Ισπανία 120, Ελλάδα 199).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-OI

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/ MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/ MC_{it-1}) + b_3(OI_{it}/ MC_{it-1}) + b_4(OI_{it-1}/ MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.0911*** (0.0116)	-0.203*** (0.0563)	0.0911*** (0.0173)	-0.345*** (0.0551)	-0.369** (0.167)	-0.212*** (0.0461)	-0.184*** (0.0499)	-0.548*** (0.0454)
<b>b2</b>	-0.0276*** (0.0104)	0.141** (0.0634)	-0.0363** (0.0151)	0.00606 (0.0534)	0.0582 (0.186)	-0.0309 (0.0424)	-0.000581 (0.0772)	-0.272*** (0.0384)
<b>b3</b>	0.00757*** (0.00215)	0.736*** (0.0630)	0.00350* (0.00184)	0.612*** (0.0518)	0.888*** (0.142)	0.617*** (0.0537)	0.688*** (0.0708)	0.630*** (0.0429)
<b>b4</b>	-0.00439** (0.00189)	-0.0525 (0.0674)	-0.00130 (0.00162)	0.0396 (0.0570)	-0.372** (0.154)	-0.0529 (0.0492)	-0.158* (0.0858)	0.275*** (0.0324)
<b>a1</b>	0.216** (0.105)	0.0555 (0.0736)	0.135*** (0.0195)	-0.121 (0.118)	0.0163 (0.0865)	-0.0644 (0.234)	-0.549 (0.398)	-0.774*** (0.197)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,507	3,011	3,688	2,214	626	2,245	1,203	2,520
<b>R-squared</b>	0.298	0.367	0.317	0.398	0.490	0.434	0.388	0.443
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,256	223	286	169	46	214	120	198
<b>F-stat</b>	287.1	80.15	82.58	66.99	28.33	73.26	33.68	91.68

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.507 (ΗΒ 3.011, Γερμανία 3.688, Γαλλία 2.214, Ολλανδία 626, Ιταλία 2.245, Ισπανία 1.203, Ελλάδα 2.520) και αριθμό εταιρειών 1.256 (ΗΒ 223, Γερμανία 286, Γαλλία 169, Ολλανδία 46, Ιταλία 214, Ισπανία 120, Ελλάδα 198).



## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-RI

$$D_{it} = a_1 + b_1(EVA_{it}/ MC_{it-1}) + b_2(EVA_{it-1}/ MC_{it-1}) + b_3(RI_{it}/ MC_{it-1}) + b_4(RI_{it-1}/ MC_{it-1}) + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.103*** (0.0126)	0.356*** (0.0718)	0.115*** (0.0205)	0.285*** (0.0529)	0.0247 (0.181)	0.111 (0.0766)	0.0212 (0.0536)	-0.0599 (0.0373)
<b>b2</b>	-0.0373*** (0.0113)	0.151** (0.0642)	-0.0519*** (0.0177)	0.0222 (0.0472)	-0.0279 (0.217)	0.0780 (0.0815)	0.0587 (0.128)	0.0189 (0.0307)
<b>b3</b>	0.00305 (0.00256)	-0.113* (0.0635)	0.00119 (0.00216)	-0.0743** (0.0348)	0.440*** (0.158)	0.0476 (0.0710)	0.192*** (0.0738)	0.108*** (0.0326)
<b>b4</b>	-0.000897 (0.00222)	-0.0872 (0.0587)	0.000684 (0.00188)	-0.0627*** (0.0194)	-0.308* (0.169)	-0.165** (0.0740)	-0.167 (0.126)	-0.0288 (0.0201)
<b>a1</b>	0.00447 (0.0837)	0.103 (0.0757)	-0.0449* (0.0267)	0.00581 (0.140)	-0.183*** (0.0474)	-0.0587 (0.337)	0.0541 (0.0462)	-0.736*** (0.206)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,526	2,993	3,143	2,138	567	2,033	1,133	2,519
<b>R-squared</b>	0.303	0.327	0.334	0.354	0.482	0.406	0.357	0.392
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,212	222	278	162	42	202	108	198
<b>F-stat</b>	275	66.97	75.25	53.61	24.77	58.99	29.41	74.21

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 14.526 (ΗΒ 2.993, Γερμανία 3.143, Γαλλία 2.138, Ολλανδία 567, Ιταλία 2.033, Ισπανία 1.133, Ελλάδα 2.519) και αριθμό εταιρειών 1.212 (ΗΒ 222, Γερμανία 278, Γαλλία 162, Ολλανδία 42, Ιταλία 202, Ισπανία 108, Ελλάδα 198).

2.5. Εξέταση του Επιπρόσθετου Πληροφοριακού Περιεχομένου για την περίοδο 2000 – 2016 με εξαρτημένη μεταβλητή τις Ολικές αποδόσεις

**Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-NI**

$$D_a = a_1 + b_1(NI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(NI_{itA} - NI_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - NI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (NI_{itA} - NI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.0808*** (0.0106)	0.494*** (0.0480)	0.0887*** (0.0169)	0.237*** (0.0378)	0.131 (0.130)	0.120*** (0.0349)	0.0539 (0.0626)	0.0135 (0.0282)
<b>b2</b>	0.00222 (0.00297)	-0.0954** (0.0373)	0.00429 (0.00268)	- 0.0515*** (0.0193)	0.255** (0.116)	0.0226 (0.0276)	0.0678 (0.0530)	-0.0100 (0.0258)
<b>b3</b>	0.0755*** (0.0106)	0.296*** (0.0402)	0.0860*** (0.0169)	0.0577 (0.0423)	-0.0392 (0.145)	-0.0375 (0.0409)	- 0.222*** (0.0781)	-0.0199 (0.0381)
<b>b4</b>	0.00155 (0.00270)	-0.0410 (0.0328)	0.00372 (0.00244)	0.00520 (0.0205)	0.198 (0.124)	0.0426 (0.0307)	0.195*** (0.0635)	-0.0506 (0.0335)
<b>a1</b>	0.224** (0.104)	0.104 (0.0751)	0.137*** (0.0194)	-0.0177 (0.122)	0.0587 (0.0889)	0.0842 (0.256)	-0.100** (0.0445)	- 0.924*** (0.238)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,123	3,002	3,652	2,209	618	2,094	1,148	2,400
<b>R-squared</b>	0.297	0.341	0.316	0.359	0.453	0.392	0.347	0.400
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,217	223	286	169	46	190	106	197
<b>F-stat</b>	279.2	71.45	81.56	56.52	24.10	57.74	27.11	72.68

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$NI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$NI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.123 (HB 3.002, Γερμανία 3.652, Γαλλία 2.209, Ολλανδία 633, Ιταλία 2.095, Ισπανία 1.177, Ελλάδα 2.433) και αριθμό εταιρειών 1.221 (HB 223, Γερμανία 287, Γαλλία 171, Ολλανδία 46, Ιταλία 191, Ισπανία 106, Ελλάδα 197).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-OI

$$D_{it} = a_1 + b_1(OI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(OI_{itA} - OI_{it-1A})/MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - OI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (OI_{itA} - OI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.0795*** (0.0105)	0.662*** (0.0501)	0.0839*** (0.0164)	0.325*** (0.0369)	0.200 (0.126)	0.313*** (0.0404)	0.286*** (0.0680)	0.0920*** (0.0271)
<b>b2</b>	0.00232 (0.00286)	-0.118*** (0.0396)	0.00428* (0.00257)	- 0.0501*** (0.0175)	0.240** (0.114)	0.0571* (0.0313)	0.120** (0.0588)	-0.0333 (0.0256)
<b>b3</b>	0.0769*** (0.0105)	-0.114** (0.0485)	0.0820*** (0.0164)	-0.304*** (0.0568)	-0.474** (0.204)	- 0.231*** (0.0452)	- 0.471*** (0.109)	-0.669*** (0.0679)
<b>b4</b>	0.00170 (0.00270)	-0.00845 (0.0364)	0.00371 (0.00243)	-0.0312 (0.0368)	0.0987 (0.163)	0.00203 (0.0352)	0.124 (0.0931)	0.229*** (0.0492)
<b>a1</b>	-0.00613 (0.0845)	0.0453 (0.0737)	0.137*** (0.0194)	-0.115 (0.118)	0.00633 (0.0883)	-0.0763 (0.230)	- 0.156*** (0.0457)	-0.991*** (0.230)
<b>Αρ.Παρ.</b>	15,141	3,004	3,666	2,209	618	2,093	1,148	2,403
<b>R-squared</b>	0.297	0.367	0.317	0.400	0.474	0.425	0.385	0.437
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,216	223	286	168	46	190	106	197
<b>F-stat</b>	279.4	80.03	82.16	67.45	26.18	66.19	31.97	84.70

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$OI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$OI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ,Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 15.141 (ΗΒ 3.004, Γερμανία 3.666, Γαλλία 2.209, Ολλανδία 618, Ιταλία 2.093, Ισπανία 1.148, Ελλάδα 2.403) και αριθμό εταιρειών 1.216 (ΗΒ 223, Γερμανία 286, Γαλλία 168, Ολλανδία 46, Ιταλία 190, Ισπανία 106, Ελλάδα 197).

## Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Ολικών Αποδόσεων και EVA-RI

$$D_a = a_1 + b_1(RI_{itA}/MC_{it-1}) + b_2\{(RI_{itA} - RI_{it-1A}) / MC_{it-1}\} + b_3\{(EVA_{itB} - RI_{itA})/MC_{it-1}\} + b_4\{[(EVA_{itB} - EVA_{it-1B}) - (RI_{itA} - RI_{it-1A})]/MC_{it-1}\} + e_{it}$$

A/A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ΧΩΡΕΣ	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΟΛΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ
<b>b1</b>	0.0824*** (0.0136)	0.337*** (0.0428)	0.0686*** (0.0235)	0.219*** (0.0395)	0.0719 (0.130)	0.0633* (0.0372)	0.0390 (0.0644)	0.0362 (0.0278)
<b>b2</b>	0.00384 (0.0108)	-0.0192 (0.0334)	0.0404** (0.0170)	-0.0423* (0.0217)	0.293** (0.116)	0.0389 (0.0296)	0.0846 (0.0557)	-0.0254 (0.0259)
<b>b3</b>	0.0803*** (0.0137)	0.533*** (0.0902)	0.0666*** (0.0236)	0.373*** (0.0604)	0.102 (0.217)	0.132 (0.109)	-0.112 (0.137)	-0.122** (0.0599)
<b>b4</b>	0.00381 (0.0108)	-0.210*** (0.0585)	0.0406** (0.0170)	- 0.131*** (0.0343)	0.0161 (0.175)	-0.0694 (0.0751)	0.117 (0.118)	0.0554 (0.0519)
<b>a1</b>	0.00741 (0.0837)	0.100 (0.0756)	-0.0427 (0.0275)	0.00546 (0.140)	-0.190*** (0.0483)	-0.0998 (0.331)	0.0623 (0.0467)	-0.930*** (0.238)
<b>Αρ.Παρ.</b>	14,226	2,985	3,125	2,134	563	1,928	1,088	2,403
<b>R-squared</b>	0.302	0.331	0.335	0.354	0.469	0.397	0.347	0.396
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	1,181	222	278	162	42	184	96	197
<b>F-stat</b>	268.6	67.86	75.01	53.59	23.30	54	27.24	71.57

\*\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.01$ .

\*\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.05$ .

\* Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας,  $p < 0.1$ .

Τα τυπικά σφάλματα είναι στην παρένθεση.

$D_{it}$ : Η Ολική ετήσια απόδοση της μετοχής της εταιρείας  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$MC_{it-1}$ : Η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$EVA_{it}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$EVA_{it-1}$ : Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (εκφρασμένη σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

$RI_{it}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t$ .

$RI_{it-1}$ : Τα Καθαρά Κέρδη (εκφρασμένα σε απόλυτα μεγέθη) της επιχείρησης  $i$  στον χρόνο  $t-1$ .

Αρ.Παρ.: Αριθμός Παρατηρήσεων.

R-squared: Ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης.

Εταιρείες: Αριθμός εταιρειών δείγματος.

F-stat: Η τιμή της στατιστικής F.

Το διεθνοποιημένο δείγμα όλων των εταιρειών περιλαμβάνει παρατηρήσεις 14.226 (ΗΒ 2.985, Γερμανία 3.125, Γαλλία 2.134, Ολλανδία 563, Ιταλία 1.928, Ισπανία 1.088, Ελλάδα 2.403) και αριθμό εταιρειών 1.181 (ΗΒ 222, Γερμανία 278, Γαλλία 162, Ολλανδία 42, Ιταλία 184, Ισπανία 96, Ελλάδα 197).