

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα
στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση για
Στελέχη Επιχειρήσεων

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
«Αναπροσαρμογή περιουσιακών στοιχείων και αποτίμηση
επιχειρήσεων»
Μαϊράγκας Χρήστος

Επιβλέπων : Καθηγητής Απέργης Νικόλαος

Επιτροπή :
Καθηγητής Α.Αντζουλάτος
Αναπλ. Καθηγητής Δ. Κυριαζής

Πειραιάς, Φεβρουάριος 2012

РАМЕТЪМО РЕПАА

Περίληψη

Τις τελευταίες δεκαετίες έχει γίνει μια συστηματική μελέτη από ακαδημαϊκούς και ερευνητές για τη παρατήρηση της συσχέτισης που έχουν οι αναπροσαρμογές των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού με τη μελλοντική λειτουργική επίδοση της εταιρείας αλλά και την επίδραση που μπορεί να έχουν οι αναπροσαρμογές αυτές στην πορεία και απόδοση της μετοχής στο χρηματιστήριο. Σκοπός της παρούσης διπλωματικής εργασίας αποτελεί η εξέταση των παραπάνω μελετών κάτω από το πρίσμα της εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων που τέθηκαν σε ισχύει από το 2005 για τις εταιρείες που δημοσίευαν τις οικονομικές τους καταστάσεις σε χρηματιστηριακές αγορές εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αρχικά μελετήθηκε η συσχέτιση της αναπροσαρμογής με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης για περίοδο 1,2 και 3 ετών μετά την πραγματοποίηση της ανατίμηση των επενδύσεων σε ακίνητα βασιζόμενος στην εργασία των Aboody et al (1999). Από την ίδια εργασία έγινε χρήση του μοντέλου που συσχετίζει τις αναπροσαρμογές με τις μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές για περίοδο 1,2 και 3 ετών, τροποποιώντας όμως την αρχική συνάρτηση των Aboody et al. Για να εξακριβωθεί η σχέση απόδοσης μετοχής- ανακοίνωσης αναπροσαρμογών από τις οικονομικές οντότητες επιλέχθηκε το μοντέλο της αγοράς (market model), όπως αυτό αναλύθηκε στη μελέτη των I.G.Sharpe και R.G.Walker (1975), για τις εταιρείες του δείκτη FTSE ALL Shares της Μεγάλης Βρετανίας από το 2005 έως το 2008. Οι αναπροσαρμογές βασίστηκαν στην άνοδο της εύλογης αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα και στα δύο μοντέλα που αναλύθηκαν.

Τα αποτελέσματα έδειξαν θετική συσχέτιση και σημαντικότητα μεταξύ αναπροσαρμογών και μελλοντικών ταμειακών ροών όπως και των λειτουργικών κερδών. Η αγορά κατά την περίοδο πριν την επίδραση της διεθνούς ύφεσης, εμφανίζει θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις δώδεκα μήνες μετά την ανακοίνωση των αναπροσαρμογών.

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα.....	4
Πρόλογος.....	6
Κεφάλαιο 1 ^ο – Λογιστική Τυποποίηση – Ιστορική Αναδρομή.....	7
Κεφάλαιο 2ο – Βιβλιογραφική Επισκόπηση	10
2.1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
2.2 Κίνητρα για αναπροσαρμογή του πάγιου ενεργητικού των επιχειρήσεων.....	13
2. 3 Κίνητρα των μανάτζερς για τις αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.	15
2.4 Συμπέρασμα σχετικά με τα κίνητρα των μανάτζερς	37
2.5 Οι αντιδράσεις των αγορών στις αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων.....	38
2.6 Συμπέρασμα για την αντίδραση της αγοράς	43
Κεφάλαιο 3 ^ο - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 16.....	45
(Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις).....	45
3.1 Σκοπός του ΔΛΠ 16.....	45
3.2 Πεδίο εφαρμογής	46
3.3 Ορισμοί.....	47
3.4 Αναγνώριση.....	49
3.5 Αρχική Επιμέτρηση.....	50
3.6 Επιμέτρηση μετά την αρχική αναγνώριση	50
(measurement).....	50
3.7 Μέθοδος Αναπροσαρμογής (Revaluation).....	51
3.8 Λογιστικός χειρισμός αναπροσαρμογής	51
3.9 Απόσβεση	54
3. 10 Απομείωση αξίας.....	54

Κεφάλαιο 4 ^ο - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 40	55
(Επενδύσεις σε Ακίνητα)	55
4.1 Σκοπός του ΔΛΠ 40	55
4.2 Πεδίο εφαρμογής	56
4.3 Ορισμοί.....	57
4.4 Αναγνώριση	58
4.5 Επιμέτρηση μετά την αρχική αναγνώριση (measurement)	58
Κεφάλαιο 5 ^ο - Προηγούμενες Εμπειρικές Μελέτες - Μεθοδολογία.....	62
5.1 – Συσχέτιση Λειτουργικής Κερδοφορίας και Ανατίμησης πάγιων περιουσιακών στοιχείων.	62
5.2 Συσχέτιση τιμής μετοχής με την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής στις οικονομικές καταστάσεις.....	66
Κεφάλαιο 6 ^ο - Εμπειρική Μελέτη (FTSE All Shares)	69
6.1 Συλλογή δεδομένων και εξέταση δείγματος.....	69
6.2 Συσχέτιση ανοδικής αναπροσαρμογής επενδύσεων σε ακίνητα με μελλοντικά λειτουργικά κέρδη των εταιρειών.	74
6.3 Μελέτη συμπεριφοράς απόδοσης μετοχής σε σχέση με την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής από την εταιρεία.	78
7. Συμπεράσματα	89
8.Παράρτημα Πινάκων	92
Βιβλιογραφία.....	103

Πρόλογος

Η παρούσα εργασία εκπονείται στα πλαίσια της ολοκλήρωσης του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς για τα ακαδημαϊκά έτη 2010 -2012. Το θέμα της εργασίας βασίζεται στην διερεύνηση της επίδρασης που έχουν οι αναπροσαρμογές των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων στη λειτουργική απόδοση της εταιρείας σε βάθος ενός χρονικού ορίζοντα ενός έως τρία έτη ,εξετάζοντας τη διεθνή βιβλιογραφία αλλά και τα αποτελέσματα των ερευνών για την επαλήθευση των μελετών αυτών μετά της εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στις εισηγμένες εταιρείες της Μεγάλης Βρετανίας και πιο συγκεκριμένα του δείκτη FTSE ALL SHARES. Αφορμή για αυτή τη μελέτη αποτέλεσε κυρίως η ενασχόληση μου σε επαγγελματικό επίπεδο με την αξιολόγηση (Operating Performance) και λογιστικό χειρισμών εταιρειών που διαχειρίζονται εμπορικά κέντρα στην Ελλάδα, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών αυτών αποτελείται από ενσώματα πάγια όπως γήπεδα, κτίρια, μηχανήματα και επενδύσεις σε ακίνητα.

Θεωρώ ιδιαίτερα σημαντική τη γνώση που έλαβα καθ' όλη τη διάρκεια σπουδών από καθηγητές του τμήματος και εξειδικευμένους επαγγελματίες του χώρου καθώς με βοήθησαν να καλύψω τεράστια γνωστικά κενά που είχα στο χώρο της λογιστικής και χρηματοοικονομικής της. Το πιο σημαντικό εφόδιο τους, ήταν η βελτίωση του τρόπου σκέψης γύρω από τη λογιστική και χρηματοοικονομική επιστήμη.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους εκείνους που στάθηκαν δίπλα μου με τις πολύτιμες συμβουλές τους αλλά και την οικογένεια μου για την αμέριστη συμπαράσταση και υπομονή που έδειξε σε όλο αυτό το χρονικό διάστημα. Μεταξύ αυτών ο Χ. Πουλακίδας, ο Θ. Σιδηράς η Ι. Τζιουμπα και πολλοί άλλοι.

Κεφάλαιο 1° – Λογιστική Τυποποίηση – Ιστορική Αναδρομή

Από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα οι επιχειρήσεις άρχισαν να δραστηριοποιούνται σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο και παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον από το οποίο γίνονταν όλο και πιο επιτακτική η ανάγκη για τη δημιουργία ενιαίων λογιστικών κανόνων και αρχών, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία μια κοινής γλώσσα επικοινωνίας και απεικόνισης, κατανοητή από όλους του χρήστες που καλούνταν να ερμηνεύσουν και να αξιολογήσουν τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Τέτοιοι χρήστες είναι οι επενδυτές, τους δανειστές, τα στελέχη των ίδιων των επιχειρήσεων αλλά και τους θεσμοθετημένοι οργανισμοί της κάθε χώρας που διαδραματίζουν σημαντικό εποπτικό ρόλο (πχ. Τράπεζα της Ελλάδος, European Central Bank, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κλπ) στη λειτουργία των επιχειρήσεων.

Για το σκοπό αυτό δημιουργήθηκαν όργανα υπεύθυνα για την τυποποίηση της λογιστικής πληροφορίας, που είχαν σαν σκοπό την υιοθέτηση λογιστικών αρχών και κανόνων κοινής αποδοχής. Μια τέτοια περίπτωση αποτέλεσε το FASB (Financial Accounting Standards Board Αμερική), ένας ανεξάρτητος οργανισμός ιδιωτικού δικαίου, που από το 1972 ήταν υπεύθυνος για τη δημιουργία λογιστικών προτύπων τα οποία στη συνέχεια εφαρμόστηκαν στο σύνολο των εταιρειών που δραστηριοποιούνταν εντός της επικράτειας των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και έγιναν αποδεκτά από την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α (SEC – Security Exchange Commission).

Ακολουθώντας το παράδειγμα της Αμερικής με το FASB, το 1973 μια ομάδα από επαγγελματικές ενώσεις της Αυστραλίας, Η.Π.Α, Καναδά, Αγγλίας, Γαλλίας, Γερμανίας, Ιαπωνίας και άλλων χωρών δημιούργησαν ένα υπερεθνικό όργανο με έδρα τη Μεγάλη Βρετανία που είχε σαν σκοπό τη δημιουργία λογιστικών προτύπων ευρείας αποδοχής σε παγκόσμια κλίμακα, το όργανο αυτό ονομάστηκε International Accounting Standards Committee-IASC. Η IASC λειτούργησε χωρίς διακοπή από το 1973 έως το 2001 εκδίδοντας συνολικά 41 Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Accounting Standards –IAS), κάποια εκ των οποίων έχουν αντικατασταθεί ή καταργηθεί μέχρι και σήμερα. Από το 2001 μέχρι και σήμερα, το IASC μετονομάστηκε σε IASB (International Accounting Standards Board) αλλάζοντας ριζικά τη δομή του. Το IASB είναι υπεύθυνο για τη δημιουργία και έκδοση των IAS (International Accounting Standards) που κατόπιν μετονομάστηκαν σε Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς –ΔΠΧΑ (International Accounting Reporting Standards – IFRS).

Λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που δημοσιεύονται στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, που εφαρμόζουν τους κανόνες των ΔΠΧΑ, οι αναλυτές σε διάφορες χώρες του κόσμου είναι σε θέση να αξιολογούν και αποτιμούν την αξία των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, να κάνουν συγκριτικές μελέτες ανά χώρα και κλάδο και να εκτιμούν τη βιωσιμότητα των εταιρειών αυτών καθώς και τον επενδυτικό κίνδυνο. Μια τέτοια μελέτη είναι αντικείμενο της παρούσας εργασίας στα πλαίσια της μεταπτυχιακής διατριβής στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης για Στελέχη Επιχειρήσεων του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Στα πλαίσια της μελέτης αυτής,θα αναλυθούν τα αποτελέσματα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται σε ενεργές χρηματιστηριακές αγορές εντός της Ευρώπης και ειδικότερα της Μεγάλης Βρετανίας μέσω του δείκτη FTSE ALL SHARES.Κυρίαρχος σκοπός είναι η εξακρίβωση των κινήτρων που οδηγούν τους μάνατζερς των εταιρειών στο να προβούν στην αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων (Asset Revaluation),η ερμηνεία μιας τέτοιας αναπροσαρμογής από την πλευρά των επενδυτών αλλά και η συσχέτιση της με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης και την πορεία της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι από πλευράς αναπροσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων μας ενδιαφέρουν όλα εκείνα τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία τα οποία θα αποφέρουν οικονομικά οφέλη στην επιχείρηση για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του ενός έτους από την ημερομηνία δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων.Τέτοια στοιχεία αποτελούν (α) οι εδαφικές εκτάσεις,(β) τα γήπεδα και κτίρια,(γ) τα μηχανήματα,(δ) τα πλοία,(ε) τα αεροσκάφη,(στ) τα οχήματα,(ζ) τα έπιπλα και σκεύη και τέλος (η) ο εξοπλισμός γραφείου,τα οποία στο σύνολο τους διέπονται από τους κανόνες των ΔΛΠ 16 και ΔΛΠ 40.

Κεφάλαιο 2ο – Βιβλιογραφική Επισκόπηση

2.1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων αποτελεί θέμα υπό συζήτηση στη λογιστική κοινότητα. Η κοινή άποψη στη λογιστική επιστήμη χαρακτηρίζει τις εύλογες αξίες των περιουσιακών στοιχείων περισσότερο σχετικές με την αξία αυτών και λιγότερο αξιόπιστες από το ιστορικό τους κόστος σαν μέθοδο αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Ο **Lawrence και ο Henry** (Chatfield το 1974,σελ. 235) και οι δύο διακεκριμένοι θεωρητικοί της λογιστικής επιστήμης των αρχών του 1900,είχαν την ίδια άποψη ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία πρέπει να λογίζονται στο ιστορικό κόστος,διότι δεν προορίζονται για πώληση. Παρότι τα περιουσιακά στοιχεία δεν προορίζονται για πώληση,οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές της εταιρείας,στην πραγματικότητα αγοράζουν ένα ποσοστό από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας με την προσδοκία ότι αυτό το ποσοστό θα παράγει ικανοποιητικές αποδόσεις,αποζημιώνοντας τους για το ρίσκο που έλαβαν.

Επομένως, μπορούμε να θεωρήσουμε ότι είναι σημαντικό οι επενδυτές να μπορούν να εξακριβώσουν την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας που θέλουν να επενδύσουν. Αυτό μπορεί να είναι δυνατόν μόνο αν τα ιστορικά κόστη προσαρμοστούν ώστε να αντιπροσωπεύουν τις τρέχουσες αξίες των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων.

Εκτενώς έχει συζητηθεί στη σχετική λογιστική βιβλιογραφία κατά πόσο θα πρέπει να επιτρέπεται στις εταιρείες να αναπροσαρμόζουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και ειδικότερα την ανοδική αναπροσαρμογή (ανατίμηση) αυτών. Η συζήτηση επικεντρώθηκε στο αν θα πρέπει οι εταιρείες να διατηρούν στα βιβλία τους τα περιουσιακά στοιχεία στο ιστορικό κόστος ή την εύλογη αξία. Το Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων και οι επαγγελματικές οργανώσεις ανά το κόσμο έχουν διχαστεί στο αν η ανοδική αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να επιτρέπεται στα λογιστικά βιβλία. Πολλές χώρες, όπως η Η.Π.Α. και ο Καναδάς δεν επιτρέπουν την ανοδική αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων, ενώ άλλες χώρες το επιτρέπουν κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, όπως η Αυστρία, το Βέλγιο, η Ισπανία, η Γαλλία, το Χόνγκ Κόνγκ, η Ιταλία, η Ιαπωνία, η Νέα Ζηλανδία, η Ολλανδία, η Ινδία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο (Missonier-Piera, 2007). Ένα πρόσφατο άρθρο αναφέρει ότι υπάρχουν 48 χώρες όπου επιτρέπεται η ανοδική αναπροσαρμογή των μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (Barlev, Fried, Haddad, and Livnat, 2007).

Παρ' όλα αυτά, τέτοιες αναπροσαρμογές δεν πραγματοποιούνται με μηδενικά κόστη. Οι **Henderson και Goodwin (1992)** αναγνωρίζουν έναν αριθμό από τέτοια στοιχεία που αποτελούν τα κόστη της αναπροσαρμογής. Αυτά περιλαμβάνουν το κόστος του

υπολογισμού της εύλογης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που εξετάζονται, αυξημένες αμοιβές ορκωτών ελεγκτών και επίσης, κόστη που σχετίζονται με το χρόνο και τα χρήματα που ξοδεύονται σε διαπραγματεύσεις για τη λήψη της σχετικής απόφασης. Εκτός από αυτά τα άμεσα κόστη, υπάρχουν επίσης και μερικά έμμεσα κόστη που μπορεί να προκύψουν από την απόφαση της επιχείρησης να αναπροσαρμόσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Ένα από αυτά τα έμμεσα κόστη είναι η επίδραση της αναπροσαρμογής στις οικονομικές καταστάσεις. Η επίδραση των αναπροσαρμογών στις οικονομικές καταστάσεις εστιάζεται στην αύξηση των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικό) μιας εταιρείας. Αν άλλες μεταβλητές (όπως το επίπεδο των κερδών) παραμείνουν σταθερές, θα γίνει αντιληπτή η μείωση της απόδοσης της εταιρείας από τους μανάτζερς μέσω του συντελεστή απόδοσης στοιχείων ενεργητικού «Return of Assets» (ROA)).

Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board (IASB)) αντιμετώπισε ισχυρές αντιρρήσεις όταν παρουσίασε τη λογιστική της εύλογης αξίας σε δύο μη χρηματοοικονομικά πεδία: τις επενδύσεις σε ακίνητα και τη γεωργία (Barlev et al., 2007). Λόγω της σκληρής κριτικής η Επιτροπή αναγκάστηκε να επιτρέψει ένα διπλό λογιστικό σύστημα, χρησιμοποιώντας είτε την εύλογη αξία ή τη λογιστική του ιστορικού κόστους (Barlev et al., 2007). Η δυσκολία που αντιμετώπισε η επιτροπή (IASB) στο να θεσπίσει τα προτεινόμενα πρότυπα της λογιστικής της εύλογης αξίας αντικατοπτρίζει το πόσο επίμαχο είναι το θέμα καθώς κάθε κίνηση της να καθιερώσει την εφαρμογή του προτύπου στις εκάστοτε χώρες θα προκαλούσε κριτικές και εμπόδια.

Ένα σύνολο ερευνητικών εργασιών έχουν μελετήσει αν θα πρέπει να επιτρέπονται τέτοιου είδους αναπροσαρμογές. Στις μελέτες τους, ο **Henderson και ο Goodwin (1992)**, επιχειρηματολόγησαν ενάντια της χρήσης της αναπροσαρμογής επί των πάγιων περιουσιακών στοιχείων με τη λογική ότι θεωρητικά ήταν ελαττωματική. Επίσης, διαπίστωσαν ότι το κόστος της αναπροσαρμογής των περιουσιακών στοιχείων ξεπερνά κατά πολύ τα κέρδη που μπορεί να αποκτηθούν από την διαδικασία αυτή.

Σήμερα, η Επιτροπή (IASB) επιτρέπει την υιοθέτηση διάφορων μεθόδων εκτίμησης, περιλαμβάνοντας (α) το τρέχον κόστος αντικατάστασης, (β) τη καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία και (γ) το ιστορικό κόστος (καθαρή λογιστική αξία). Η έμφαση που δίνει η Επιτροπή είναι ότι οποιαδήποτε μέθοδος υιοθετηθεί, θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί μόνιμα εφεξής.

2.2 Κίνητρα για αναπροσαρμογή του πάγιου ενεργητικού των επιχειρήσεων.

Παρά τις κριτικές, η αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων πραγματοποιείται ευρέως σε χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία. Η μεγαλύτερη εμπειρική έρευνα που έχει διεξαχθεί στον τομέα της αναπροσαρμογής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, έχει χρησιμοποιήσει στοιχεία από τις αγγλοσαξονικές χώρες, για να αξιολογηθούν μια σειρά από υποθέσεις. Αυτές οι έρευνες έχουν επικεντρωθεί κυρίως στα κίνητρα για την υλοποίηση της αναπροσαρμογής των στοιχείων του ενεργητικού.

Δύο σημαντικές υποθέσεις που έχουν γραφτεί κατά το παρελθόν ως προς το γιατί γίνεται η αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων είναι: (α) το πολιτικό κόστος και (β) η βελτίωση των δανειακών περιοριστικών όρων (debt covenants). Σύμφωνα με τη Θεωρία της Θετικής Λογιστικής (Positive Accounting Theory - PAT), προβάλλεται το επιχείρημα ότι οι λογιστικοί αριθμοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο για την παροχή «δικαιολογίας» ώστε να προβούν οι κυβερνήσεις στη μεταφορά πλούτου μεταξύ των στρωμάτων των κοινωνικών τάξεων (White et al., 1998). Προηγούμενες έρευνες παρέχουν επίσης αποδείξεις ότι οι ανοδικές αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις επιχειρήσεις για να αποφύγουν το κόστος που συνδέεται με την τεχνική παραβίαση των συμβατικών όρων δανεισμού όπως ο δείκτης Δανεικά προς Ίδια κεφάλαια (Whittred and Chan, 1992; Brown, et al., 1992; and Cotter and Zimmer, 1995).

Η τεχνική παραβίαση των λογιστικών δανειακών όρων (ρήτρες) θα μπορεί να αποβεί μια δαπανηρή διαδικασία ενώ θα μπορούσε να επιφέρει και δυσμενείς επιπτώσεις σε μια επιχείρηση, όπως (α) αύξηση των επιτοκίων, (β) την επιβολή περισσότερων όρων για το χρέος της και (γ) τη μείωση του ποσού που η επιχείρηση είναι ικανή να δανειστεί στο μέλλον (Beneish και Press, 1995). Ως εκ τούτου, η αναπροσαρμογή του ενεργητικού μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως λογιστική στρατηγική για να μειωθούν οι περιορισμοί, όπως ο δείκτης των Δανειακών προς τα Ίδια Κεφάλαια. Ακόμα η διοίκηση της εταιρείας μπορεί να έχει ως κίνητρο να πληθωρίσει τα περιουσιακά της στοιχεία ή να αποπληθωρίσει τις υποχρεώσεις της ώστε να αποφύγει να πέσει σε συμβατική χρεωκοπία βάσει των όρων του χρέους της (Whittred και Zimmer, 1986; Christie, 1990).

Συμπεραίνουμε ότι, τα κίνητρα για την άσκηση της αναπροσαρμογής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες: τα κίνητρα της διοίκησης και οι αντιδράσεις της αγοράς. Αυτές οι δύο μεγάλες κατηγορίες των κινήτρων εξηγούνται στην επόμενη ενότητα.

2. 3 Κίνητρα των μάνατζερς για τις αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Μία από τις πρώτες ερευνητικές εργασίες που αναφέρονται στη κίνητρα της Διοίκησης των εταιρειών για να προβούν σε αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων είναι αυτή του Brown et al.(1992).Οι συγγραφείς εξέτασαν τις αποφάσεις αναπροσαρμογής των εταιρειών στην Αυστραλία και τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες αναφέρουν υψηλά κέρδη,ή αντιμετωπίζουν μια εξαγορά ή την πιθανότητα απειλής εργατικής απεργίας,θα έχουν περισσότερα κίνητρα να προβούν σε ανοδική αναπροσαρμογή των στοιχείων του ενεργητικού τους.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα μεγέθους 204 και 206 επιχειρήσεων,εισηγμένες στο Βιομηχανικό Κλάδο του Χρηματιστηρίου της Αυστραλίας από την περίοδο 1974-1977 (υψηλού πληθωρισμού) και 1984-1986 (χαμηλού πληθωρισμού),αντίστοιχα,οι Brown et al.(1992) διερεύνησαν μια σειρά από υποθέσεις που αφορούν στην αναπροσαρμογή του πάγιου ενεργητικού. Οι συγγραφείς εξετάζουν και αξιολογούν μια σειρά από διοικητικά κίνητρα για την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβανομένων του κόστους των δανειακών συμβάσεων (covenants cost),του πολιτικού κόστους,της ασυμμετρίας πληροφόρησης,της οικονομικής

επιβράδυνσης, της διανομής νέων μετοχών και την αμυντική στάση έναντι εξαγοράς.

Από τη στιγμή που η αναπροσαρμογή μεταβάλλει τα στοιχεία του ενεργητικού και αλλάζει τα λογιστικά μεγέθη των επιχειρήσεων, εξετάζουν αν οι επιχειρήσεις με αυξημένο δείκτη Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity ratio) έχουν περισσότερες πιθανότητες να προβούν σε αναπροσαρμογή. Ομοίως, μια επιχείρηση που έχει περιοριστικούς όρους χρέους (debt ant) είναι πιο πιθανό να προβεί σε ανατίμηση σε σχέση με μια επιχείρηση που δε φέρει τέτοιες ρήτρες. Η υπόθεση αυτή συμβάλλει στην εξέταση του κίνητρου των διευθυντικών στελεχών να προβούν σε αναπροσαρμογή λόγω συμβατικών περιοριστικών όρων που έχουν τεθεί στην εταιρεία.

Οι **Brown et al.(1992)**¹ εξετάζουν επίσης το πολιτικό κόστος ως κίνητρο για τους μάνατζερς να προβούν σε αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων. Οι συγγραφείς ανακαλύπτουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις θα ανατιμήσουν τα περιουσιακά στοιχεία τους πιο συχνά από τις μικρότερες επιχειρήσεις. Η υπόθεση πηγάζει από το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις με τεράστια κέρδη είναι πιο πιθανό να γίνονται αντιληπτές από τις ρυθμιστικές αρχές και τις ομάδες πίεσης που έχουν τη δύναμη να ανακατανεύρουν τους πόρους των εν λόγω μεγάλων επιχειρήσεων.

Τα τεράστια κέρδη και οι μεγάλες αποδόσεις είναι συνήθως συνδεδεμένες με αιτήματα για υψηλότερους φόρους και άλλους περιορισμούς από αυτές τις ομάδες πίεσης (Watts και

¹ Με το όρο **et al.** αναφερόμαστε στους λοιπούς συγγραφείς που συνέταξαν τη συγκεκριμένη έρευνα

Zimmerman,1978).Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων θα βοηθήσει τις επιχειρήσεις να μειώσουν το ποσοστό των αποδόσεων(Return on Asset)².

Οι **Ball και Foster (1982)** θεωρούν το μέγεθος της επιχείρησης ως ένα θορυβώδες υποκατάστατο για το πολιτικό κόστος και τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε κλάδους επιρρεπείς σε εργατικές απεργίες να είναι πιο πιθανό να αναπροσαρμόζουν τα περιουσιακά τους στοιχεία από ό,τι άλλες επιχειρήσεις σε διαφορετικούς κλάδους.Βιομηχανικοί κλάδοι επιρρεπείς σε απεργίες είναι αυτοί της εξόρυξης άνθρακα,της μεταλλουργίας και των κατασκευών (Perry,1979).

Σε μια σημαντική τους εργασία οι **Majluf και Myers (1984)** βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να λάβουν θετικές καθαρές παρούσες αξίες (NPV) των επενδυτικών τους σχεδίων παρά την ασύμμετρη πληροφόρηση,εάν η επιχείρηση έχει επαρκή οικονομική ρευστότητα (μετρητά,χρεόγραφα,αποθέματα δανεισμού). Οικονομικοί πόροι,όπως η δυνατότητα άντλησης δανειακών κεφαλαίων (borrowing reserves) μπορούν να δημιουργηθούν μέσω της αναπροσαρμογής του ενεργητικού,δεδομένου ότι μειώνεται ο δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια.Οι **Brown et al.(1992)** βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις,οι οποίες δεν έχουν υποβληθεί σε επανεκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού τους είναι πιο πιθανό στο εγγύς μέλλον να προβούν σε μία αναπροσαρμογή.

²ROA = Net Income / Total Assets

Επειδή οι τιμές ακινήτων είναι πιο πιθανό να σχετίζονται με τις πληθωριστικές αλλαγές, οι **Brown et al. (1992)** βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να αναπροσαρμόσουν την αξία των ακινήτων τους από τις εγκαταστάσεις ή τον εξοπλισμό τους. Επιπλέον, τα αποτελέσματά τους δείχνουν, ότι μια επιχείρηση είναι πιο πιθανό να προβεί σε αναπροσαρμογή όταν έχει χαμηλή ρευστότητα και άλλα εμπορεύσιμα χρεόγραφα σε σχέση με το συνολικό της ενεργητικό (προκειμένου να μειωθεί η χρηματοοικονομική μόχλευση της).

Οι **Casey και Eddey (1986)** υποστηρίζουν ότι μια κοινή άμυνα ενάντια στη δημόσια πρόταση εξαγοράς είναι να επανεκτιμηθούν τα στοιχεία ενεργητικού της υπό εξαγοράς εταιρείας και να εμφανίζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης προς τους μετόχους της. Χρησιμοποιώντας αυτό το επιχείρημα, οι Brown et al. (1992) βρίσκουν ότι μια εταιρεία υπό την απειλή της εξαγοράς, είναι πιο πιθανό να αναπροσαρμόσει τα περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με τις επιχειρήσεις χωρίς τέτοιου είδους απειλές.

Επίσης αποτελέσματα από τη μελέτη των Brown et al. (1992) δείχνουν, ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση αναπροσαρμόζουν τα περιουσιακά τους στοιχεία πιο συχνά σε σχέση με επιχειρήσεις με χαμηλή μόχλευση. Ομοίως, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται πιο κοντά στην παραβίαση των δανειακών περιοριστικών όρων προβαίνουν σε αναπροσαρμογές πιο συχνά από ό,τι άλλες επιχειρήσεις. Υποστηρίζοντας την υπόθεση του πολιτικού κόστους, τα αποτελέσματά τους δείχνουν επίσης ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες αναπροσαρμόζουν το ενεργητικό τους πιο συχνά από τις μικρότερες επιχειρήσεις. Επιπλέον, κατά την πρώτη περίοδο του 1974-1977, οι επιχειρήσεις που ήταν επιρρεπείς σε απεργιακές κινητοποιήσεις

αναπροσάρμοζαν συχνότερα το πάγιο ενεργητικό τους από εκείνες που άνηκαν σε άλλους βιομηχανικούς κλάδους με λιγότερες κινητοποιήσεις, επιβεβαιώνοντας και πάλι την υπόθεση του πολιτικού κόστους.

Οι **Whittred και Chan (1992)** βρήκαν στοιχεία παρόμοια με τους Brown et al. (1992). Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 428 επιχειρήσεων της Αυστραλίας (129 αναπροσαρμοσμένων επιχειρήσεων και 299 μη-αναπροσαρμοσμένων επιχειρήσεων) κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980- 1984. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων, όπως συζητήθηκε από Myers και Majluf (1984), μπορεί να λυθεί με έναν ανέξοδο τρόπο μέσω των αναπροσαρμογών των περιουσιακών στοιχείων. Το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων επιδεινώνεται από τις ρήτρες που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένου καθώς ορισμένες ρήτρες περιορίζουν την επιχείρηση να προβεί σε περαιτέρω δανεισμό και ως εκ τούτου να απορρίπτει θετικά επενδυτικά σχέδια NPV (Courtenay και Cahan, 2004).

Οι **Whittred και Chan, (1992)** ισχυρίζονται ότι, ο επιπλέον δανεισμός μπορεί να γίνει μέσω των διαπραγματεύσεων της εταιρείας με την τράπεζα, όμως μια λιγότερο δαπανηρή προσέγγιση θα ήταν η ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων, δεδομένου ότι θα αποφύγει την επίπονη διαδικασία των διαπραγματεύσεων. Έτσι τα προβλήματα των υποεπενδύσεων μπορούν να αμβλυνθούν μέσω της ελάφρυνσης των δανειακών ρητρών. Τα αποτελέσματα των δεδομένων από τους Whittred και Chan (1992), δείχνουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ της αναπροσαρμογής των στοιχείων του ενεργητικού και των υπάρχοντων ρητρών χρέους, της μόχλευσης, των επενδυτικών ευκαιριών και των ταμιακών αποθεματικών. Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι αναπροσαρμογές αυτές πραγματοποιούνται από

τους αυστραλιανούς επιχειρηματίες ώστε να αυξήσουν την ικανότητα δανεισμού τους και να επενδύσουν σε έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία, περιορίζοντας έτσι κάθε πρόβλημα ανεπαρκούς επένδυσης.

Οι **Gaeremynck και Veugelers (1999)** δημιουργούν ένα θεωρητικό μοντέλο για την αναπροσαρμογή του ενεργητικού και παρουσιάζουν κάποια εμπειρικά στοιχεία από το Βέλγιο σχετικά με τα κίνητρα των μάνατζερς για τις αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Χρησιμοποιώντας ένα αναλυτικό μοντέλο, οι συγγραφείς εξετάζουν το κίνητρο της αποτύπωσης των αναπροσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων από τους μάνατζερς σε ένα περιβάλλον όπου η πιθανότητα άντλησης κεφαλαίων δεν εξαρτάται μόνο από τις αναμενόμενες μελλοντικές προοπτικές των επενδυτικών έργων, αλλά και από την υφιστάμενη οικονομική θέση της επιχείρησης. Η αναπροσαρμογή των αξιών μειώνει το αναμενόμενο κόστος της αναδιοργάνωσης της εταιρείας καθώς μια αντίθετη απόφαση θα οδηγούσε σε αύξηση της μόχλευσης της επιχείρησης (δείκτης Ξένων προς Ίδιων Κεφαλαίων) και θα παραβίαζε τις ρήτρες δανεισμού.

Ωστόσο, η απόφαση να μην αναπροσαρμοστεί η αξία του ενεργητικού αυξάνει την πιθανότητα να λάβει η επιχείρηση επιπρόσθετα δανειακά κονδύλια, γιατί αυτό σημαίνει ότι είναι πιο επιτυχημένη η επίδοση της (και χωρίς να καταφύγει σε αναπροσαρμογή). Οι συγγραφείς δείχνουν ότι μια ειδική ισορροπία μπορεί να επιτευχθεί μόνο όταν επιτυχημένες και κερδοφόρες επιχειρήσεις δεν αναπροσαρμόζουν την αξία του ενεργητικού τους επειδή το αναμενόμενο κόστος της αναδιοργάνωσης είναι μικρότερο από τα αντίστοιχα οφέλη που θα λάμβαναν από την επιπρόσθετη χρηματοδότηση. Ωστόσο, οι Gaeremynck και Veugelers (1999), υποστηρίζουν ότι μια τέτοια

στρατηγική δεν είναι ευνοϊκή σε όλες τις περιπτώσεις. Η στρατηγική που είναι πιο ευνοϊκή, αφορά βιομηχανικούς κλάδους που χαρακτηρίζονται από υψηλή διακύμανση της απόδοσης τους και χαμηλό δείκτη Δανεικών προς Ίδια Κεφάλαια.

Οι **Gaeremynck και Veugelers (1999)** κάνουν χρήση εμπειρικών δεδομένων αποτελούμενα από 1.036 παρατηρήσεις (189 αναπροσαρμοσμένες εταιρείες και 847 μη-αναπροσαρμοσμένες), επιλέγοντας τις επιχειρήσεις εκείνες που δεν ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Βελγίου κατά τη διάρκεια της περιόδου 1989-1994. Θεωρούν αξιόπιστες ενδείξεις μιας επιτυχημένης επιχείρησης σε ένα κλάδο, στοιχεία όπως η υψηλή διακύμανση της απόδοσης της μετοχής, το χαμηλό δείκτη Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια και την αποφυγή της αναπροσαρμογής των στοιχείων του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι το ποσό της αναπροσαρμογής (δηλαδή αναπροσαρμοσμένη αξία ως ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων) δεν επηρεάζει την απόφαση της διοίκησης για τη διενέργεια της αναπροσαρμογής ή μη.

Υποστηρίζοντας τα στοιχεία προγενέστερων μελετών, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αναπροσαρμογή, όταν βρίσκονται κοντά στην παραβίαση των δανειακών τους περιορισμών και όταν η καθαρή θέση της εταιρείας μειώνεται. Τα αποτελέσματά τους παρέχουν επίσης αποδείξεις ότι η ανατίμηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων δεν παρέχει καμία πληροφορία σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

Οι **Cotter και Zimmer (1995)** εξετάζουν μερικά από τα ζητήματα που δεν έχουν διερευνηθεί νωρίτερα από άλλους ερευνητές. Οι συγγραφείς ασχολούνται με ένα μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων αναπροσαρμογών που πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπάρχουν περιορισμοί. Επιπλέον, ενώ οι ανεξάρτητες επανεκτιμήσεις απαιτούνται προκειμένου να γίνει ο ισολογισμός πιο δελεαστικός, η διαδεδομένη χρήση των αναπροσαρμογών στις οικονομικές καταστάσεις, βάσει αποφάσεων των μάντζερς της επιχείρησης, οδηγεί τους συγγραφείς να σκέφτονται τα κίνητρα αυτών για τις αναπροσαρμογές που γίνονται.

Οι συγγραφείς αναρωτιούνται αν η μόχλευση αποτελεί το μοναδικό κριτήριο για τη λήψη πρόσθετων κεφαλαίων και τον προσδιορισμό της δανειοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων. Επίσης κατέληξαν ότι η δανειοληπτική ικανότητα εξαρτάται και από την αξιολόγηση των δανειστών για την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει το χρέος της. Επιπλέον, οι συγγραφείς δηλώνουν ότι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης είναι αυτές που καθορίζουν την ικανότητα δανεισμού της και όχι οι επενδυτικές ή χρηματοδοτικές ταμειακές ροές .

Λαμβάνοντας υπόψη όλα αυτά τα θέματα οι **Cotter και Zimmer (1995)** παραθέτουν μια σειρά από υποθέσεις: (α) οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε αναπροσαρμογή είναι πιο πιθανό να εμφανίσουν μειωμένες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις (β) η σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και των αναπροσαρμογών του ενεργητικού είναι ισχυρότερη όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε υψηλή μόχλευση (γ) οι επιχειρήσεις που

προβαίνουν σε αναπροσαρμογή, είναι πιο πιθανό να βελτιώσουν τα επίπεδα των δανειακών εξασφαλίσεων (ρήτρες) τους από τις επιχειρήσεις που δεν αναπροσαρμόζουν τις αξίες του ενεργητικού τους (δ) οι αναπροσαρμογές που γίνονται από τους διευθυντές είναι πιο πιθανό να αποτυπώνονται στους λογαριασμούς στο τέλος της οικονομικής χρήσης(Q4)³ παρά σε κάποια χρονική στιγμή εντός του έτους (Q1,Q2,Q3) και (ε) οι αναπροσαρμογές που καταγράφονται στους λογαριασμούς της εταιρείας σε ημερομηνίες διαφορετικές από το τέλος της χρήσης, ενδεχομένως να διενεργούνται από ανεξάρτητους εκτιμητές.

Οι **Cotter και Zimmer (1995)** χρησιμοποιούν 100 επιχειρήσεις από τη μελέτη των Whittred και Chan (1992). Η μελέτη τους υποστηρίζει τις περισσότερες από τις υποθέσεις τους. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα των συγγραφέων υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε αναπροσαρμογή είναι πιο πιθανό να εμφανίσουν αρνητικές ταμειακές ροές σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν αναπροσάρμοσαν το ενεργητικό τους. Η αναπροσαρμογή είναι πιο πιθανό να συμβεί κατά το έτος της μείωσης των ταμειακών ροών, ενώ οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν αύξηση των ταμειακών ροών δεν θα προβούν σε αναπροσαρμογή.

Επιπλέον, η σχέση αυτή είναι ακόμη πιο έντονη στην περίπτωση των επιχειρήσεων με υψηλή μόχλευση. Τα στοιχεία επίσης δείχνουν ότι η αύξηση του περιθωρίου δανεισμού συνοδεύεται από τις αναπροσαρμογές που έγιναν στα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων. Όσον αφορά την αιτία της αναπροσαρμογής, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι περισσότερες αναπροσαρμογές που

³ Οι Βρετανικές εισηγμένες εταιρείες δημοσιεύουν τις οικονομικές τους καταστάσεις σε κάθε τρίμηνο του οικονομικού τους έτους βάσει των κανόνων των IFRS.

γίνονται κατ' εντολή των μάνατζερς καταγράφονται στο τέλος του έτους, ενώ αυτές που διενεργούνται κατά τη διάρκεια του έτους γίνονται ύστερα από απαίτηση των δανειστών και διενεργούνται από ανεξάρτητους εκτιμητές.

Οι **Black, Sellers και Manly** (1998) επεκτείνουν τα στοιχεία για την αναπροσαρμογή του πάγιου ενεργητικού εξετάζοντας το Ηνωμένο Βασίλειο, την Αυστραλία και τη Νέα Ζηλανδία. Οι συγγραφείς επίσης εξέτασαν αν οι επιχειρήσεις στρέφονται στα κέρδη μέσω της πώλησης αναπροσαρμοσμένων παγίων περιουσιακών στοιχείων. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 696 παρατηρήσεις από το Ηνωμένο Βασίλειο και 503 παρατηρήσεις από ένα συνδυασμένο δείγμα από την Αυστραλία και τη Νέα Ζηλανδία κατά την περίοδο 1985-1995, οι συγγραφείς εξετάζουν αν οι εταιρείες που αναπροσάρμοσαν τα στοιχεία του ενεργητικού τους (revaluers) σε σχέση με αυτές που δεν προέβησαν σε τέτοιες αλλαγές (non-revaluers), διαφέρουν ως προς τους δείκτες των Δανειακών προς Ιδίων Κεφαλαίων⁴, της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία⁵ και το δείκτη ρευστότητας⁶. Το αποτέλεσμα έδειξε ότι οι πρώτοι (revaluers) εμφανίζουν να είναι αρκετά μεγάλες εταιρείες με μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία έναντι των εταιρειών που δεν προέβησαν σε αναπροσαρμογές (δεδομένα από Νέα Ζηλανδία). Σύμφωνα και με προηγούμενες εργασίες, τα στοιχεία απέδειξαν ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στους δείκτες των Δανειακών προς Ιδίων Κεφαλαίων, της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία και του δείκτη ρευστότητας μεταξύ των δύο κατηγοριών εταιρειών, για τα δεδομένα του Ην. Βασιλείου και Νέας Ζηλανδίας.

⁴ Debt to Equity Ratio = Total Liabilities/Total Equity

⁵ Market Value / Book Value = Stock Capitalization / Reported Book Value of Equity

⁶ Liquidity ration = Current Assets/Current Liabilities

Εντούτοις η μόχλευση των αναπροσαρμοσμένων εταιρειών είναι πολύ υψηλότερη από ό,τι των μη-αναπροσαρμοσμένων ενώ αντίθετα, η ρευστότητα είναι πολύ χαμηλότερη. Η έρευνα των συγγραφέων δεν εμφανίζει κανένα σημάδι στην εξομάλυνση της συμπεριφοράς των κερδών των εταιρειών λόγω διάθεσης κάποιου αναπροσαρμοσμένου περιουσιακού στοιχείου. Διαπιστώθηκε ότι οι πωλήσεις αναπροσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων προκύπτουν κυρίως για λόγους επενδυτικούς και παραγωγικούς.

Ο **Cotter (1999)**, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από Αυστραλιανές επιχειρήσεις, παρουσιάζει στοιχεία σχετικά με τα κίνητρα για την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων. Ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι, παρά τα προηγούμενα διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τα κίνητρα για τις αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων, είναι απαραίτητο να δοθούν νέα στοιχεία δεδομένων των θεσμικών αλλαγών που έχουν συντελεστεί. Ο συγγραφέας επισήμανε το θεσμικό κανονισμό για τις αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων και τις γνωστοποιήσεις του, τις αλλαγές στο μικροοικονομικό περιβάλλον αλλά και τις αλλαγές στη αγορά δανεισμού της Αυστραλίας, που οδηγούν στη λήψη νέων στοιχείων για τη μελέτη της έρευνας του. Πρωτίστως ο συγγραφέας προσπαθεί να ανακαλύψει αν παραμένουν τα κίνητρα για τη βελτίωση των συμβατικών περιοριστικών όρων δανεισμού μιας επιχείρησης στο νέο περιβάλλον που έχει δημιουργηθεί στην αγορά της Αυστραλίας.

Ο Cotter χρησιμοποιεί ένα δείγμα 485 παρατηρήσεων που αποτελείται από 171 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας κατά τη διάρκεια της περιόδου 1993-1995. Τα δεδομένα δείχνουν ότι οι περισσότερες από τις αναπροσαρμογές αφορούν τη γη και τα κτίρια, ενώ περίπου το 14 % των

αναπροσαρμογών περιλαμβάνει τις κτιριακές εγκαταστάσεις, τον εξοπλισμό και τις επενδύσεις. Ένας σημαντικός αριθμός των αναπροσαρμογών δεν έγινε στα λογιστικά βιβλία των επιχειρήσεων αλλά γνωστοποιήθηκε στις υποσημειώσεις της οικονομικής τους έκθεσης. Σε ότι αφορά την προέλευση των αναπροσαρμογών, σχεδόν οι μισές από αυτές προήλθαν από ανεξάρτητους εκτιμητές, ενώ το υπόλοιπο μισό προέρχονταν από ένα συνδυασμό διευθυντικών εκτιμήσεων και ανεξάρτητων εκτιμητών αλλά και αναπροσαρμογών αποκλειστικά των ανώτατων στελεχών (BoD)⁷. Ωστόσο, η αύξηση της αναπροσαρμογής αντιπροσωπεύει μόνο ένα μικρό ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και ως εκ τούτου δεν επιφέρει σημαντική βελτίωση του δείκτη Δανειακών προς Ίδια Κεφάλαια. Ιδιαίτερα σημαντικό εύρημα στην έρευνα του αποτελεί η εμφάνιση μικρότερου αριθμού εταιρειών που προέβησαν σε αναπροσαρμογές τη δεκαετία του 1990 σε σχέση με τη δεκαετία του 1980. Επιπλέον, η αύξηση της αξίας του ενεργητικού δεν είναι σημαντική.

Ενώ το δείγμα των Whittred και Chan (1992) δείχνει μία μέση τιμή περίπου 7,73 % αύξησης της αξίας του ενεργητικού μέσω της αναπροσαρμογής, η μέση αύξηση του δείγματος του Cotter" (1999) είναι μόνο 4,7 %.

Η ανάλυση των δεδομένων δείχνει ότι το κίνητρο για να αυξηθεί η ικανότητα δανεισμού ή η βελτίωση των δανειακών περιοριστικών όρων σε σχέση με τις αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων δεν συνδέονται. Επίσης, η σημαντική αλλαγή κατά τη διάρκεια της περιόδου του δείγματος έγκειται στην αλλαγή του τρόπου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με τη μετάβαση από

⁷ Board of Directors

τον δημόσιο στον ιδιωτικό δανεισμό και την ισχυροποίηση των δεσμών με τις τράπεζες. Ακόμα, ο συντάκτης διευκρινίζει ότι η ανάγκη για διενέργεια αναπροσαρμογών μειώθηκε με τη δραματική αύξηση προς τον ιδιωτικό δανεισμό μέσω στενότερων σχέσεων με τις τράπεζες. Τονίζεται δε, ότι οι εταιρείες αποφεύγουν να διενεργούν αναπροσαρμογές από ανεξάρτητους εκτιμητές καθώς φέρουν υψηλό κόστος και προτιμούν να καταφεύγουν στην γνωστοποίηση των στοιχείων των αναπροσαρμοσμένων αξιών μέσω των παρατηρήσεων τους στην οικονομική τους έκθεση.

Τα αποτελέσματα έλαβαν πρόσθετη υποστήριξη από μια σειρά συνεντεύξεων που διεξήγαγε ο συγγραφέας με τους οικονομικούς διευθυντές (C.F.Os)⁸ μιας ομάδας επιχειρήσεων. Πέρα από τις αλλαγές στην πηγή του δανεισμού, ο χαμηλότερος πληθωρισμός αλλά και οι αλλαγές στη νομοθεσία που ανάγκαζαν τις επιχειρήσεις να προβαίνουν σε αναπροσαρμογή των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού τους ανά τριετία⁹, είναι οι λόγοι που σύμφωνα με το συγγραφέα οδήγησαν στην ελάττωση του αριθμού των αναπροσαρμογών των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της έρευνας τους έχει σημαντικές διαφορές από προηγούμενες μελέτες και για αυτό θα πρέπει να αντληθούν νέα στοιχεία από όλες τις χώρες όπου η αναπροσαρμογή του ενεργητικού επιτρέπεται στα λογιστικά βιβλία των εταιρειών.

Μία άλλη μελέτη που διενεργήθηκε από τους **Aboddy, Barth & Kasznik (1999)** αναφορικά με τη μελλοντική επίδοση της εταιρείας σε σχέση με τις αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στη Μεγάλη Βρετανία ανέδειξε εξίσου

⁸ Chief Financial Officers

⁹ Σύμφωνα με το F.A.S.B απαγορεύεται οι Αμερικάνικες εταιρείες να προβαίνουν σε ανοδική αναπροσαρμογή του πάγιου ενεργητικού τους.

σημαντικά στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, οι τρεις ερευνητές εξέτασαν και αυτοί αν υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ανοδικής αναπροσαρμογής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και της μελλοντικής λειτουργικής κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου μετά την περίοδο της δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων που περιείχαν τις αναπροσαρμοσμένες αξίες. Σε αντίθεση με προηγούμενες έρευνες που εξέταζαν με έμμεσο τρόπο τη σχέση της λειτουργικής κερδοφορίας της επιχείρησης με τις αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μέσω της πορείας της μετοχής, της απόδοσης της και της βελτίωσης της πιστοληπτικής της ικανότητας, οι τρεις συγγραφείς αποφάσισαν να ερευνήσουν τη μελλοντική απόδοση της εταιρείας εξετάζοντας τα λειτουργικά κέρδη και τις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές της δραστηριότητες .

Διαπίστωσαν ότι οι αναπροσαρμογές ήταν στατιστικά σημαντικά συσχετισμένες με τις μελλοντικές αλλαγές στην λειτουργική απόδοση της επιχείρησης για τα αμέσως επόμενα τρία έτη από την εφαρμογή της αναπροσαρμογής. Οι έλεγχοι έγιναν τόσο για την λειτουργική απόδοση όσο και για το λειτουργικό κίνδυνο, την ανάπτυξη και με το μέγεθος της επιχείρησης. Τα ευρήματα τους αποτέλεσαν ισχυρές αποδείξεις ότι οι αναπροσαρμογές αντανakλούν αλλαγές στην κατάσταση των περιουσιακών στοιχείων που θα πραγματοποιηθούν μέσα από τις μελλοντικές λειτουργίες.

Στην ίδια έρευνα εξετάστηκε η συσχέτιση των αναπροσαρμοσμένων ποσών με τη τιμή της μετοχής και την ετήσια απόδοση αυτής. Όπως αναμενόταν βρέθηκε στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του ποσού της αναπροσαρμογής (αναπροσαρμοσμένη αξία μείον ιστορικό κόστος) και της αύξησης

της τιμής της μετοχής και της λογιστικής αξίας της επιχείρησης. Επίσης η αναπροσαρμογή του τρέχοντος έτους της έρευνας εμφάνισε στατιστικά σημαντική συσχέτιση με την απόδοση της μετοχής, αποδεικνύοντας ότι η αναπροσαρμογή συντελέστηκε στην κατάλληλη χρονική περίοδο από τους μανάτζερς, αντικατοπτρίζοντας πλήρως την αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Η θετική αναπροσαρμογή της εύλογης αξίας σύμφωνα με τα Βρετανικά λογιστικά πρότυπα αποτελεί μια διακριτή επιλογή των μανάτζερς για αυτό το λόγο μια τέτοια επιλογή μπορεί να επηρεάσει την αξία της αναπροσαρμογής. Επίσης είναι συνδεδεμένη και με το δείκτη Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια (debt to equity ratio) λόγω των δανειακών δεσμευτικών όρων της επιχείρησης, η οποία όμως πολλές φορές έρχεται σε αντιδιαστολή με την ορθή απεικόνιση των οικονομικών καταστάσεων. Σαν αποτέλεσμα της παραπάνω αμφιλεγόμενης πολιτικής των μανάτζερς, διαπιστώθηκε ότι οι αναπροσαρμογές του ενεργητικού σε σχέση με τη μελλοντική λειτουργική επίδοση, χρηματιστηριακή αξία και απόδοση της εταιρείας εμφάνιζαν μικρότερη συσχέτιση για τις εταιρείες εκείνες που είχαν αυξημένο δείκτη debt to equity. Επί πρόσθετα, εξετάζοντας το δείκτη debt to Equity παρατηρήθηκε ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις ανατιμήσεις ως λιγότερο αξιόπιστες από άλλα στοιχεία ενεργητικού ή παθητικού.

Εξετάστηκαν επίσης ευρήματα σχετικά με εταιρείες που είναι εισηγμένες σε διασυνοριακές χρηματιστηριακές αγορές καθώς προηγούμενες μελέτες είχαν δείξει ότι υπήρχε σημαντικά αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αξία της αναπροσαρμογής και της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής για τις βρετανικές εισηγμένες

εταιρείες που ήταν παράλληλα εισηγμένες και στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στη συγκεκριμένη μελέτη βρέθηκε ότι υπήρχε σημαντική συσχέτιση μεταξύ της αξίας αναπροσαρμογής και των μελλοντικών λειτουργικών κερδών τόσο για τις εταιρείες που ήταν εισηγμένες σε διασυνοριακή ενεργή αγορά όσο και εντός Ηνωμένου Βασιλείου, ενώ υπήρχε μικρό βαθμός σημαντικότητας για τη συσχέτιση με τις μελλοντικές ταμειακές ροές τους. Επιβεβαίωσαν έτσι και αυτοί, ότι υπάρχει σημαντικά αρνητική σχέση μεταξύ τιμής μετοχής και αξίας αναπροσαρμογής για τις εταιρείες που βρίσκονται σε διασυνοριακή χρηματιστηριακή αγορά εν αντιθέσει με τις εταιρείες που διαπραγματεύονται εντός Ην. Βασιλείου.

Επίσης παρατήρησαν ότι οι εξαγορές δεν επηρεάζουν τη σχέση των αναπροσαρμογών και της μελλοντικής επίδοσης-απόδοσης της εταιρείας. Τέλος, εξακρίβωσαν ότι οι ανοδικές αναπροσαρμογές σχετίζονται περισσότερο με τη μελλοντική επίδοση και απόδοση της εταιρείας σε εποχές με σταθερή ανάπτυξη παρά σε χρονικές στιγμές με υψηλή οικονομική αβεβαιότητα. Στα συμπεράσματα τους κατέληξαν ότι οι αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων αποτελούν μια αξιόπιστη πηγή πληροφόρησης που σχετίζεται θετικά με τη μελλοντική λειτουργική απόδοση της εταιρείας, τη χρηματιστηριακή τιμή και απόδοση της μετοχής της εταιρείας και ανέφεραν ότι οι αναπροσαρμογές έλαβαν χώρα σε σχετικά ορθή χρονική περίοδο.

Χρησιμοποιώντας μεγάλα δείγματα επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου από το 1989 και 1991, οι **Lin και Peasnell (2000a)**, εξετάσαν τη σχέση μεταξύ των συμβατικών δεσμευτικών όρων της επιχείρησης, του χρόνου αποτύπωσης της αναπροσαρμογής και του πολιτικού

περιβάλλοντος σε σχέση με την αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Εξέτασαν κατά πόσο η αναπροσαρμογή του ενεργητικού χρησιμοποιείται για να αναπληρώσει τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων λόγω εφαρμογής των λογιστικών αρχών του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες απαιτούσαν από τις επιχειρήσεις να διαγράψουν τις υπεραξίες των εξαγορών από τα αποθεματικά τους κεφάλαια. Η επιλογή των δύο ετών (1989 και 1991) βοήθησε τους συντάκτες να εξετάσουν κατά πόσον οι επιχειρήσεις δεν ανακοινώνουν αφανή αποθεματικά αναπροσαρμογών κατά τη διάρκεια περιόδων οικονομικής άνθησης (1989) και τα εκθέτουν στις δημοσιευμένες οικονομικές του καταστάσεις σε περιόδους οικονομικής ύφεσης (1991). Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν ένα δείγμα 1.106 επιχειρήσεων για το 1989 και 1.083 επιχειρήσεων για το 1991.

Τα αποτελέσματα των Lin και Peasnell δείχνουν ότι η μείωση των ιδίων κεφαλαίων συνδέεται στενά με την αναπροσαρμογή του ενεργητικού. Επιπλέον, η αναπροσαρμογή του ενεργητικού είναι θετικά συσχετισμένη με το μέγεθος, τη μόχλευση και την ένταση του ενεργητικού της επιχείρησης, ενώ σχετίζεται αρνητικά με την ρευστότητα της. Το αποτέλεσμα των ερευνών τους υποστηρίζει την υπόθεση των συμβατικών ρητρών και δείχνει ότι η μείωση των ιδίων κεφαλαίων, τα ρευστά διαθέσιμα και το μέγεθος της επιχείρησης είναι σημαντικοί παράγοντες και καθορίζουν πότε μια συγκεκριμένη εταιρεία θα προβεί σε αναπροσαρμογή των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι **Lin και Peasnell (2000b)** εξέτασαν την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων και τις ανακοινώσεις σχετικά με τη τρέχουσα λογιστική καταγραφή του κόστους (CCA) από τις Βρετανικές εταιρίες το 1983. Το 1980 υιοθετήθηκε η λογιστική του

τρέχοντος κόστους (Current Accounting Cost - SSAP 16) στο Ηνωμένο Βασίλειο ως αποτέλεσμα του υψηλού πληθωρισμού που υπήρχε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 και της απαίτησης για μια λογιστική αποτύπωση της τρέχουσας αξίας (εύλογης) των τιμών. Το πρότυπο αυτό αναστάλθηκε το 1985, αποσύρθηκε το 1988 και κατέστησε ένα καθαρά εθελοντικό πρότυπο εφαρμογής για τις επιχειρήσεις στη συνέχεια.

Παρόλα αυτά, οι συντάκτες χρησιμοποιούν αυτή την περίοδο (όταν το πρότυπο τέθηκε σε εφαρμογή) για να εξετάσουν, εκτός από παράγοντες που επηρεάζουν την επανεκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού κατά πόσον οι αναπροσαρμογές και η λογιστική του τρέχοντος κόστους αποτελούν μέρος του ίδιου νομίσματος για την επίτευξη του ίδιου σκοπού. Σύμφωνα και με αποτελέσματα από προηγούμενες μελέτες, οι ερευνητές έκαναν χρήση ενός δείγματος 474 επιχειρήσεων του δείκτη FTA του 1983 και βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν τη θετική συσχέτιση των αναπροσαρμογών με το μέγεθος της εταιρείας και τη μόχλευση της. Οι ερευνητές συνέδεσαν αυτή τη σχέση με το πολιτικό κόστος και τα κίνητρα των μάνατζερς για βελτίωση των συμβατικών περιοριστικών όρων δανεισμού. Ωστόσο, στα αποτελέσματα τους δεν βρέθηκε κάποιο αποδεικτικό στοιχείο για τη σύνδεση των αναπροσαρμογών του ενεργητικού με το πρότυπο της τρέχουσας λογιστικής αξίας (Current Accounting Cost).

Πιο πρόσφατες μελέτες όπως αυτή των **Bikki Jaggi και Judi Tsui (2001)** του πανεπιστημίου City University του Hong Kong εξέταζαν αν οι αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων των εισηγμένων εταιρειών του Hong Kong υπόκεινται σε κίνητρα από τις εταιρείες για την απόδοση της εύλογης αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή αν ήταν αποτέλεσμα των

κινήτρων της μείωσης της μόχλευσης της εταιρείας (Financial leverage). Ο έλεγχος γινόταν εξετάζοντας τα μελλοντικά λειτουργικά κέρδη και την αξία της αναπροσαρμογής (ειδικός λογαριασμός αποθεματικού). Στην ίδια έρευνα μελετήθηκαν αν υπάρχουν κίνητρα από τους μάνατζερς για να βελτιώσουν τους περιορισμούς των δανειακών όρων, όπως ο δείκτης δανειακών προς ιδίων κεφαλαίων (Debt to Equity ratio), εξετάζοντας εταιρείες που έκαναν αναπροσαρμογές με εταιρείες που δεν προέβησαν σε αναπροσαρμογές, για τις περιόδους που ακολούθησαν από την περίοδο της αναπροσαρμογής. Επίσης αναλύθηκαν τα κίνητρα των μάνατζερς με σκοπό τη βελτίωση της δανειακής κατάστασης της εταιρείας ελέγχοντας τη συσχέτιση debt to equity ratio των αναπροσαρμοσμένων εταιρειών και καθώς και τους μακροπρόθεσμους δανειακούς δείκτες σε σχέση με τις εταιρείες που δεν προέβησαν σε αναπροσαρμογές. Τέλος ελέγχθηκε η συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, απόδοσης αυτής και της αξίας της αναπροσαρμογής, με απώτερο σκοπό την ερμηνεία των αποτελεσμάτων από την αγορά.

Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι ανοδικές αναπροσαρμογές από τις εταιρείες του Hong Kong είναι σημαντικά συσχετισμένες με τα μελλοντικά λειτουργικά κέρδη των εταιρειών αυτών κατά τις επόμενες τρεις χρονικές περιόδους (έτη). Αυτό το αποτέλεσμα ισχυροποίησε τα κίνητρα που έκαναν λόγο για αποτύπωση της εύλογης αξίας των παγίων μέσω των οικονομικών καταστάσεων. Επίσης παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά ασήμαντη για τις εταιρείες που είχαν προβεί σε αναπροσαρμογές η αύξηση του δείκτη debt to equity σε σχέση με τις εταιρείες που δεν είχαν προβεί σε αναπροσαρμογές για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους, αναδεικνύοντας ότι δεν υπήρχαν κίνητρα για τη βελτίωση των περιοριστικών όρων των δανείων των επιχειρήσεων (debt covenant violation). Εντούτοις η αύξηση των δανειακών

επιπέδων αλλά και του δείκτη deb to equity για τις αναπροσαρμοσμένες επιχειρήσεις σε σχέση με αυτές που δεν προέβησαν, αναδεικνύει ότι μάλλον οι αναπροσαρμογές αποτελούν κίνητρο για βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα μεταξύ αναπροσαρμογών και αξίας της μετοχής έδειξαν ότι η καθαρή αύξηση της αναπροσαρμοσμένης αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων είναι σημαντικά θετικά συσχετισμένη με τη τιμή της μετοχής. Αυτή η διαπίστωση αποδεικνύει ότι η αξιολόγηση των επενδυτών για την αξία της επιχείρησης συνάδει με αυτή των μάνατζερς. Παρατηρήθηκε ακόμα, ότι η θετική συσχέτιση των αναπροσαρμογών με την απόδοση της μετοχής, παρόλο που είναι στατιστικά ασήμαντη, αποδεικνύει πως χρονικά οι αναπροσαρμογές έχουν γίνει τη δέουσα χρονική στιγμή με την εμφάνιση της πραγματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων.

Στη μελέτη τους οι Jaggi και Tsui διαπίστωσαν ότι υπήρχε ισχυρότερη συσχέτιση μεταξύ αξίας μετοχής και αναπροσαρμογής για τις εταιρείες με σημαντικά παγία κεφάλαια στο ενεργητικό τους, σε σχέση με αυτές που είχαν μικρό μέρος του ενεργητικού τους καταμεμημένο σε πάγια. Εξίσου σημαντικές διαφορές εμφανίστηκαν να υπάρχουν όταν η αξιολόγηση γίνεται ανά εμπορικό κλάδο, όπου ισχυρότερη συσχέτιση παρουσιάζουν οι εταιρείες ακινήτων και παροχής υπηρεσιών ενώ για τις εταιρείες του βιομηχανικού κλάδου η συσχέτιση εμφανίζεται να είναι στατιστικά μη σημαντική, εμφανίζοντας έτσι τις εταιρείες ακινήτων πιο αξιόπιστες για σκοπούς μελέτης.

Τα ανωτέρω συμπεράσματα έρχονται να επαληθεύσουν παρόμοιες μελέτες σε Ηνωμένο Βασίλειο και Αυστραλία για τα αποτελέσματα των αναπροσαρμογών στην αξία της επιχείρησης.

Από τη συγκεκριμένη εργασία, γίνεται σαφές ότι παρά τις όποιες πολιτισμικές, θεσμικές και λογιστικές διαφοροποιήσεις που υπάρχουν ανάμεσα στο Χονγκ Κονγκ και τις άλλες χώρες, η αποτύπωση της εύλογης αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης από τους μανάτζερς της εταιρίας αποτελεί το μεγαλύτερο κίνητρο καθώς αποδεικνύεται εμπειρικά ότι υπάρχει θετική συσχέτιση με τα μελλοντικά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Επίσης αποδεικνύεται ότι οι αξιολογήσεις των επενδυτών συμβαδίζουν με τις πολιτικές αναπροσαρμογής των μανάτζερς αναφορικά με την αποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, δίδοντας σημαντικές πληροφορίες στους επενδυτές. Εντούτοις η συγκεκριμένη μελέτη δε δίνει πληροφορίες για τις περιπτώσεις παραβίασης των δανειακών όρων, κάτι το οποίο απασχολεί ιδιαίτερα τις Αυστραλιανές επιχειρήσεις. Οι Bikki Jaggi και Judi Tsui (2001) κατέληξαν ότι ένα άλλο κίνητρο για την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων για τους μανάτζερς του Χονγκ Κόνγκ είναι η βελτίωση των όρων δανεισμού.

Ο **F.Missonier-Piera (2007)** παρουσιάζει στοιχεία σχετικά με τα οικονομικά κίνητρα για την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων από τους Ελβετούς μανάτζερς. Η έρευνα του για την αναπροσαρμογή των παγίων από τις ελβετικές εταιρείες είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα καθώς οι εταιρίες αυτές έχουν υιοθετήσει τις λογιστικές αρχές των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, οι ελβετικές εταιρίες απαρτίζονται από αρκετούς ξένους μετόχους και είναι ιδιαίτερα σημαντική η προσέλκυση

διεθνών επενδυτών και πελατών,για αυτό το λόγο εξετάζεται η επίδραση που έχουν οι διεθνείς επενδυτές μέσα από τις λογιστικές αρχές που ακολουθούνται στις οικονομικές καταστάσεις.Η Ελβετική χρηματιστηριακή αγορά είναι σχετικά ρηχή αγορά και αποτελείται κυρίως από επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού κλάδου.

Ο Missonier-piera μελετά έναν αριθμό υποθέσεων για την ανατίμηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων σχετικά με το κόστος δανεισμού,την ανάγκη διεθνών επενδυτών,τις αμοιβές αποζημίωσης των μάνατζερς,το δείκτη μόχλευσης,το επίπεδο των εξαγωγικών πωλήσεων και τη διασπορά κεφαλαίου (έλεγχο της πλειοψηφίας). Προκειμένου να συμπεριλάβει σημαντικές λογιστικές αλλαγές,ο συντάκτης χρησιμοποιεί δεδομένα από τα έτη 1994,1997,2000 και 2004.

Με τη χρήση ομαδοποιημένων δεδομένων και της ανάλυσης παλινδρόμησης,ο συγγραφέας διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις που έχουν διεξαγάγει αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών τους στοιχείων φέρουν μεγαλύτερη μόχλευση και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες .Η μείωση της πιθανότητας να παραβιαστούν οι ρήτρες χρέους και να βελτιωθεί η δανειοληπτική ικανότητα της εταιρείας αποτελούν τους δύο κύριους παράγοντες ώστε να προβούν οι μάνατζερς σε αναπροσαρμογές των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.Επίσης , ο Missonier-piera βρίσκει αποδεικτικά στοιχεία για τη σχέση των εξαγωγικών πωλήσεων με την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων και με την εκτίμηση των μάνατζερς πως αυτή η κίνηση αυξάνει την φερεγγυότητα της εταιρείας προς τους επενδυτές.

2.4 Συμπέρασμα σχετικά με τα κίνητρα των μάντζερς

Από τις εν λόγω μελέτες που προαναφέρθηκαν προκύπτει ότι έχουν τεθεί ορισμένοι παράγοντες από τους ερευνητές για να εξηγήσουν τα κίνητρα των μάντζερς ώστε να αναλαμβάνουν την ανοδική αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις ανατιμήσεις μπορούν να συνοψιστούν ως εξής: (α) η μόχλευση, (β) η αύξηση της ικανότητας δανεισμού, (γ) οι ρήτρες χρέους, (δ) η μείωση των ιδίων κεφαλαίων, (ε) οι προοπτικές ανάπτυξης, (ζ) η μείωση των λειτουργικών ταμειακών ροών και (η) η ενίσχυση της αμυντικής θέσης της εταιρείας από ενδεχόμενη πρόταση εξαγοράς. Ωστόσο, δεν έχουν όλοι οι παράγοντες την ίδια βαρύτητα κατά το πέρασμα του χρόνου για όλες τις επιχειρήσεις. Παρόλο που κάποιοι παράγοντες είναι σημαντικοί για κάποιες επιχειρήσεις, κάποιοι άλλοι παράγοντες μπορεί να μην είναι εξίσου σημαντικοί. Στη μελέτη του ο Cotter (1999) έδειξε ότι με το πέρασμα του χρόνου κάποιοι παράγοντες που ήταν ιδιαίτερα σημαντικοί τη δεκαετία του 1970 και 1980, στη συνέχεια έπαψαν να είναι σημαντικοί εν αντιθέσει με κάποιους άλλους παράγοντες που θεωρούνται διαχρονικοί. Για το σκοπό αυτό, κάθε φορά που προκύπτουν νέα δεδομένα ή αλλάζουν τα λογιστικά πρότυπα και οι θεσμικοί κανόνες, τότε θα πρέπει τα μοντέλα που προαναφέρθηκαν να επαναξεταστούν.

2.5 Οι αντιδράσεις των αγορών στις αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων

Η ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων επηρεάζει τους λογιστικούς αριθμούς, οι οποίοι στη συνέχεια επηρεάζουν τις οικονομικές καταστάσεις. Εάν οι αναπροσαρμογές των περιουσιακών στοιχείων δίνουν σημαντικές πληροφορίες στους επενδυτές για τη λήψη αποφάσεων, τότε κάποιος θα περίμενε να δει μια σχέση μεταξύ αναπροσαρμοσμένων στοιχείων του ενεργητικού και τιμών της μετοχής. Προηγούμενες μελέτες (Sharpe and Walker, 1975; Standish and Ung, 1982; Emanuel, 1989 and Easton et al., 1993) έδειξαν ότι υπάρχουν ανάμικτα αποτελέσματα σχετικά με τη σύνδεση των αναπροσαρμογών και της τιμής της μετοχής.

Στη μελέτη τους για την αναπροσαρμογή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων οι **Sharpe και Walker (1975)** αξιολόγησαν την αντίδραση της αγοράς για τις αναπροσαρμογές στο Ηνωμένο Βασίλειο πριν την ανακοίνωση των Βρετανικών λογιστικών προτύπων για αυτές. Οι Standish & Ung (1982) χρησιμοποίησαν το Capital Asset Market Model για την ανάλυση 232 εισηγμένων επιχειρήσεων από τη Μεγάλη Βρετανία. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι υπάρχουν θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις για εταιρείες που ανακοίνωσαν αναπροσαρμογές στις αξίες του πάγιου ενεργητικού τους. Με σκοπό να διαχωρίσουν τις ανακοινώσεις που αφορούσαν τις αναπροσαρμογές από άλλες γνωστοποιήσεις των εταιρειών, οι δύο ερευνητές χώρισαν το δείγμα τους σε δύο υποκατηγορίες

.Από τη μελέτη της πρώτης υποκατηγορίας παρατηρήθηκε ότι η αναπροσαρμογή των παγίων ερμηνεύεται από την αγορά σαν ένα επιπλέον «προτέρημα»(benefit) για τους μετόχους, με αποτέλεσμα όταν λάβουν χώρα αυτά τα «προτερήματα» να βελτιωθεί η απόδοση της μετοχής. Όταν όμως αυτά τα «προτερήματα» δεν πραγματοποιηθούν τότε υπάρχει έλλειψη της μη αναμενόμενης απόδοσης από το μοντέλο τους. Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι οι αναπροσαρμογές χρησιμεύουν από τους μάνατζερς σαν εργαλεία για να δείξουν στην αγορά τις θετικές προοπτικές που θα έχει η εταιρεία στο μέλλον.

Ο **Emanuel (1989)** στην έρευνα του παρέχει αποδείξεις σχετικά με τη σημαντικότητα των αναπροσαρμογών του πάγιου ενεργητικού στη τιμή της μετοχής. Ο ερευνητής χρησιμοποιεί δεδομένα από 143 ποσοτικά σημαντικές αναπροσαρμογές περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο 1970-1979. Ο συντάκτης τονίζει ότι οι αναπροσαρμογές παγίων περιουσιακών στοιχείων αποτελούν μια συνήθη πρακτική των εταιρειών στη Νέα Ζηλανδία, καθώς το 90% αυτών προβαίνουν κάποια χρονική στιγμή σε αναπροσαρμογή. Στα αποτελέσματα του δεν εμφανίζεται να υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ αναπροσαρμοσμένων λογαριασμών πάγιου ενεργητικού και των τιμών των μετοχών.

Παρότι υπάρχει κάποια αντίδραση της τιμής της μετοχής και την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων στην ετήσια οικονομική έκθεση (χρόνος μηδέν), ο συγγραφέας δυσκολεύεται να το αποδώσει στην ανακοίνωση των αναπροσαρμογών καθώς και άλλα σημαντικά στοιχεία παρουσιάζονται στην ετήσια οικονομική έκθεση (KPIs,) που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την πορεία της μετοχής. Παρά τις συνεχείς προσπάθειες να βρει μια σχέση μεταξύ αναπροσαρμογών και αξίας μετοχής, ο συγγραφέας κατέληξε ότι οι

αναπροσαρμογές δεν είναι τίποτα άλλο από ένα λογιστικό τέχνασμα.

Οι **Easton et al.(1993)** εξετάζουν τις επιπτώσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στις τιμές των μετοχών.Οι συντάκτες κάνουν χρήση μιας σειράς από τεχνικές,όπως η υποβολή ερωτήσεων προς τους Οικονομικούς Διευθυντές και τον έλεγχο της συσχέτισης μεταξύ συλλεχθέντων δεδομένων και απόδοσης των μετοχών,ώστε να μπορέσουν να υπολογίσουν την επίδραση που έχουν οι αναπροσαρμογές των μη κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού.Τα δεδομένα τους προήλθαν από την αγορά της Αυστραλίας για τη χρονική περίοδο από 1981-1991.Το δείγμα τους αποτελούνταν από 72 εταιρείες του βιομηχανικού κλάδου και 28 των εξορύξεων.Για τους σκοπούς της έρευνας τους,πραγματοποιήθηκε τηλεφωνική έρευνα με 59 Οικονομικούς Διευθυντές από το κλάδο της βιομηχανίας και 21 από το κλάδο των εξορύξεων .

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο πιο σημαντικός παράγοντας για τη διενέργεια αναπροσαρμογών αποτελεί η βελτίωση του δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια.Τα αποτελέσματα από την ανάλυση της λογιστικής αξίας με τη χρηματιστηριακή και τις αποδόσεις έδειξαν μικρή συσχέτιση μεταξύ αναπροσαρμογών και μεταβολών στα λογιστικά κέρδη.Παρόλα αυτά διαπιστώθηκε μεγάλη συσχέτιση μεταξύ αναπροσαρμογών και απόδοσης μετοχής για εκείνες τις εταιρείες που είχαν υψηλό δείκτη μόχλευσης.Οι συγγραφείς κατέληξαν ότι η αναθεωρημένη λογιστική αξία της επιχείρησης συνάδει περισσότερο με τη χρηματιστηριακή αξία για τις εταιρείες που προέβησαν σε αναπροσαρμογές σε σχέση με αυτές που δεν προέβησαν.Τέλος επιβεβαίωσαν ότι οι

αναπροσαρμογές βελτιώνουν τη δανειοληπτική θέση της εταιρείας.

Οι **Aboody et al.(1999)** παρουσιάζουν μια αναλυτική έρευνα της επίδρασης των ανατιμήσεων των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στη μελλοντική απόδοση των εταιρειών της Μεγάλης Βρετανίας. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για περισσότερες από 1.236 επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1983-1995, οι συντάκτες δείχνουν ότι η ανατίμηση των μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων είναι συχνή στο Ηνωμένο Βασίλειο καθώς κατά ποσοστό 58.9% των επιχειρήσεων κατά την περίοδο που εξέτασαν εμφάνιζαν αποθεματικά αναπροσαρμογών στην καθαρή τους θέση. Οι συγγραφείς έδειξαν ότι υπάρχει μόνο έμμεση σχέση μεταξύ απόδοσης της μετοχής και αξίας αναπροσαρμογής καθώς οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται από τη χρηματοδότηση και τις επενδύσεις της εταιρείας.

Ερμηνεύουν τη σχέση μεταξύ αναπροσαρμογών και μελλοντικής επίδοσης της εταιρείας μέσω των λειτουργικών εσόδων και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, ως ένα άμεσο τρόπο της συσχέτισης των δύο μεγεθών.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 810 παρατηρήσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1991-1995, οι **Barth and Clinch (1998)** ερευνούν το βαθμό στον οποίο διαφορετικές κατηγορίες αναπροσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων είναι συνδεδεμένες με τις τιμές των μετοχών και τις εκτιμήσεις της εξω-χρηματιστηριακής αγοράς για την αξία των αυστραλιανών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, εξετάζουν κατά πόσον η συνάφεια, αξιοπιστία και διαχρονικότητα των

αναπροσαρμοσμένων στοιχείων του ενεργητικού ποικίλλουν συστηματικά για τις διάφορες κατηγορίες παγίων .

Οι συγγραφείς έδειξαν ότι υπάρχει μεγαλύτερη συσχέτιση για τις αναπροσαρμογές των εγκαταστάσεων,οικοπέδων και μηχανολογικού εξοπλισμού με την απόδοση και τιμή της μετοχής,σε σχέση με άλλες κατηγορίες παγίων που δεν έχουν άμεση σχέση με την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης.Επίσης δεν εμφανίστηκε να υπάρχει διαφοροποίηση στην συμπεριφορά της αγοράς για τις εκτιμήσεις που έγιναν από ξεχωριστούς εκτιμητές και από μέλη της διοίκησης των εταιρειών .

Χρησιμοποιώντας δεδομένα 20 ετών (1972-92) των βρετανικών επιχειρήσεων,οι **O'Hanlon and Pope (1999)** διαπίστωσαν ότι η μόνη μεταβλητή που βρίσκονταν σε πλήρη συσχέτιση με τις αναπροσαρμογές των παγίων είναι αυτή των καθαρών κερδών των επιχειρήσεων.

Οι **Cahan et al.'s (2000)** στη μελέτη τους δείχνουν στοιχεία παρόμοια με των Aboody et al.(1999) και Barth and Clinch's (1998) και καταλήγουν στα ίδια πορίσματα.Χρησιμοποίησαν στοιχεία από 48 επιχειρήσεις για να εξετάσουν τη σχετικότητα της αξίας του αναπροσαρμοσμένου παγίου περιουσιακού στοιχείου με άλλες μεταβλητές.Η μελέτη τους δείχνει ότι η αξία του πρόσθετου συνολικού εισοδήματος έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αναπροσαρμογές από ό,τι τα καθαρά κέρδη,για τον προσδιορισμό της απόδοσης της εταιρείας.

Οι **Courtenay και Cahan (2004)** παρέχουν περαιτέρω αποδεικτικά στοιχεία από τη Νέα Ζηλανδία με ένα δείγμα 235 παρατηρήσεων από 48 εισηγμένες επιχειρήσεις του χρηματιστηρίου της χώρας κατά την περίοδο 1992-1996. Το αρχικό σκέλος της έρευνας τους εστιάζεται στην αντίδραση της αγοράς στην αναγγελία της αναπροσαρμογής από εταιρείες με μεγάλη μόχλευση ώστε να γίνει εμφανές αν πρόκειται για μια καιροσκοπική κίνηση των μάνατζερς. Στην ίδια έρευνα διαπίστωσαν ότι οι αναπροσαρμογές είναι άμεσα συσχετισμένες με την τιμή και την απόδοση της μετοχής. Επίσης έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ αναπροσαρμογών και δανεισμού στις επιχειρήσεις. Φανερώθηκε μέσα από την έρευνα τους ότι επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης δε προβαίνουν συχνά σε ανατιμήσεις των παγίων τους για να βελτιώσουν την εικόνα της μετοχής τους, καθώς κάτι τέτοιο προεξοφλείται άμεσα από τις αγορές. Ακόμα επιβεβαιώθηκε ότι όταν η χρηματοοικονομική μόχλευση αντικαθίσταται από την χρηματοοικονομική δυσχέρεια της επιχείρησης, τότε η αγορά δίνει και πάλι τα ίδια αποτελέσματα. Τέλος έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ αναπροσαρμογών στα ασώματα πάγια και στην αξία της μετοχής.

2.6 Συμπέρασμα για την αντίδραση της αγοράς

Οι παραπάνω μελέτες της αντίδρασης της αγοράς για τις αναπροσαρμογές του πάγιου ενεργητικού δεν καλήγουν σε ένα συμπέρασμα. Δεν μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα ότι η ανοδική αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών στοιχείων θα επιφέρει θετικές αλλαγές στις τιμές των μετοχών. Ως εκ τούτου, δεν μπορούμε να εξακριβώσουμε αν η ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων λαμβάνεται σαν μια πληροφορία χρήσιμη για τους

υφιστάμενους και δυνητικούς επενδυτές. Έτσι η αγορά εκτός από την αξία της αναπροσαρμογής, λαμβάνει υπόψη της και άλλους παράγοντες που αυτή επηρεάζει, όπως τη χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπάρχουν περίπου 48 χώρες που επιτρέπουν την αναπροσαρμογή του ενεργητικού.

Λόγω των σημαντικών διαφορών στο νομικό πλαίσιο, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και το θεσμικό πλαίσιο αυτών των διαφορετικών χωρών, τα αποτελέσματα που δημιουργήθηκαν δεν μπορούν να γενικευτούν τόσο εύκολα.

Παρόλα αυτά, οι μελέτες που εξετάζουν την επίδραση της αναπροσαρμογής του πάγιου ενεργητικού στις τιμές των μετοχών από τις διάφορες χώρες θα συμβάλουν σημαντικά στη συνεχιζόμενη συζήτηση και την μελλοντική λογιστική βιβλιογραφία.

Για τους ανωτέρω σκοπούς και με γνώμονα τη δημιουργία μιας εννοιίας λογιστικής γλώσσας επικοινωνίας, η Ευρωπαϊκή Ένωση καθιέρωσε την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από το 2005 σε όλες τις ενεργές χρηματιστηριακές αγορές των κρατών μελών της¹⁰

¹⁰ Εφαρμογή των ΔΠΧΑ από τα κράτη μέλη της Ε.Ε (Κανονισμός [1606/2002/ΕΚ](#) , Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. [297/2008](#))

Κεφάλαιο 3^ο - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 16

(Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις)

(Property,Plant,Equipment –PPE)

Το ΔΛΠ 16,Λογιστική Ενσώματων Ακίνητοποιήσεων εγκρίθηκε τον Μάρτιο του 1982.Το Δεκέμβριο του 1993 αναθεωρήθηκε σαν ένα μέρος ενός προγράμματος συγκρισιμότητας και βελτίωσης των οικονομικών καταστάσεων και δημιουργήθηκε το αναθεωρημένο Δ.Λ.Π.16,το οποίο αναθεωρήθηκε ξανά το 1998 και 2003 .Η τελευταία τροποποίηση του προτύπου συντελέστηκε το 2008 με την ενσωμάτωση λογιστικών κανόνων για τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που διακρατούνται προς ενοικίαση (held for rental).

3.1 Σκοπός του ΔΛΠ 16

Σκοπός του ΔΛΠ 16 είναι να προδιαγράψει :

- Το λογιστικό χειρισμό για τα ενσώματα πάγια
- Την αναγνώριση των περιουσιακών στοιχείων
- Τον προσδιορισμό της λογιστικής του αξίας
- Τις επιβαρύνσεις των αποσβέσεων και των ζημιών απομείωσης που πρέπει να αναγνωριστούν σε σχέση με αυτά
- Τις απαιτήσεις γνωστοποίησης

Το Πρότυπο καθορίζει πότε αναγνωρίζεται το κόστος ενός στοιχείου ενεργητικού ως ενσώματο πάγιο (tangible asset) και ποιο ποσό της αξίας του θα λογιστικοποιηθεί κατά την αρχική αναγνώριση. Περιγράφει τα κριτήρια της αρχικής αναγνώρισης και της διάκρισης μεταξύ μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού αλλά και τον τρόπο που αυτά θα αποτιμούνται για όσο χρονικό διάστημα η εταιρεία χρησιμοποιεί τα συγκεκριμένα πάγια.

3.2 Πεδίο εφαρμογής

Το Διεθνές λογιστικό Πρότυπο 16 ασχολείται με όλα τα ενσώματα πάγια, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που κατέχονται από το μισθωτή στο πλαίσιο μιας χρηματοδοτικής μίσθωσης (financial leasing) καθώς και με τον εξοπλισμό που χρησιμοποιείται για την ανάπτυξη και διατήρηση των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων. Το πρότυπο ορίζει ότι το αρχικό ποσό του περιουσιακού στοιχείου αναγνωρίζεται στο κόστος και στη συνέχεια γίνεται επιλογή μεταξύ της συνέχισης της εφαρμογής της μεθόδου του κόστους ή της εφαρμογής της μεθόδου της αναπροσαρμογής (εύλογη αξία)

Το συγκεκριμένο πρότυπο δε βρίσκει εφαρμογή σε :

- ενσώματα πάγια που κατατάσσονται ως κατεχόμενα προς πώληση (ΔΠΧΑ 5 « Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση »).
- Επενδύσεις σε ακίνητα (ΔΛΠ 40 « επενδύσεις σε ακίνητα »), δηλαδή ακίνητα που κατέχονται για να κερδίζονται

μισθώματα ή για κεφαλαιακά κέρδη (αύξηση της αξίας τους, πχ λόγω αναπροσαρμογών) ή διακρατώνται για απροσδιόριστη χρήση.

- Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με την αγροτική δραστηριότητα (ΔΛΠ 41 « Γεωργία»)
- Μεταλλευτικά δικαιώματα και μεταλλευτικά αποθέματα, όπως το πετρέλαιο ή ο λιγνίτης (ΔΠΧΑ 6 « Έρευνα και Αξιοποίηση ορυκτών πόρων»).

3.3 Ορισμοί

Ως **ενσώματα πάγια** ορίζουμε τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται για χρήση στην παραγωγή ή την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών ή για χρήση από τη διοίκηση και αναμένεται να χρησιμοποιηθούν για παραπάνω από μια λογιστικές περιόδους.

Κόστος είναι τα μετρητά ή τα ταμειακά ισοδύναμα ή η εύλογη αξία του όποιου ανταλλάγματος παραχωρείται για την απόκτηση του περιουσιακού στοιχείου κατά το χρόνο της απόκτησης ή της κατασκευής του.

Εύλογη αξία είναι το ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαχθεί μεταξύ μερών που ενεργούν με τη θέληση τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς στα πλαίσια μιας συναλλαγής που διεξάγεται σε καθαρά εμπορική βάση.

Λογιστική αξία είναι το ποσό στο οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο αναγνωρίζεται μετά την αφαίρεση οποιονδήποτε συσσωρευμένων αποσβέσεων και συσσωρευμένων ζημιών απομείωσης.

Απόσβεση είναι η συστηματική κατανομή της αποσβέσιμης αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου στη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής του.

Ζημιά απομείωσης είναι το ποσό κατά το οποίο η λογιστική αξία ενός περιουσιακού στοιχείου υπερβαίνει το ανακτήσιμο ποσό του.

Ανακτήσιμο ποσό ορίζεται η υψηλότερη αξία μεταξύ της καθαρής τιμής πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου και της αξίας λόγω χρήσης του.

Υπολειμματική αξία, ονομάζεται η αξία που η οικονομική οντότητα εκτιμά ότι θα λάμβανε σήμερα από τη διάθεση του περιουσιακού στοιχείου, μετά την αφαίρεση του κόστους διάθεσης, αν το περιουσιακό στοιχείο ήταν ήδη στη κατάσταση και την ηλικία που αναμένεται να βρεθεί στη τέλος της ωφέλιμης ζωής του.

Ωφέλιμη ζωή είναι η χρονική περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας αναμένεται ένα περιουσιακό στοιχείο να είναι διαθέσιμο για χρήση από την οικονομική οντότητα ή το πλήθος των παραγωγικών ή όμοιων μονάδων που η οικονομική οντότητα αναμένεται να αποκτήσει από το περιουσιακό στοιχείο.

3.4 Αναγνώριση

Ως περιουσιακό στοιχείο στο ενεργητικό αναγνωρίζεται ένα στοιχείο όταν (α) ελέγχεται από την οικονομική οντότητα – εταιρεία ως αποτέλεσμα παρελθόντων γεγονότων και (β) είναι πιθανόν ($50\% <$) ότι μελλοντικά οφέλη που συνδέονται με το περιουσιακό στοιχείο θα εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα.

Πιο συγκεκριμένα, ένα περιουσιακό στοιχείο αναγνωρίζεται ως πάγιο περιουσιακό στοιχείο όταν (α) κατέχεται για χρήση στην παραγωγή ή την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών ή για χρήση από τη διοίκηση, (β) το κόστος του μπορεί να μετρηθεί με αξιοπιστία και (γ) αναμένεται να χρησιμοποιηθεί για περισσότερο από μια λογιστικές περιόδους.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στο κόστος ενός πάγιου περιουσιακού στοιχείου συμπεριλαμβάνονται και τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν αρχικά για την απόκτηση ή κατασκευή του, καθώς και τα κόστη που πραγματοποιήθηκαν μεταγενέστερα και αποτελούν προσθήκες ή βελτιώσεις γιατί συντελούν στην αύξηση της παραγωγικής ικανότητας του παγίου. Αντίθετα δε, δαπάνες όπως συντηρήσεις και επισκευές αναγνωρίζονται ως έξοδα και δεν προσμετρούνται στην αξία του παγίου (εξαιρούνται σημαντικές επισκευές).

3.5 Αρχική Επιμέτρηση

Τα ενσώματα πάγια θα πρέπει κατά τη στιγμή της αρχικής τους αναγνώρισης να επιμετρώνται στο κόστος τους. Το κόστος περιλαμβάνει όλες εκείνες τις δαπάνες που απαιτούνται προκειμένου το πάγιο να βρεθεί στη θέση και τη κατάσταση που απαιτεί η εταιρεία για την έναρξη της χρήσης του.

Όταν το ενσώματο πάγιο αποκτάται με αγορά τότε στο κόστος του συναθροίζονται

- Η αρχική τιμή αγοράς
- Το κόστος προετοιμασίας του χώρου
- Οι αρχικές δαπάνες παράδοσης και μεταφοράς
- Το κόστος της εγκατάστασης και συναρμολόγησης
- Το κόστος των δοκιμών καλής λειτουργίας
- Οι επαγγελματικές αμοιβές
- Η παρούσα αξία του κόστους αποσυναρμολόγησης
- Η παρούσα αξία του κόστους αποκατάστασης του χώρου

3.6 Επιμέτρηση μετά την αρχική αναγνώριση

(measurement)

Μετά την αρχική αναγνώριση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που γίνεται υποχρεωτικά στο κόστος του, στην συνέχεια η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να επιλέξει με ποια μέθοδο θα αποτιμά την αξία του. Η πρώτη περίπτωση αποτελεί τη συνέχιση της αποτίμησης της αξίας στο ενσώματο πάγιο στο **ιστορικό κόστος** μείον τις συσσωρευμένες αποσβέσεις και συσσωρευμένες απομειώσεις ζημίας. Η δεύτερη περίπτωση περιλαμβάνει τη **μέθοδο της αναπροσαρμογής**, όπου το αναπροσαρμοσμένο

περιουσιακό στοιχείο εμφανίζεται στην αναπροσαρμοσμένη του αξία ή την εύλογη αξία κατά την ημέρα της αναπροσαρμογής μείον τις μεταγενέστερες συσσωρευμένες αποσβέσεις και ζημίες λόγω απομείωσης. Προϋπόθεση εφαρμογής της συγκεκριμένης μεθόδου, αποτελεί να μπορεί η εύλογη αξία να επιμετρηθεί με αξιοπιστία.

3.7 Μέθοδος Αναπροσαρμογής (Revaluation)

Βάσει αυτής της μεθόδου, αναπροσαρμογές θα πρέπει να γίνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα ώστε η λογιστική αξία ενός περιουσιακού στοιχείου να μη διαφέρει σημαντικά από την εύλογη του αξία (ημερομηνία ισολογισμού). Εάν γίνει αναπροσαρμογή στην αξία ενός παγίου, τότε ολόκληρη η κατηγορία στην οποία ανήκει το πάγιο αυτό, θα πρέπει να αναπροσαρμόζεται .

Σε καθαρά τεχνικό επίπεδο, υπάρχουν δύο τρόποι να εφαρμοστεί η αναπροσαρμογή όσον αφορά τις αποσβέσεις. Ο πρώτος τρόπος είναι αυτός του συμψηφισμού (elimination) των συσσωρευμένων αποσβέσεων και της αξίας κτήσης και η δεύτερη μέθοδος είναι η κατ' αναλογία αναδιατύπωσης (restate proportionately) της προ αποσβέσεων αξίας του παγίου αλλά και των αποσβέσεων του.

Η πρώτη μέθοδος βρίσκει εφαρμογή σε εκτιμήσεις κτιρίων ενώ η δεύτερη μέθοδος βρίσκει εφαρμογή όταν η αναπροσαρμογή γίνεται βάσει ενός προκαθορισμένου δείκτη (πχ Δείκτης Τιμών Καταναλωτή).

3.8 Λογιστικός χειρισμός αναπροσαρμογής

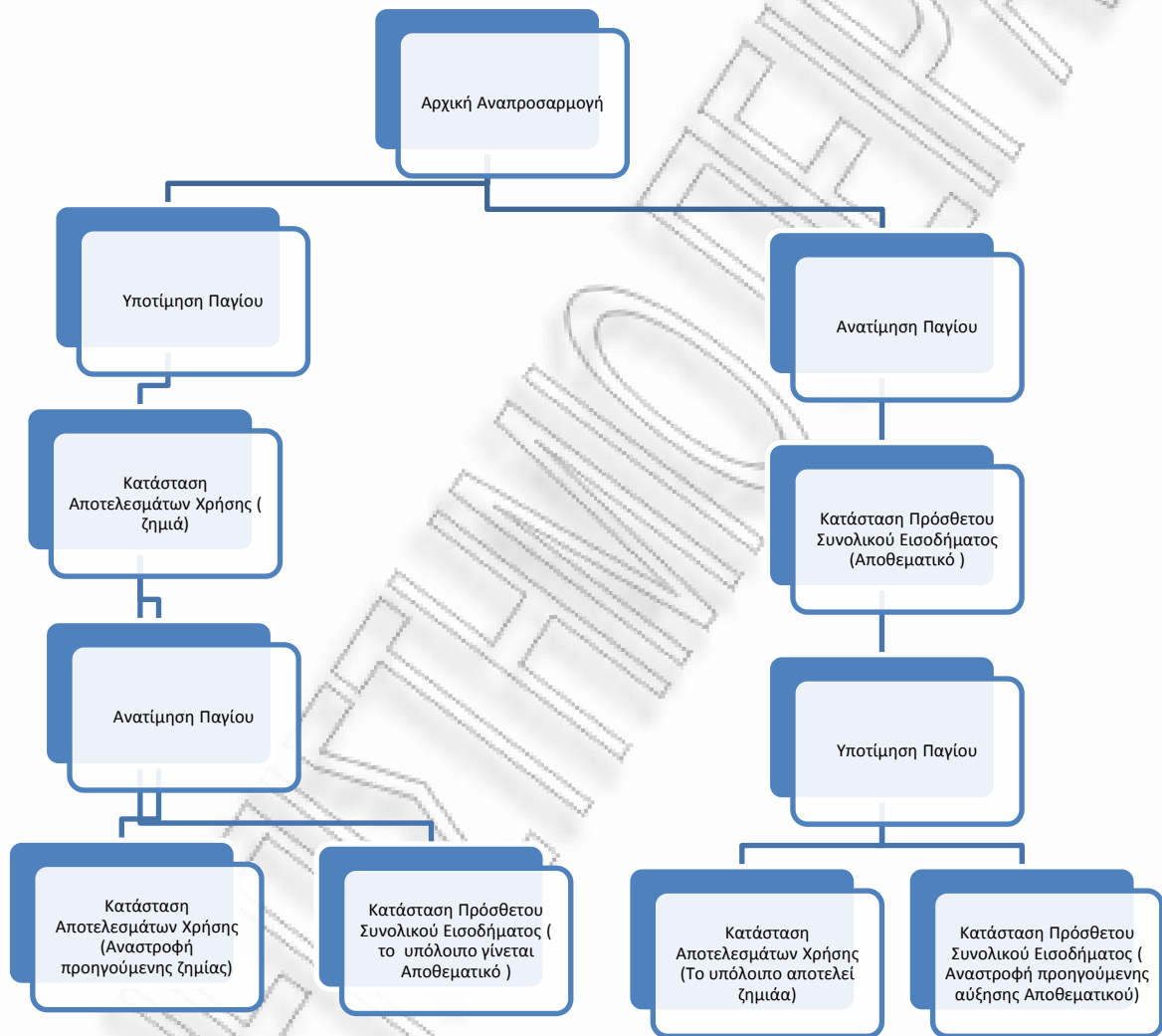
Τα αναπροσαρμοσμένα πάγια αποσβένονται με τον ίδιο ακριβώς τρόπο όπως και με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους.

Σε περίπτωση που μια αναπροσαρμογή οδηγήσει σε αύξηση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου (ανατίμηση) τότε θα πρέπει να χρεώνεται το πάγιο περιουσιακό στοιχείο (χρέωση) και να πιστώνεται το πρόσθετο συνολικό εισόδημα (Other Comprehensive Income ή recognized Income & Expense statement) και εκεί να συσσωρεύεται στη Καθαρή Θέση,σε λογαριασμό αποθεματικού (Revaluation Reserve)

Αν όμως η αύξηση αυτή αποτελεί αναστροφή προηγούμενης υποτίμησης του παγίου και η οποία είχε αναγνωριστεί ως αρχική μείωση της αξίας του παγίου στο λογαριασμό αποτελεσμάτων (Income Statement),τότε αυτή θα χαρακτηριστεί ως έσοδο στη κατάσταση αποτελεσμάτων μέχρι το ύψος της παλαιότερης ζημιάς.

Αν όμως μια αναπροσαρμογή οδηγήσει σε μείωση (πίστωση) της αξίας του περιουσιακού στοιχείου του ενεργητικού,τότε η μείωση αυτή θα πρέπει να αναγνωριστεί στην κατάσταση αποτελεσμάτων της χρήσης.Αν όμως η μείωση αυτή αποτελεί αναστροφή προηγούμενης ανατίμησης της αξίας του παγίου,τότε μειώνεται το πρόσθετο συνολικό εισόδημα και ο λογαριασμός αποθεματικών αναπροσαρμογών μέχρι το ποσό της αύξησης που είχε γίνει και και το υπόλοιπο ποσό εμφανίζεται ως ζημιά στην κατάσταση αποτελεσμάτων .

Γράφημα 1.Λογιστική Αντιμετώπιση Αναπροσαρμογής ενσώματων παγίων



Σε περίπτωση που ένα αναπροσαρμοσμένο πάγιο διατίθεται ή εκποιείται, τότε τυχόν πλεόνασμα αναπροσαρμογής μεταφέρεται αυτομάτως στο υπόλοιπο κερδών εις νέον .

3.9 Απόσβεση

Η αποσβέσιμη αξία (κόστος μείον συσσωρευμένη απόσβεση μείον συσσωρευμένες απομειώσεις μείον υπολειμματική αξία) θα πρέπει να κατανέμεται συστηματικά σε ολόκληρη την ωφέλιμη διάρκεια ζωής του παγίου. Οι αποσβέσεις χρεώνονται πάντα ως έξοδο στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Η απόσβεση του παγίου αρχίζει όταν αυτό καθίσταται διαθέσιμο προς χρήση και παύει όταν αυτό κατατάσσεται διαθέσιμο προς πώληση ή όταν παύει η ωφέλιμη διάρκεια ζωής του. Υπάρχουν συνολικά τρεις μέθοδοι απόσβεσης : (α) η σταθερή, (β) του σταθερού φθίνοντος υπολοίπου και (γ) φθίνοντος υπολοίπου με ποσοστό.

3. 10 Απομείωση αξίας

Το ΔΛΠ 36 απαιτεί τον έλεγχο απομείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό σημαίνει ότι ένα ενσώματο πάγιο δε θα πρέπει να έχει λογιστική αξία μεγαλύτερη από το ανακτήσιμο ποσό που του αντιστοιχεί.

Κεφάλαιο 4^ο - Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 40

(Επενδύσεις σε Ακίνητα)

Investment Property

4.1 Σκοπός του ΔΛΠ 40 είναι να καθορίσει το λογιστικό χειρισμό των επενδύσεων σε ακίνητα.

Πίνακας 1 - Ιστορία του Διεθνούς Λογιστικού προτύπου 40 (IAS 40)

Επενδύσεις σε Ακίνητα	
<u>Χρονολογική Σειρά</u>	<u>Γεγονότα</u>
Οκτώβριος 1984	Σχέδιο έκθεσης E26, Λογιστική των Επενδύσεων
Μάρτιος 1986	ΔΛΠ 25, Λογιστική των επενδύσεων
Ιανουάριος 1987	Ημερομηνία εφαρμογής ΔΛΠ 25 (1/1/1987)
Δεκέμβριος 1999	Σχέδιο έκθεσης E64, Επενδύσεις σε Ακίνητα
Απρίλιος 2000	Το ΔΛΠ 40 αντικατέστησε τα τμήματα του ΔΛΠ 25 που αφορούσαν σε επενδύσεις σε ακίνητα και το υπόλοιπο ΔΛΠ 25 καταργήθηκε
Ιανουάριος 2001	Ημερομηνία εφαρμογής αναθεωρημένου (2000) ΔΛΠ 16 (1/1/2001)
Δεκέμβριος 2003	Αναθεωρημένη Έκδοση του ΔΛΠ 40 από το IASB
Ιανουάριος 2005	Ημερομηνία εφαρμογής αναθεωρημένου (2003) ΔΛΠ 40 (1/1/2005)
Μάιος 2008	Το ΔΛΠ 40 τροποποιήθηκε στο πλαίσιο των βελτιώσεων των ΔΠΧΑ 2007 σχετικά με τα ακίνητα υπό κατασκευή ή ανάπτυξη για μελλοντική χρήση ως επένδυση σε ακίνητα
Ιανουάριος 2009	Ημερομηνία εφαρμογής τροποποιημένου (2008) ΔΛΠ 16 (1/1/2009)

Πηγή : <http://www.iasplus.com/standard/ias16.htm> © 2012 Deloitte Global Services Limited.

4.2 Πεδίο εφαρμογής

Το ΔΛΠ 40 εφαρμόζεται σε όλες τις επενδύσεις σε ακίνητα. Δίδεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να εφαρμόσουν είτε τη μέθοδο (α) της **εύλογης αξίας** (αναπροσαρμογής) όπου οι επιχειρήσεις μετά την αρχική αναγνώριση της επένδυσης στο κόστος στη συνέχεια αποτιμούν το περιουσιακό στοιχείο στην εύλογη αξία και οι μεταβολές αυτής αναγνωρίζονται στη κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ή (β) τη μέθοδο του **ιστορικού κόστους** (αρχική αξία κτήσης μείον συσσωρευμένες αποσβέσεις μείον συσσωρευμένες απομειώσεις).

Στις επενδύσεις σε ακίνητα περιλαμβάνονται οι :

- Οι εκτάσεις γης που κατέχονται για μακροπρόθεσμη αύξηση της αξίας τους
- Γη που κατέχεται για χρήση που ακόμα δεν έχει προσδιοριστεί
- Ένα κτίριο που ανήκει στην επιχείρηση και ενοικιάζεται βάσει λειτουργικής μίσθωσης (Operating Leasing)
- Ένα κτίριο που είναι κενό αλλά κατέχεται για να μισθωθεί βάσει λειτουργικής μίσθωσης
- Ακίνητα που κατασκευάζονται ή αναπτύσσονται με σκοπό την μελλοντική τους χρήση ως επενδύσεις σε ακίνητα
- Ακίνητα που κατέχονται βάσει χρηματοδοτικής μίσθωσης για σκοπούς αύξησης επενδυμένου κεφαλαίου ή για την είσπραξη ενοικίων

- Από τις επενδύσεις σε ακίνητα εξαιρούνται (α) ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα,(β) ακίνητα που προορίζονται για πώληση (απόθεμα),(γ) ακίνητα υπό κατασκευή ή ανάπτυξη για τρίτους,(δ) βιολογικά περιουσιακά στοιχεία και (ε) Μεταλλευτικά δικαιώματα και μεταλλευτικά αποθέματα,όπως το πετρέλαιο ή ο λιγνίτης (ΔΠΧΑ 6 « Έρευνα και Αξιοποίηση ορυκτών πόρων»).

4.3 Ορισμοί

Οι **επενδύσεις σε ακίνητα** αποτελούν επενδύσεις που κατέχονται από την οικονομική μονάδα είτε για να εισπράττονται μισθώματα είτε για κεφαλαιακούς σκοπούς (ενίοτε και για τους δύο λόγους)αλλά σε καμία περίπτωση για την πώληση τους βάσει των συνήθη εργασιών της επιχείρησης ή για τη χρήση τους στην παραγωγική διαδικασία ή διοικητικούς σκοπούς.

Τα **ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα** αποτελούν ακίνητα που κατέχονται από την ιδιοκτήτρια επιχείρηση με σκοπό την χρήση τους στην παραγωγική διαδικασία,την προμήθεια αγαθών και την παροχή υπηρεσιών ή για διοικητικούς σκοπούς.

Για να είναι διακριτός ο διαχωρισμός μεταξύ ακινήτων που πληρούν τις προϋποθέσεις για να κατατάσσονται ως επενδύσεις σε ακίνητα,τότε αυτά θα πρέπει να παράγουν ταμειακές εισροές που είναι ανεξάρτητες από τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.Για αυτό το λόγο υπάρχουν οι παρακάτω τέσσερις

περιπτώσεις όπου ανάλογα με τη χρήση, ένα ακίνητο μπορεί να θεωρηθεί ως επένδυση ή όχι :

1. Ακίνητο που κατέχεται βάσει λειτουργικής μίσθωσης (αν μισθωτής κάνει χρήση της μεθόδου της εύλογης αξίας στην αποτίμηση του στοιχείου,
2. Ακίνητο που χρησιμοποιείται για μερική ιδιοχρησία (αν το υπόλοιπο ακίνητο μπορεί να εκμισθωθεί)
3. Ακίνητο που χρησιμοποιείται για βοηθητικές υπηρεσίες
4. Ακίνητο που χρησιμοποιείται για ενδοεταιρικές μισθώσεις. (αν η εκμίσθωση γίνεται σε μητρική ή θυγατρική τότε δεν αποτελεί επένδυση σε ακίνητα (ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις) αλλά στις ατομικές οικονομικές καταστάσεις μπορεί να εμφανίζεται ως τέτοια .

4.4 Αναγνώριση

Μια επένδυση σε ακίνητα αναγνωρίζεται ως περιουσιακό στοιχείο όταν (α) είναι περισσότερο πιθανό ότι μελλοντικά οφέλη μπορούν να εισρέουν στην επιχείρηση από τη χρήση του εν λόγω περιουσιακού στοιχείου και (β) το κόστος της επένδυσης σε ακίνητα μπορεί να μετρηθεί με αξιοπιστία.

4.5 Επιμέτρηση μετά την αρχική αναγνώριση (measurement)

Το ΔΛΠ40 δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να επιλέγουν μετά την αρχική αναγνώριση (στο κόστος) με ποια μέθοδο θέλουν να αποτιμούν την αξία του περιουσιακού στοιχείου είτε (α) συνεχίζοντας στο κόστος, είτε (β) στην εύλογη αξία.

Πρέπει όμως να εφαρμόζεται μια ενιαία μέθοδος σε όλες τις επενδύσεις σε ακίνητα και όχι διακριτή επιλογή ανά πάγιο περιουσιακό στοιχείο. Ειδικότερα το Πρότυπο επισημαίνει ότι μια αλλαγή επιμέτρησης από την εύλογη αξία στο ιστορικό κόστος δε θα συμβάλλει στην καλύτερη απεικόνιση του πάγιου στοιχείου.

Στην περίπτωση της συνέχισης της επιμέτρησης με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (ΔΛΠ 16), η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να γνωστοποιεί ποια είναι η αξία του περιουσιακού στοιχείου με τη μέθοδο της εύλογης αξίας.

Στην περίπτωση της επιμέτρησης με τη μέθοδο της εύλογης αξίας, τότε η εύλογη αξία θα πρέπει να απεικονίζει τις συνθήκες της αγοράς κατά την ημερομηνία του εκάστοτε ισολογισμού χωρίς να αφαιρούνται κόστη που συνάδουν με τη πώληση του περιουσιακού στοιχείου, ενώ δεν αντανakλά μελλοντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες που αυξάνουν την αξία του ακινήτου.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά οι διαφορές μεταξύ εύλογης αξίας (Fair Value Method) και αναπροσαρμογών που αφορούν τα ενσώματα πάγια (Revaluation Method).

Πίνακας 2 – Διαφορές Αναπροσαρμογών (ΔΛΠ 16) με τη μέθοδο της εύλογης αξίας ΔΛΠ 40

Μέθοδος Εύλογης Αξίας (ΔΛΠ 40)	Μέθοδος Αναπροσαρμογής ΔΛΠ (16)
Οι μεταβολές της εύλογης αξίας αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα	Οι μεταβολές στην εύλογη αξία αναγνωρίζονται στα ίδια Κεφάλαια εκτός αν αποτελούν απομείωση ή αναστροφή απομείωσης, όπου τότε αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα χρήσης
Τα περιουσιακά στοιχεία δεν αποσβένονται	Τα περιουσιακά στοιχεία αποσβένονται

Πηγή : IFRS manual - Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα @ Pricewaterhousecoopers Business Solutions A.E 2011

Τέλος, βασική αρχή του ΔΛΠ 40 αποτελεί η αξιόπιστη αναγνώριση της εύλογης αξίας με κάθε τρόπο, ακόμα και αν δεν υπάρχει κάποια ενεργή αγορά για το προσδιορισμό της αξίας του περιουσιακού στοιχείου.

Τέτοιες μέθοδοι μπορεί να αποτελέσουν

- I. Αναπροσαρμογή της αξίας βάσει κάποιου δείκτη
- II. Προσδιορισμός της αξίας βάσει της τρέχουσας τιμής της αγοράς για ομοειδή περιουσιακά στοιχεία με τα ίδια χαρακτηριστικά (παλαιότητα, περιοχή κλπ)

- III. Προσδιορισμός της αξίας από διαπιστευμένους εκτιμητές με τη μέθοδο της προεξόφλησης(συντελεστής κεφαλαιοποίησης) των μελλοντικών λειτουργικών κερδών (Discounting of Net Operating Income) .

Κεφάλαιο 5^ο - Προηγούμενες Εμπειρικές Μελέτες - Μεθοδολογία

5.1 – Συσχέτιση Λειτουργικής Κερδοφορίας και Ανατίμησης πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Το 1999 οι Aboody et al, δημοσίευσαν την ερευνητική εργασία με τίτλο «Revaluation of fixed Assets & future performance : Evidence from UK». Στην εργασία τους αυτή χρησιμοποιήθηκαν τόσο λογιστικά δεδομένα όσο και δεδομένα της αγοράς από τη βάση δεδομένων Datastream International¹¹ για όλες τις εμπορικές και βιομηχανικές εταιρείες που μελετήθηκαν. Ο συνολικός αριθμός των δεδομένων του δείγματος τους έφτασε τις 11.319 παρατηρήσεις από το 1983 έως το 1995 για όλα τα έτη από τις εταιρείες που εξέτασαν. Κατά την συλλογή των στοιχείων δε κατέστη εφικτό να βρουν τα λογιστικά δεδομένα των αναπροσαρμογών και έτσι κατέφυγαν οι ίδιοι στη συλλογή των δεδομένων από τις οικονομικές καταστάσεις (hand collection). Με τη διαδικασία αυτή επιβεβαίωσαν και τα δεδομένα που είχαν αντλήσει από τη βάση δεδομένων της Datastream και διαπιστώθηκε ότι υπήρχαν ελάχιστες διαφορές.

¹¹ Προτιμήθηκε η Datastream καθώς δεν υπήρχαν κάποιες σημαντικές μεταβλητές της εργασίας τους σε άλλες βάσεις δεδομένων.

Οι έλεγχοι τους επικεντρώθηκαν στο κατά πόσο οι ανατιμήσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν τη μελλοντική απόδοση της εταιρείας, η οποία μετριέται από τα λειτουργικά κέρδη (operating income)¹² και από τις ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες (cash from operations)¹³. Αρχικά υπολόγισαν την παρακάτω διαστρωματική συνάρτηση (cross –sectional) :

$$\Delta OPINC_{t+\tau,i} = \sum_{83}^{95} a_0 YR_{Yti} + a_1 REV_{Yti} + a_2 \Delta OPIN_{ti} + a_3 MB_{ti} + a_4 ASSETS_{ti} + \varepsilon_{ti}$$

(1)

Όπου η χρονική περίοδος t αποτελεί το έτος της αναπροσαρμογής, ενώ η μεταβλητή τ είναι ίση με 1, 2, 3 έτη έτσι ώστε να μελετηθεί η μεταβολή των λειτουργικών κερδών ($\Delta OPINC$) για τους χρονικούς ορίζοντες $t+\tau$. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι από τα λειτουργικά κέρδη αφαιρέθηκαν τα κέρδη από τη διάθεση των παγίων, καθώς αυτό θα επηρέαζε τη μεταβλητή $\Delta OPINC$. Ως εκ τούτου με τον όρο $\Delta OPINC$ θα αναφερόμαστε πλέον στα επαναλαμβανόμενα λειτουργικά κέρδη της εταιρείας (recurring EBITDA). Ο λόγος για τον οποίο παρατηρείται η λειτουργική κερδοφορία για ορίζοντα παραπάνω του ενός έτους, οφείλεται στο γεγονός ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία αποτελούν μακροχρόνιο λογιστικό μέγεθος για μια εταιρεία, με αντίστοιχη μακροχρόνια επίδραση στη λειτουργία αυτής.

¹² Operating Income είναι ταυτόσημος όρος με το EBITDA, δηλαδή κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων

¹³ Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες προέρχονται από τα επίσημα δημοσιευμένα μεγέθη που δημοσιεύουν οι εταιρείες στη κατάσταση ταμειακών ροών τους (Statement of Cash flows).

Εντούτοις, για την αποφυγή παρερμηνειών σχετικά με τη μακροχρόνια επίδραση της αναπροσαρμογής για τις χρονικές περιόδους $t+2$ και $t+3$, λήφθηκε σαν έτος βάσης για την εξίσωση (1) η χρονική περίοδος $t+1$ και όχι η t . Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η προσωρινή συσχέτιση της αναπροσαρμογής με την μακροχρόνια επίδοση της εταιρείας. Αρνητικός παράγοντας για τη μελέτη της επίδρασης των αναπροσαρμογών αποτέλεσε η έλλειψη δεδομένων για χρονικό ορίζοντα μεγαλύτερο της τριετίας.

Η μεταβλητή REV_{yti} αποτελεί το μέγεθος της ανατίμησης που πραγματοποιήθηκε κατά τη οικονομική χρήση t , δηλαδή του ποσό που αντιστοιχεί στην αύξηση των αποθεματικών αναπροσαρμογών¹⁴ της Καθαρής Θέσης της επιχείρησης. Σημαντικό ρόλο στη συγκεκριμένη έρευνα διαδραματίζει ο συντελεστής α_1 , καθώς μια θετική τιμή σε αυτόν θα αποτελεί ένδειξη της θετικής συσχέτισης αναπροσαρμογών και μελλοντικής λειτουργικής απόδοσης της εταιρείας.

Με αυτό τον τρόπο είμαστε επίσης σε θέση να επαληθεύσουμε αν η επιλογή των μάντζερς για τη διενέργεια αναπροσαρμογών συνάδει με τη μελλοντική επίδοση της εταιρείας. Για τους σκοπούς όμως της παρούσης εργασίας δε θα δοθεί περεταίρω έμφαση στη σχέση αυτή καθώς δεν αποτελεί ερευνητικό κριτήριο προς μελέτη. Η μεταβολή των λειτουργικών κερδών από την περίοδο $t-1$ στην περίοδο t , $\Delta OPIN_{ti}$, επηρεάζει τις ιδιότητες των χρονοσειρών που σχετίζονται με τα κέρδη της επιχείρησης τη χρονική στιγμή t και το μελλοντικό λειτουργικό έσοδο. Η μεταβλητή MB_{ti} αποτελεί το λόγο της χρηματιστηριακής αξίας (Market Value) προς τη λογιστική αξία (book value) και σαν μέτρο απεικονίζει την

¹⁴ Θα πρέπει να τονιστεί ότι τα ειδικά αυτά αποθεματικά δε μπορούν να δοθούν έναντι αντιτίμου στους μετόχους παρά μόνο διανύονται αναλογικά σε αυτούς βάσει των υφιστάμενων μεριδίων που κατέχουν με δωρεάν διάθεση (scrip issue or bonus issue)

επίδραση της ανάπτυξης και των κινδύνων της επιχείρησης (Fama & French, 1992). Τονίζεται ότι από τη λογιστική αξία αφαιρείται το ποσό των συσσωρευμένων αναπροσαρμογών ώστε να μην επηρεάζουν το μοντέλο.

Η μεταβλητή $ASSETS_{ti}$ αποτελεί τη λογαριθμική τιμή των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού μείον τις συσσωρευμένες αποσβέσεις (revaluation balance)¹⁵ των αναπροσαρμογών των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και επηρεάζει το μέγεθος της επιχείρησης.

Τέλος χρησιμοποιείται η ψευδομεταβλητή¹⁶ (τεταγμένη) YR_{Yti} που λαμβάνει τιμές 1 (έτος παρατήρησης όπου πραγματοποιήθηκε αναπροσαρμογή) και 0 (έτος παρατήρησης όπου δεν πραγματοποιήθηκε αναπροσαρμογή) και έχει ως σκοπό τον έλεγχο των μακροοικονομικών μεγεθών που επηρεάζουν το αποτέλεσμα του μοντέλου, όπως π.χ. η αύξηση των τιμών των ακινήτων. Για την εξάλειψη των πληθωριστικών πιέσεων, τόσο οι μεταβλητές $\Delta OPINC$ και αλλά και η μεταβλητή REV_{Yti} αποπληθωρίζονται με τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας κατά τη χρονική στιγμή t .

Το δεύτερο μοντέλο που αναλύθηκε στην ίδια εργασία ήταν αυτό που μελετούσε τη συσχέτιση των αναπροσαρμογών με τις

¹⁵ Revaluation Balance είναι το ποσό των συσσωρευμένων αποσβέσεων που σχετίζεται με αναπροσαρμογές του πάγιου ενεργητικού. Αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού ενώ στη καθαρή θέση φέρει την ονομασία αποθεματικό αναπροσαρμογών παγίων

¹⁶ Ψευδομεταβλητές (dummy variables) : Οι μεταβλητές αυτές συνήθως χρησιμοποιούνται για να εκφράσουν δύο κατηγορίες (επίπεδα), οπότε είναι δίτιμες. Η συνήθης επιλογή για τον ορισμό μιας δίτιμης ψευδομεταβλητής είναι η χρησιμοποίηση μιας μεταβλητής-δείκτη (0-1) η οποία δείχνει αν μια συγκεκριμένη παρατήρηση ανήκει σε ένα από δύο καθορισμένα επίπεδα (Σημειώσεις τμήματος Στατιστικής Επιστήμης – ΑΣΟΕΕ)

μελλοντικές χρηματοροές που προέρχονταν από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας. Με αυτό τον άμεσο τρόπο δείχνεται η συσχέτιση των δύο μεγεθών. Το μοντέλο σε γενικές γραμμές βασίζεται στα ίδια αριθμητικά μεγέθη και τρόπο υπολογισμού όπως στο πρώτο μοντέλο (1).

$$\Delta CFCO_{t+\tau,i} = \sum_{83}^{95} \beta_0 YR_{Yti} + \beta_1 REV_{Yti} + \beta_2 \Delta CFO_{ti} + \beta_3 \Delta WC_{ti} + \beta_4 MB_{ti} + \beta_5 ASSETS_{ti} + v_{ti}$$

(2)

Οι μόνες διαφορές που παρατηρούνται σε σχέση με την πρώτη εξίσωση είναι η εξαρτημένη μεταβλητή $\Delta CFCO_{t+\tau,i}$ που αναπαριστά τις αλλαγές στις λειτουργικές ταμειακές ροές καθώς επίσης και ο όρος WC_{ti} που αντικατοπτρίζει τις αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης για τη χρονική περίοδο από t-1 σε t.

5.2 Συσχέτιση τιμής μετοχής με την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής στις οικονομικές καταστάσεις.

Στην εργασία των Sharpe και Walker (1975) εξετάστηκε η πορεία της μετοχής γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των αναπροσαρμογών. Το δείγμα τους αποτελείται από τριάντα τέσσερις εταιρείες που είχαν προβεί σε αναπροσαρμογές¹⁷ μέσα στη δεκαετία του 1960 και ήταν εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά του Σίδνεϋ (Sydney Stock Exchange). Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε ήταν αυτό της αγοράς και παρουσιάζεται στην παρακάτω εξίσωση:

¹⁷ Οι αναπροσαρμογές περιλάμβαναν ιδιόκτητα οικόπεδα και κτίρια, επενδύσεις σε μετοχές άλλων εταιρειών καθώς και εγκαταστάσεις και μηχανολογικό εξοπλισμό.

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Η ανωτέρω εξίσωση εκτιμήθηκε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων όπου η μεταβλητή R_{it} αναπαριστά την απόδοση της μετοχής i βάσει της τιμής κλεισίματος αυτής στο τέλος του μήνα και συμπεριλαμβάνοντας και τις μερισματικές αποδόσεις αυτής.

Κατάλληλες αναμορφώσεις έγιναν για τις μειώσεις ονομαστικού κεφαλαίου ανά μετοχή (split), διάθεσης δωρεάν μετοχών (bonus issue) και εξάσκησης τυχόν δικαιωμάτων προτίμησης (right issues). Η μεταβλητή R_{mt} αναπαριστά τη μηνιαία απόδοση ενός χαρτοφυλακίου 500 περίπου μετοχών του χρηματιστηρίου της Μεμβούρνης με την υπόθεση ότι τα μερίσματα επαναεπενδύονται και γίνονται αναμορφώσεις για τις κεφαλαιακές αλλαγές που τονίστηκαν και ανωτέρω.¹⁸ Η μεταβλητή a_i είναι σταθερά και αποτελεί την απόδοση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο ενώ ο όρος e_{it} αποτελεί τον όρο του σφάλματος του μοντέλου για την περίοδο t . Τέλος ο συστηματικός κίνδυνος, δίνεται από τον όρο β_i (beta) για κάθε μετοχή σε σχέση με αυτόν του χαρτοφυλακίου και αποτελεί το μέτρο της μεταβλητότητας των αποδόσεων της κάθε μετοχής.

Από το συγκεκριμένο μοντέλο της αγοράς, οι Sharpe και Walker χρησιμοποίησαν εξήντα μηνιαίες παρατηρήσεις για να εκτιμήσουν τις παραμέτρους a_i, β_i . Από αυτές τις παρατηρήσεις αποκλείστηκαν δώδεκα παρατηρήσεις πριν την ανακοίνωση των αναπροσαρμογών και δώδεκα παρατηρήσεις μετά την ανακοίνωση έτσι ώστε να παραλειφθούν οι επιδράσεις που θα έχουν οι αναπροσαρμογές πάνω στην αξία των μετοχών.

¹⁸ Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιήθηκε για να ελεγχθούν οι τιμές των μετοχών ύστερα από σημαντικές ανακοινώσεις των εταιρειών στην έρευνα των Fama,, Fisher, Jensen και Roll το 1969.

Σε περίπτωση που συμπεριλάμβαναν τις μετοχές αυτές στον υπολογισμό των εκτιμητών α_i, β_i τότε θα παραβιαζόταν η συνθήκη της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων ($E(e_{it}) = 0$). Ο μήνας όπου ανακοινώθηκε η αναπροσαρμογή έλαβε τη τιμή $t=0$.

Χρησιμοποιώντας τις εκτιμημένες τιμές α_i, β_i και τις γνωστές τιμές του R_{mt} προβλέφθηκαν οι τιμές R_{it} για την περίοδο που αποκλείστηκε προηγουμένως (-12M έως +12M). Στη συνέχεια, αυτές οι τιμές που προβλέφθηκαν αφαιρέθηκαν από τις πραγματικές τιμές της απόδοσης των μετοχής i και προέκυψαν τα κατάλοιπα \hat{e}_{it} για το χρονικό διάστημα από μείον δώδεκα μήνες έως συν δώδεκα μήνες από την ημερομηνία αναγγελίας της αναπροσαρμογής. Στη συνέχεια υπολογίστηκε ο μέσος όρος για τα κατάλοιπα και των 34 αναπροσαρμογών

$$\mu_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_{it}$$

Όπου ο αριθμός n αντιπροσωπεύει το δείγμα των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 6^ο - Εμπειρική Μελέτη (FTSE All Shares)

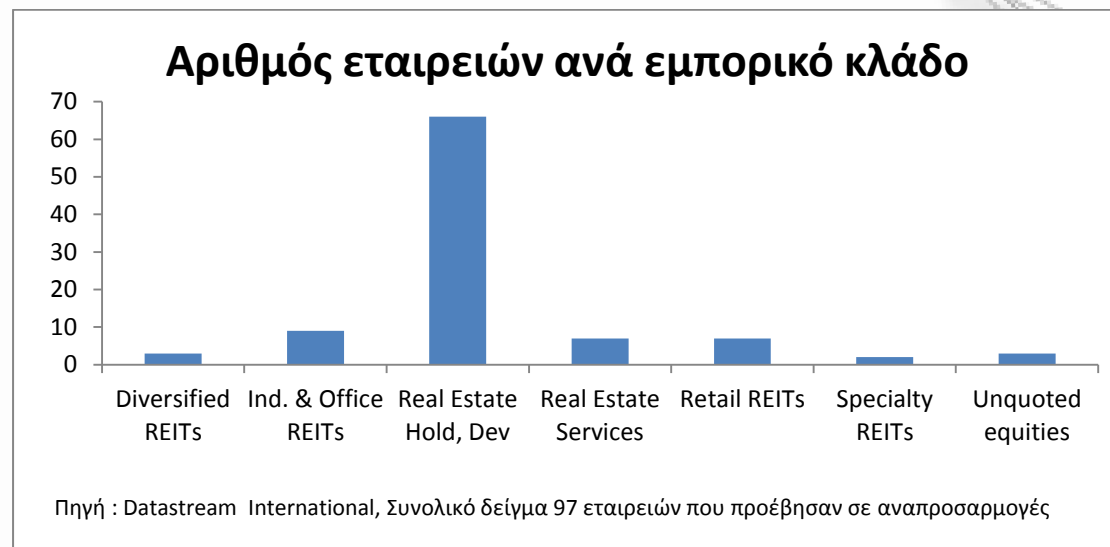
6.1 Συλλογή δεδομένων και εξέταση δείγματος

Σκοπός της εμπειρικής μελέτης της παρούσας εργασίας αποτέλεσε η εξέταση των παραπάνω τριών μοντέλων που εφαρμόστηκαν από τους Adooby et al(1999) , Sharpe και Walker (1975).Για το σκοπό αυτό έγινε λεπτομερής αναζήτηση από τις βάσεις δεδομένων που λειτουργούν στο εργαστήριο του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής (Bloomberg και DataStream),με σκοπό να απομονωθούν οι μεταβλητές που παρουσιάστηκαν στα υποδείγματα ανωτέρω.

Η σημαντικότερη μεταβλητή όλων των υποδειγμάτων ήταν αυτή της αναπροσαρμογής των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων. Παρόλα αυτά λόγω έλλειψης επαρκών δεδομένων για τη συγκεκριμένη μεταβλητή , χρησιμοποιήθηκε η μεταβλητή της εύλογης αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα.Τα στοιχεία για την μεταβολή της εύλογης αξίας ήταν διαθέσιμα για το έτος 2004 και έπειτα.Εφεξής με τον όρο «αναπροσαρμογή» θα εννοείται η μεταβολή της εύλογης αξίας.

Από το δείγμα που συλλέχθηκε για τις εταιρείες του δείκτη FTSE All Shares, διαπιστώθηκε ότι μεταβολή της εύλογης αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και πιο ειδικά των επενδύσεων σε ακίνητα εμφάνιζαν οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στο κλάδο του real estate.Σημαντικό ρόλο σε αυτό , αποτελούν οι προϋποθέσεις εφαρμογής του ΔΛΠ 40, που απαιτεί τον συνεχή προσδιορισμό της εύλογης αξίας των επενδύσεων σε ακίνητα.

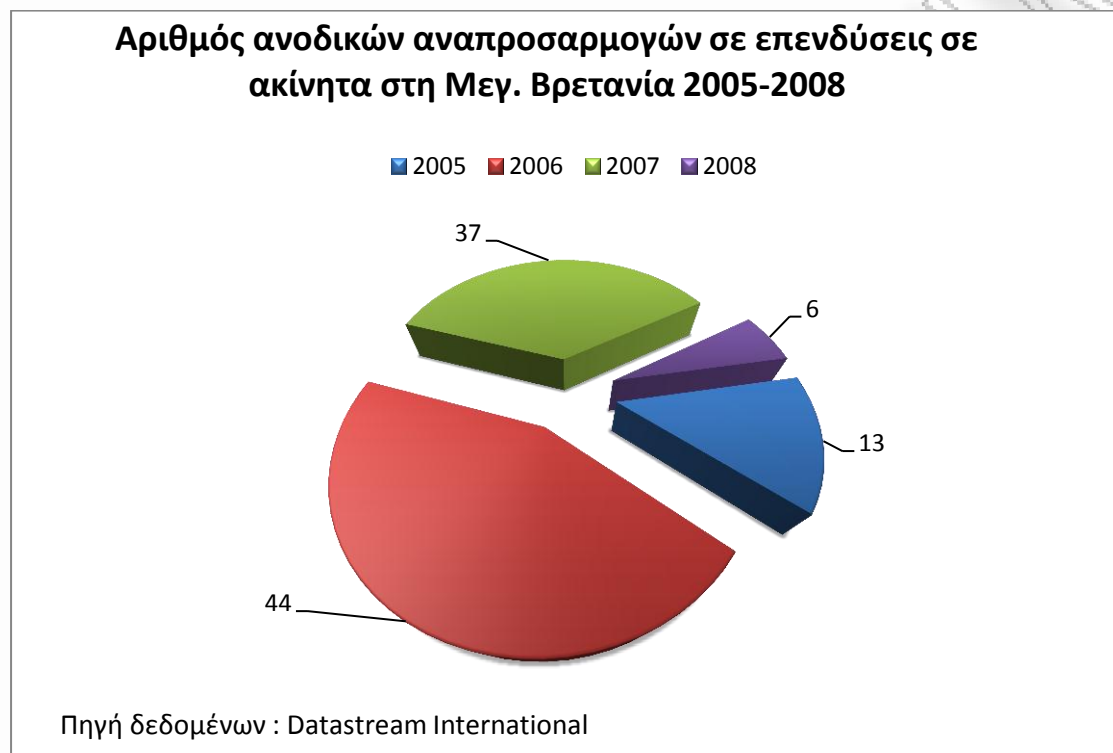
Γράφημα 2 .Αριθμός εταιριών δείγματος ανά εμπορικό κλάδο



Η ιδιαιτερότητα των εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο κλάδο του real estate έγκειται στο γεγονός ότι είναι εταιρείες εντάσεως κεφαλαίου και έχουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους σε επενδύσεις ενσώματων περιουσιακών στοιχείων όπως εμπορικά ακίνητα, κτίρια, γήπεδα κλπ.

Όπως παρατηρείται στο παρακάτω διάγραμμα οι θετικές αναπροσαρμογές ανά έτος για το σύνολο αυτών των 97 εταιριών ήταν 104 από το 2005 έως το 2008. Πριν το 2005 η βάση δεδομένων Datastream δεν εμφάνιζε δεδομένα που να σχετίζονται με τις αναπροσαρμογές των επενδύσεων σε ακίνητα.

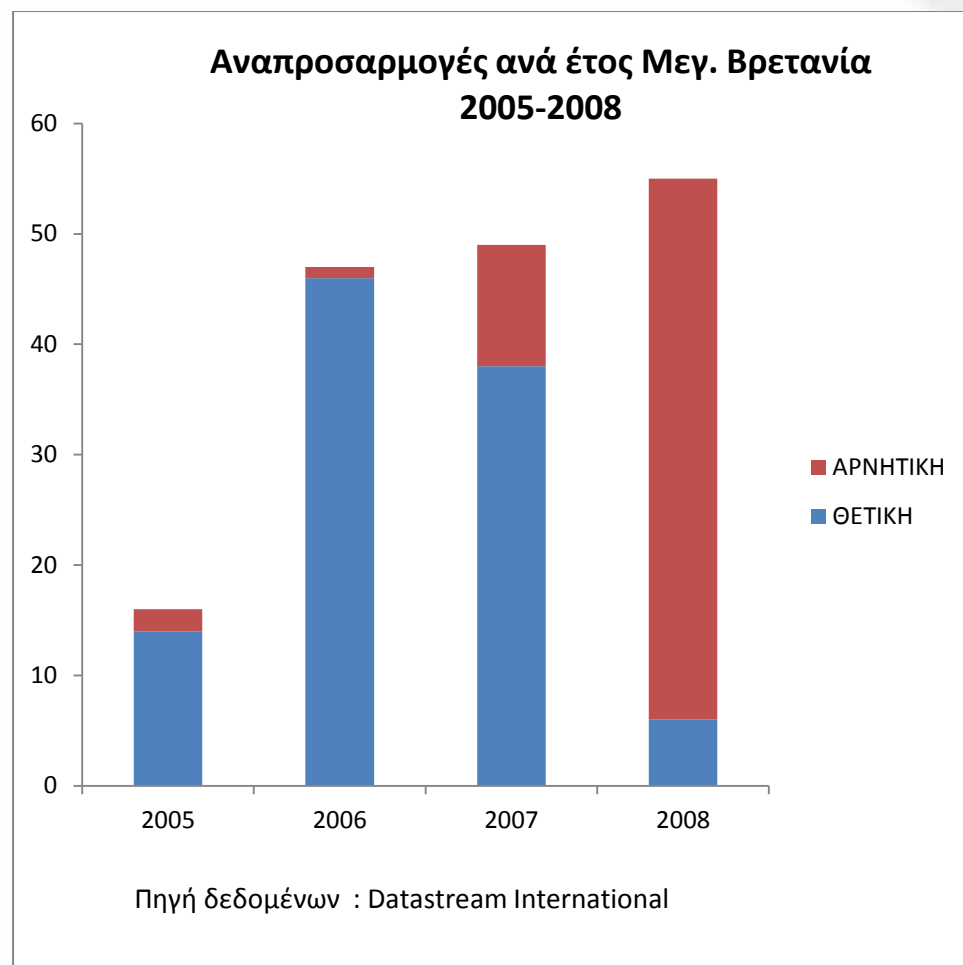
Γράφημα 3.Αριθμός ανατιμήσεων επενδύσεων σε ακίνητα στη Μεγ.Βρετανία 2005-2008



Έτος	2005	2006	2007	2008
Αρ.Αναπροσαρμογών	14	46	38	6

Στο επόμενο σχεδιάγραμμα απεικονίζονται οι αναπροσαρμογές για τα έτη 2005 έως 2008 εμφανίζοντας συγκριτικά πόσες από αυτές ήταν ανοδικές και πόσες καθοδικές.Χαρακτηριστικό σημάδι της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης αποτελεί το έτος 2008 όπου οι επιχειρήσεις ήδη αρχίζουν και διαγράφουν ζημιές από την αποτίμηση των επενδυτικών τους ακινήτων.Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι περισσότερες από αυτές τις εταιρείες δραστηριοποιούνται και εκτός των συνόρων της Μεγάλης Βρετανίας.

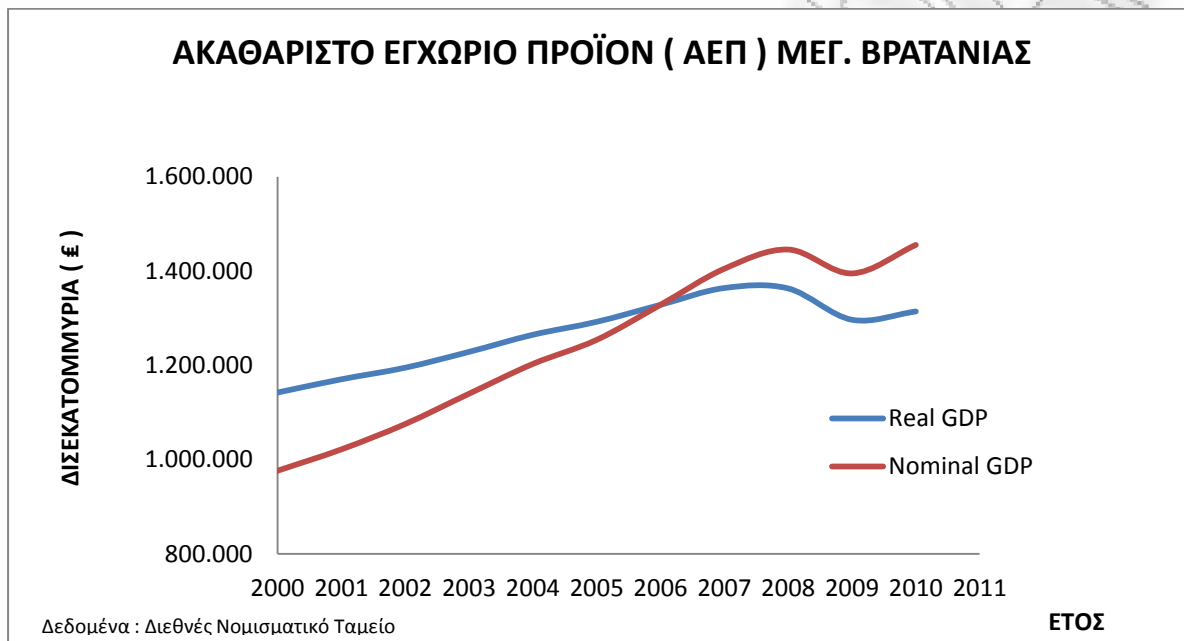
Γράφημα 4 .πλήθος αναπροσαρμογών ανά έτος στη Μεγ.Βρετανία 2005-2008



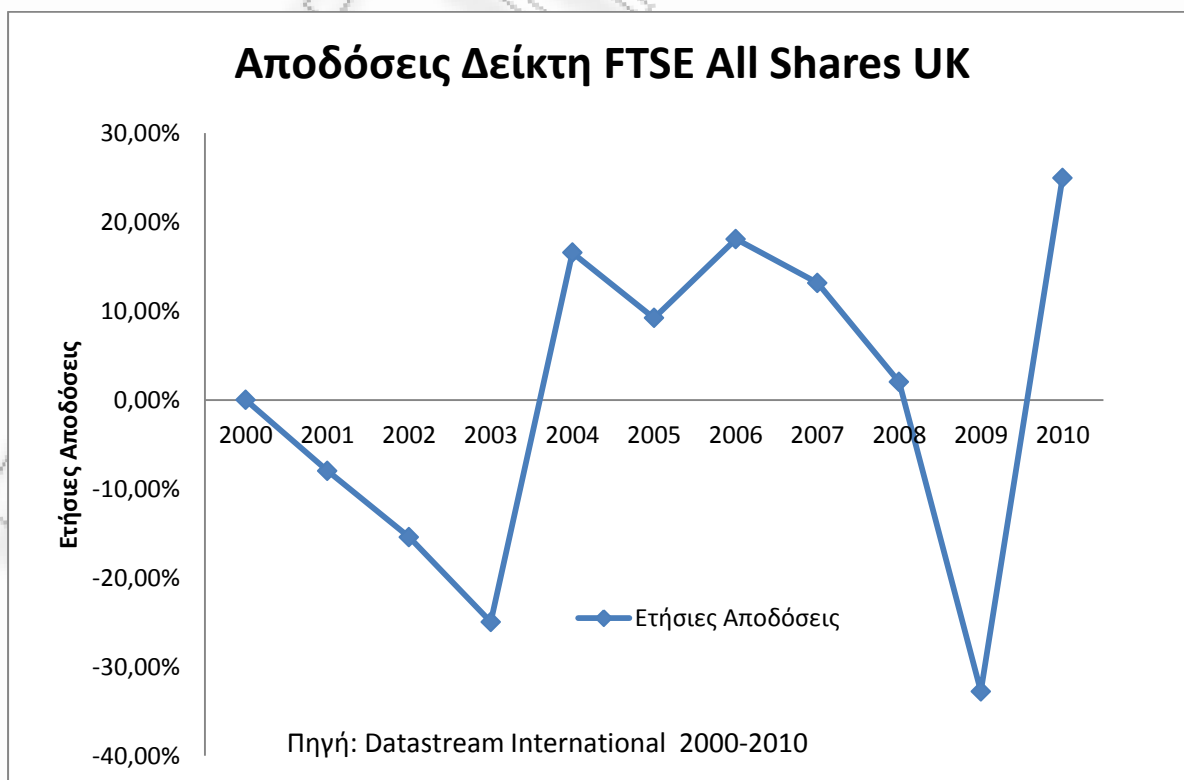
Όπως προκύπτει από τα παρακάτω σχεδιαγράμματα η οικονομία της Μεγάλης Βρετανίας βρίσκεται σε ανοδική πορεία μέχρι το 2008 ενώ στη συνέχεια το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της χώρας μειώνεται σημαντικά, κάτι που αποτελεί χαρακτηριστικό της περιόδου με έντονη ύφεση στην οικονομία. Παρόμοια σημάδια εμφανίζουν και οι μετοχές του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, όπως αυτές απεικονίζονται μέσω των αποδόσεων του Δείκτη FTSE ALL SHARES. Τόσο από τους επόμενους όσο και από τον προηγούμενο πίνακα μπορούμε να συμπεράνουμε αυτό που στατιστικά θα δούμε στη συνέχεια της εργασίας, δηλαδή ότι η αναπροσαρμογή της εκάστοτε χρονικής

περιόδου αποτελεί προάγγελο των οικονομικών συνθηκών που θα ακολουθήσουν στα αμέσως επόμενα έτη.

Γράφημα 5 .Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν Μεγ.Βρετανίας 2000-2010



Γράφημα 6.Ετήσιες Αποδόσεις Δείκτη FTSE ALL SHARES UK



6.2 Συσχέτιση ανοδικής αναπροσαρμογής επενδύσεων σε ακίνητα με μελλοντικά λειτουργικά κέρδη των εταιρειών.

Με βάση το δείγμα που αναλύθηκε ανωτέρω θα προσπαθήσουμε να επαληθεύσουμε την συνάρτηση που παρουσιάστηκε στην ενότητα 5.1 και αφορά την επίδραση που έχουν οι θετικές αναπροσαρμογές των επενδύσεων σε ακίνητα πάνω στα μελλοντικά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης.

Για τον υπολογισμό του μοντέλου αυτού (1) χρησιμοποιήθηκε δείγμα 50 επιχειρήσεων με 189 παρατηρήσεις για την περίοδο 2005 έως και 2008. Από την περιγραφική ανάλυση των μεταβλητών αυτών προέκυψαν τα παρακάτω στοιχεία.

Πίνακας 3 .- Περιγραφικά Δεδομένα (1) Υποδείγματος

	Μέσος	Τυπικό σφάλμα	Διάμεσος	Πλήθος
Ανεξάρτητες Μεταβλητές				
REV	0,09	0,02	0,01	189
ΔΟΡΙNC	0,07	0,03	0,00	189
MVBV	0,55	0,05	0,00	189
ASSETS	2,92	0,21	4,31	189
Εξαρτημένες Μεταβλητές				
ΔΟΡΙNC1	0,20	0,21	-0,04	189
ΔΟΡΙNC2	0,19	0,16	-0,04	189
ΔΟΡΙNC3	0,38	0,22	0,00	150

Γίνεται εμφανές ότι η μέση τιμή της αναπροσαρμογής (REV) κατά το χρόνο που ανακοινώθηκε η αναπροσαρμογή αντιστοιχεί περίπου στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης κατά το έτος εκείνο (ΔΟΡΙNC), αναδεικνύοντας τη σημαντικότητα της σαν μέγεθος. Επίσης το γεγονός ότι τα λειτουργικά κέρδη (7%) αλλά και η αξία της αναπροσαρμογής (9%) ανέρχονται σε σημαντικό ποσοστό επί της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης δείχνει πόσο σημαντικά μεγέθη αποτελούν για την διαμόρφωση της τιμής της μετοχής.

Τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης μέσα στα επόμενα τρία έτη κινούνται σε ανοδικούς ρυθμούς. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι για τις αναπροσαρμογές που έλαβαν χώρα το 2008 δεν υπάρχουν δεδομένα για τα μελλοντικά κέρδη τρία έτη μετά καθώς δεν έχουν ακόμα δημοσιευτεί επίσημα τα στοιχεία του 2011.

Επίσης η διαφορά μέσης τιμής και διαμέσου σχετικά με τη μεταβλητή ASSETS αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχουν αρκετές εταιρείες που έχουν αυξήσει σημαντικά την αξία του ενεργητικού τους σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος. Σημαντικό ρόλο διαμορφώνει η αξία των αναπροσαρμογών σε σχέση με το υπάρχον ενεργητικό της κάθε επιχείρησης.

Με τη χρήση του οικονομετρικού προγράμματος E-views εξετάστηκε η ομοσκεδαστικότητα του μοντέλου όσο και ο βαθμός της στατιστικής σημαντικότητας των συντελεστών της συνάρτησης. Από τα αποτελέσματα των μετρήσεων και για τις τρεις παλινδρομήσεις (περίοδοι: 1,2,3) έδειξαν ότι οι παλινδρομήσεις ήταν ομοσκεδαστικές (βλέπε παράρτημα πινάκων). Επίσης από την ανάλυση των συντελεστών των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, προέκυψε ο παρακάτω πίνακας

Πίνακας 4 . Συντελεστών Παλινδρόμησης (1)

	Πρώτο έτος μετά την αναπροσαρμογή		Δεύτερο έτος μετά την αναπροσαρμογή		Τρίτο έτος μετά την αναπροσαρμογή	
	Συντελεστής	t-stat	Συντελεστής	t-stat	Συντελεστής	t-stat
REV	-2,190	-0,900	10,700	7,180	0,140	0,050
ΔΟΡΙNC	0,680	0,470	-3,640	-4,090	-0,880	-0,580
MVBV	-0,020	-0,050	-0,010	-0,040	-0,660	-1,210
ASSETS	0,440	0,130	-0,330	-1,620	-0,230	-0,670

Από τον παραπάνω πίνακα γίνεται εμφανής η θετική συσχέτιση της αναπροσαρμογής των επενδύσεων σε ακίνητα με τη μελλοντική λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης για το δεύτερο και τρίτο έτος μετά την εφαρμογή αυτής. Το γεγονός αυτό, στηρίζεται και στην υπόθεση ότι οι αναπροσαρμογές γίνονται σε ενσώματα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης με μακροχρόνια απόδοση. Επίσης κατά το πρώτο έτος μετά την αναπροσαρμογή υπάρχει θετική σχέση μεταξύ λειτουργικής κερδοφορίας της επιχείρησης με αυτή του προηγούμενου έτους αλλά και με το σύνολο του ενεργητικού μείον τις προσαυξήσεις των αναπροσαρμογών, καθώς μια αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητα θα αυξήσει τα έσοδα της επιχείρησης.

Στο δεύτερο μοντέλο των Aboody et al εξετάστηκε η σχέση της επίδρασης των αναπροσαρμογών με τις λειτουργικές ταμειακές ροές προσπαθώντας να εμφανίσουν με ένα πιο άμεσο τρόπο την επίδραση της ανατίμησης των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων πάνω στην λειτουργική κερδοφορία και ταμειακή ρευστότητα της εταιρείας. Λόγω περιορισμένων δεδομένων για τη μεταβλητή Κεφάλαιο Κίνησης (WC_{ti}) δεν εξετάστηκε η επίδραση της στη συγκεκριμένη παλινδρόμηση. Έτσι το μοντέλο διαμορφώθηκε σε :

$$\Delta CFO_{t+\tau,i} = \sum_{83}^{95} \beta_{0Y} YR_{Yti} + \beta_1 REV_{Yti} + \beta_2 \Delta CFO_{ti} + \beta_3 MB_{ti} + \beta_4 ASSETS_{ti} + v_{ti}$$

(3)

Από την ανάλυση των περιγραφικών δεδομένων για ένα πλήθος 43 εταιρειών που προέβησαν σε αναπροσαρμογές, χρησιμοποιήθηκαν 87 παρατηρήσεις από το 2005-2008 ενώ για τη μεταβλητή που εμφάνιζε τις μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές κατά το τρίτος έτος μετά την ημερομηνία την αναπροσαρμογής αφαιρέθηκαν οι παρατηρήσεις του 2011 (2008 +3) καθώς δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία. Ο πίνακας 5 μας δείχνει ότι περίπου το 8% της αξίας των αναπροσαρμογών αποτελεί την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης ενώ η σημαντική διαφορά μεταξύ διαμέσου και μέσου της μεταβλητή REV αποδεικνύει ότι κατά τη συγκεκριμένη περίοδο υπήρχαν εταιρείες που προέβησαν σε σημαντικές αναπροσαρμογές σε σχέση με την πλειοψηφία των εταιρειών.

Πίνακας 5 .- Περιγραφικά Δεδομένα (3) Υποδείγματος

	Μέσος	Τυπικό σφάλμα	Διάμεσος	Πλήθος
Ανεξάρτητες Μεταβλητές				
REV	0,132	0,014	0,099	87
Delta_CFO	0,013	0,030	-0,003	87
MVBV	1,193	0,054	1,135	87
ASSET	5,594	0,101	5,647	87
Εξαρτημένες Μεταβλητές				
Delta_CFO1	-0,006	0,018	-0,005	87
Delta_CFO2	0,019	0,039	0,000	87
Delta_CFO3	0,053	0,095	-0,001	82

Κατά το δεύτερο και τρίτο έτος μετά την πραγματοποίηση της αναπροσαρμογής παρατηρείται σημαντική αύξηση των ταμειακών λειτουργικών κερδών .

Για τις 87 εταιρείες που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα παρατηρήθηκε σε αυτόν τον ότι οι αναπροσαρμογές αποτελούν σημαντικό ποσό της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης.

Πίνακας 6 . Συντελεστών Παλινδρόμησης (3)

	Πρώτο έτος μετά την αναπροσαρμογή		Δεύτερο έτος μετά την αναπροσαρμογή		Τρίτο έτος μετά την αναπροσαρμογή	
	Συντελεστής	t-stat	Συντελεστής	t-stat	Συντελεστής	t-stat
REV	1,05	2,61	-3,7	-16,21	-1,41	-3,76
ΔCFO	-1,16	-5,18	-0,71	-5,56	-0,79	-3,77
MVBV	-0,11	-0,61	0,059	0,58	-0,28	-1,69
ASSETS	-0,04	-0,41	0,087	1,46	0,11	1,10

Όπως παρατηρείται στα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του τροποποιημένου τρίτου μοντέλου υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ αναπροσαρμογής και μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών ένα έτος μετά την πραγματοποίηση της αναπροσαρμογής.

6.3 Μελέτη συμπεριφοράς απόδοσης μετοχής σε σχέση με την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής από την εταιρεία.

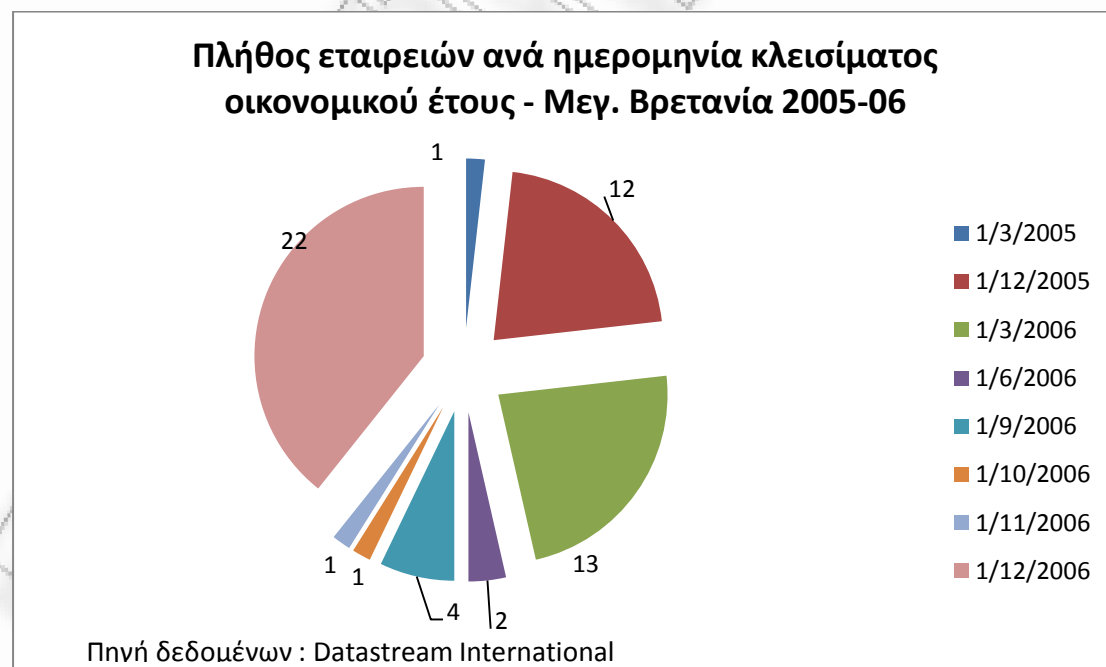
Για την εξακρίβωση της συσχέτισης που μπορεί να έχει η ανακοίνωση της αναπροσαρμογής μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων και της απόδοσης της μετοχής ως αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αυτή, οι Sharpe και

Walker (1975) χρησιμοποίησαν το μοντέλο της αγοράς όπως αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα.

Για το σκοπό αυτό εξετάστηκαν τρία διαφορετικά δείγματα εταιρειών του κλάδου real estate της Μεγάλης Βρετανίας που προέβησαν σε αναπροσαρμογές των επενδυτικών τους ακινήτων με τη μέθοδο της εύλογης αξίας (ΔΛΠ 40) και προσπαθήσαμε να επαληθεύσουμε αν ευσταθεί η σχέση αυτή που μελετήθηκε από τους δύο ερευνητές.

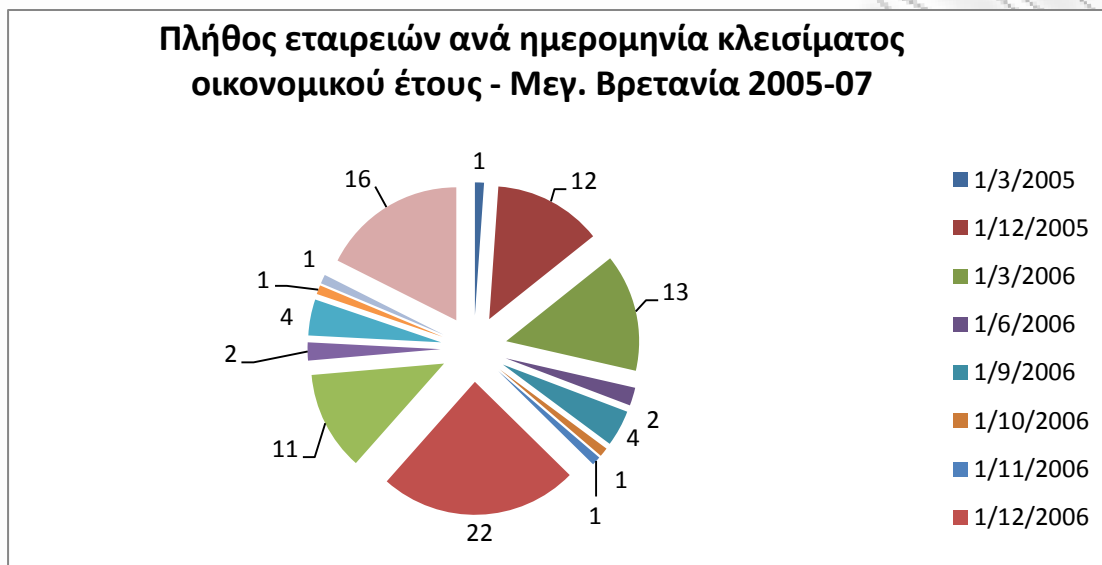
Το πρώτο δείγμα περιλαμβάνει 43 εταιρείες με 56 παρατηρήσεις για την περίοδο 2005 έως 2006 όπου ανακοινώθηκαν θετικές αναπροσαρμογές στις επενδύσεις σε ακίνητα ενώ η δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών τους αποτελεσμάτων παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα 7.

Γράφημα 7 .Πλήθος εταιρειών ανά ημερομηνία κλεισίματος οικονομικού έτους – Μεγ.Βρετανία 2005-2006



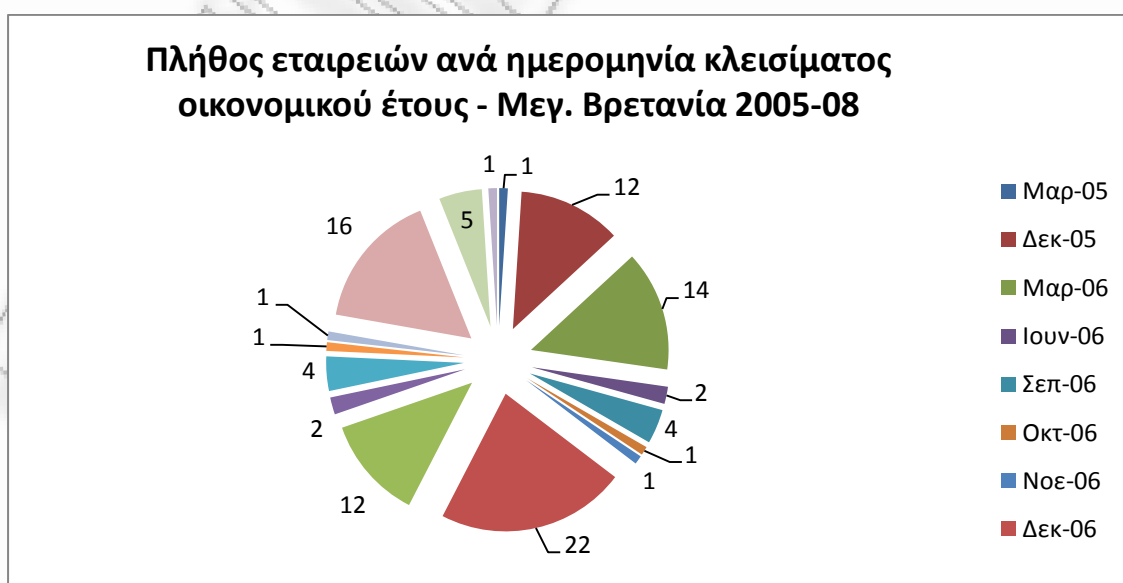
Το δεύτερο δείγμα περιλαμβάνει ένα αριθμό 47 εταιρειών με 91 παρατηρήσεις για την περίοδο 2005-2007 (διάγραμμα 8)

Γράφημα 8 .Πλήθος εταιρειών ανά ημερομηνία κλεισίματος οικονομικού έτους
– Μεγ.Βρετανία 2005-2007



Το τρίτο δείγμα περιλαμβάνει ένα πλήθος 49 εταιρειών με 99 παρατηρήσεις για τη χρονική περίοδο 2005- 2008.

Γράφημα 9 .Πλήθος εταιρειών ανά ημερομηνία κλεισίματος οικονομικού έτους
– Μεγ.Βρετανία 2005-2008



Για τις ανωτέρω εταιρείες χρησιμοποιήθηκαν σαράντα οκτώ (48) μηνιαίες παρατηρήσεις τόσο της απόδοσης της μετοχής όσο και του δείκτη FTSE ALL Shares UK για τις περιόδους που προηγούνταν και έπονταν κατά δώδεκα μήνες ($t=-12, >t=12$) από την ημερομηνία ανακοίνωσης της αναπροσαρμογής ($t=0$) στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Βάσει αυτών των παρατηρήσεων υπολογίστηκαν οι συντελεστές α_i, β_i του μοντέλου της αγοράς

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (\text{Market Model})$$

Στη συνέχεια υπολογίστηκαν οι αναμενόμενες αποδόσεις της τιμής της κάθε μετοχής για τη χρονική περίοδο από $t=-12$ έως $t=12$, έχοντας ήδη ως γνωστή μεταβλητή την απόδοση του δείκτη FTSE ALL Shares UK, R_{mt} .

Στη συνέχεια αφαιρέθηκαν από τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών κατά το χρονικό διάστημα $t=-12$ έως $t=12$ οι αναμενόμενες τιμές που βρήκαμε ανωτέρω και εξετάσαμε τη διαφορά που προέκυπτε ανά παρατήρηση (κατάλοιπα $-e_{it}$).

Ο λόγος που εξετάζουμε τα κατάλοιπα είναι για να βρούμε την απόδοση εκείνη που δεν ερμηνεύεται από το υπόδειγμα της αγοράς και ενδεχομένως να οφείλεται σε αντίδραση της αγοράς λόγω της ανακοίνωσης της θετικής αναπροσαρμογής των επενδυτικών ακινήτων.

Στην συνέχεια υπολογίστηκε η μέση τιμή βάσει του παρακάτω τύπου

$$\mu_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it}$$

με $i = 1, \dots, 56$ & $t = -12, \dots, +12$ για την πρώτη περίπτωση,

με $i = 1, \dots, 91$ & $t = -12, \dots, +12$ για τη δεύτερη περίπτωση και

με $i = 1, \dots, 99$ & $t = -12, \dots, +12$ για τη τρίτη περίπτωση

Από τα αποτελέσματα του παρακάτω γραφήματος και πίνακα παρατηρούμε ότι η μη αναμενόμενη απόδοση κινείται ανοδικά για χρονικό διάστημα δώδεκα περίπου μηνών μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής σε αντίθεση με την προηγούμενη δωδεκάμηνη περίοδο πριν την αναπροσαρμογή. Ως εκ τούτου μπορεί να βγει το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές εκλαμβάνουν θετικά την αναγγελία της αναπροσαρμογής και αυτό αυξάνει την απόδοση της μετοχής.

Γράφημα 10 .Μη αναμενόμενη Αθροιστική Απόδοση σχετικά με ανακοινώσεις ετήσιων αναπροσαρμογών σε επενδύσεις σε ακίνητα.Μεγ Βρετανία 2005-06



Πίνακας 7 .Κατάλοιπα μετοχών ανά μήνα .Δείγμα 56 παρατηρήσεων .Μεγ Βρετανία 2005-2006

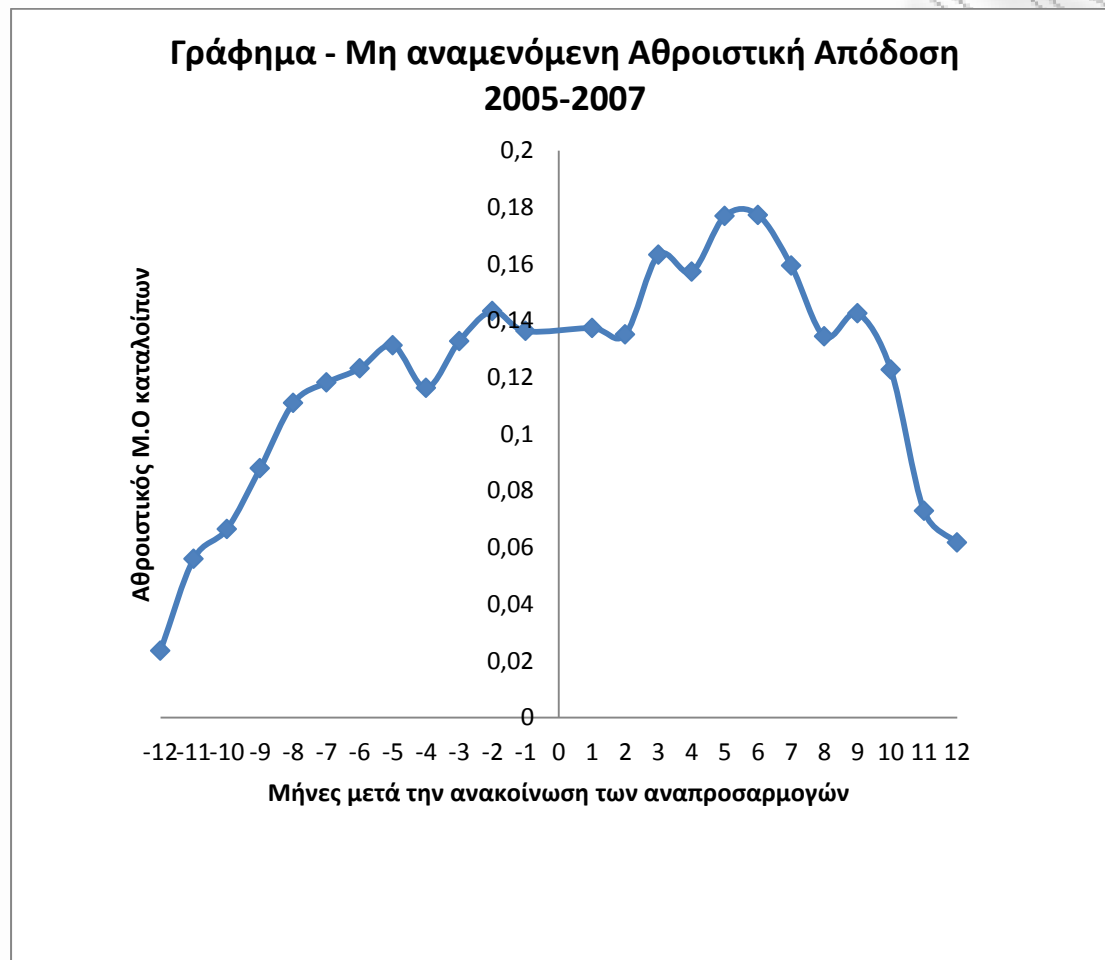
Πίνακας Καταλοίπων ανά μήνα - Δείγμα εταιρειών 2005-2006		
Μήνες από την Ημερομηνία ανακοίνωσης	Μ.Ο Καταλοίπων	Αθρ.ΜΟ Καταλοίπων
-12	2,28%	2,28%
-11	2,45%	4,73%
-10	0,36%	5,09%
-9	3,38%	8,47%
-8	0,49%	8,97%
-7	-0,27%	8,69%
-6	-0,22%	8,47%
-5	1,59%	10,06%
-4	0,16%	10,22%
-3	3,53%	13,75%

-2	2,17%	15,92%
-1	0,93%	16,85%
1	2,42%	19,27%
2	1,39%	20,67%
3	5,96%	26,63%
4	1,26%	27,88%
5	1,66%	29,55%
6	0,30%	29,84%
7	0,81%	30,65%
8	1,35%	32,00%
9	2,18%	34,18%
10	-0,74%	33,44%
11	-1,04%	32,40%
12	1,41%	33,81%

Σαν ένα δεύτερο συμπέρασμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι οικονομικές καταστάσεις των προηγούμενων περιόδων υποεκτιμούν την αξία των επενδύσεων σε ακίνητα με αποτέλεσμα η αγορά να εκλαμβάνει θετικά αυτή την ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας .

Παρόμοια αποτελέσματα παρατηρούμε και για τη χρονική περίοδο 2005-2007 όπου η επίδραση των μη αναμενόμενων αποδόσεων του 2007 έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των μη αναμενόμενων αποδόσεων (Cumulative Abnormal Returns). Ήδη το χρηματιστήριο του Λονδίνου καταγράφει αρνητικές αποδόσεις εκείνη την περίοδο (βλέπε απόδοση δείκτη FTSE ALL SHARES UK).

Γράφημα 11 .Μη αναμενόμενη Αθροιστική Απόδοση σχετικά με ανακοινώσεις ετήσιων αναπροσαρμογών σε επενδύσεις σε ακίνητα.Μεγ Βρετανία 2005-07



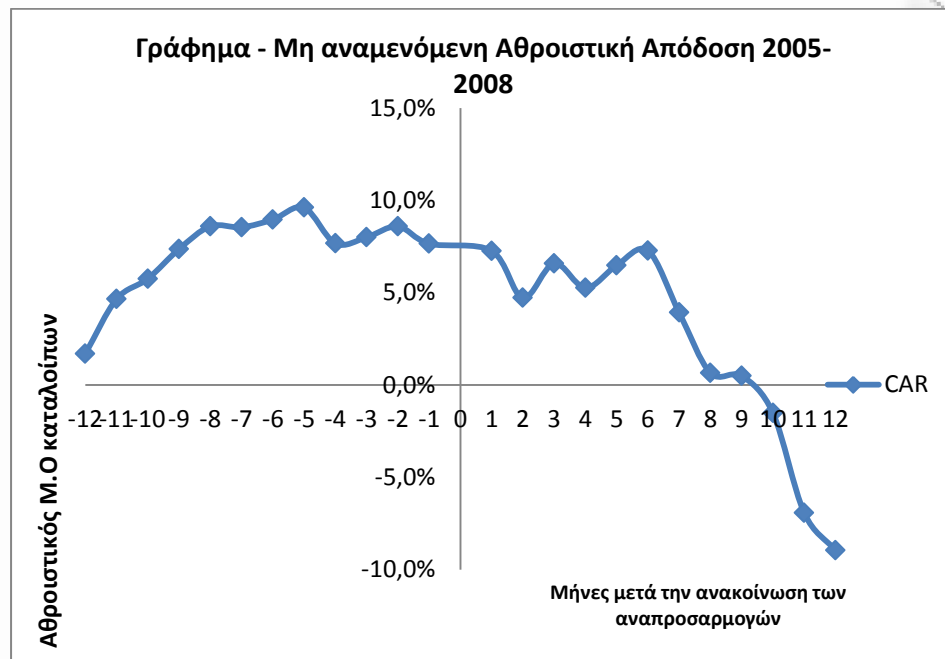
Πίνακας 8 .Κατάλοιπα μετοχών ανά μήνα .Δείγμα 91 παρατηρήσεων .Μεγ Βρετανία 2005-2007

Πίνακας Καταλοίπων ανά μήνα - Δείγμα εταιρειών 2005-2007		
Μήνες από την Ημερομηνία ανακοίνωσης	Μ.Ο Καταλοίπων	Αθρ.ΜΟ Καταλοίπων
-12	2,36%	2,36%
-11	3,24%	5,60%
-10	1,05%	6,65%
-9	2,14%	8,79%
-8	2,31%	11,10%
-7	0,72%	11,82%

-6	0,49%	12,31%
-5	0,82%	13,13%
-4	-1,50%	11,63%
-3	1,65%	13,28%
-2	1,06%	14,34%
-1	-0,70%	13,63%
1	0,11%	13,74%
2	-0,22%	13,52%
3	2,80%	16,32%
4	-0,59%	15,72%
5	1,96%	17,69%
6	0,04%	17,73%
7	-1,79%	15,94%
8	-2,50%	13,44%
9	0,82%	14,26%
10	-1,98%	12,27%
11	-4,99%	7,29%
12	-1,12%	6,17%

Στο τρίτο και τελευταίο δείγμα που εξετάστηκε και συμπεριλάμβανε τις μη αναμενόμενες αποδόσεις του 2008 φαίνεται πλέον ξεκάθαρα ότι οι μη αναμενόμενες αποδόσεις έχουν γίνει αρνητικές .Το έτος 2008 παρατηρείται μεγαλύτερη ύφεση για τις βρετανικές επιχειρήσεις λόγω της έντονης ύφεσης που υπήρχε στη βρετανική οικονομία αλλά και διεθνώς.

Γράφημα 12 .Μη αναμενόμενη Αθροιστική Απόδοση σχετικά με ανακοινώσεις ετήσιων αναπροσαρμογών σε επενδύσεις σε ακίνητα.Μεγ Βρετανία 2005-08



Πίνακας 9 .Κατάλοιπα μετοχών ανά μήνα .Δείγμα 99 παρατηρήσεων .Μεγ Βρετανία 2005-2008

Δείγμα εταιρειών 2005-2008		
Μήνες από την Ημερομηνία ανακοίνωσης	Μ.Ο Καταλοίπων	Αθρ.ΜΟ Καταλοίπων
-12	1,69%	1,69%
-11	2,96%	4,65%
-10	1,10%	5,75%
-9	1,61%	7,37%
-8	1,23%	8,60%
-7	-0,05%	8,54%
-6	0,41%	8,96%
-5	0,65%	9,61%
-4	-1,94%	7,67%
-3	0,33%	8,00%
-2	0,59%	8,59%
-1	-0,94%	7,65%
1	-0,39%	7,27%

2	-2,55%	4,72%
3	1,87%	6,59%
4	-1,33%	5,26%
5	1,22%	6,48%
6	0,79%	7,27%
7	-3,35%	3,93%
8	-3,27%	0,66%
9	-0,16%	0,50%
10	-2,00%	-1,50%
11	-5,41%	-6,91%
12	-2,03%	-8,95%

7. Συμπεράσματα

Παρατηρώντας τη διεθνή βιβλιογραφία πάνω στις μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την επίδραση της αναπροσαρμογής των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων τόσο στα κίνητρα των μανατζερς όσο και στην επίδραση που αυτή έχει στην μετοχή, τη μελλοντική λειτουργική επίδοση της επιχείρησης αλλά και στην ερμηνεία του γεγονότος αυτού από την αγορά, μπορούμε να πούμε ότι μετά το 2005 όπου εφαρμόστηκε στη Ευρωπαϊκή Ένωση η εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, για τις εισηγμένες εταιρείες, δεν έχει σημειωθεί καμία μελέτη και ανάλυση βασισμένη στις εισηγμένες, που να υποστηρίζει τους ισχυρισμούς των παλαιότερων μελετών. Προφανώς τόσο η περιπλοκότητα άντλησης δεδομένων μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις των ΔΠΧΑ (notes), όσο και ο διαχωρισμός των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων σε περισσότερες υποκατηγορίες ανάλογα με το σκοπό χρησιμοποίησης τους από τις εταιρείες, καθιστά τα παλαιά μοντέλα ανάλυσης της επίδρασης των αναπροσαρμογών αναχρονιστικά. Πλέον η αγορά και οι επενδυτές είναι σε θέση να ερμηνεύσουν καλύτερα τις μεταβολές των ενσώματων στοιχείων του ενεργητικού καθώς οι βασικές αρχές των ΔΠΧΑ οδηγούν τις επιχειρήσεις στην αυστηρότερη κατηγοριοποίηση και ανάλυση των δημοσιευμένων στοιχείων και την παροχή μεγαλύτερης πληροφόρησης επί των μεθόδων που ακολουθήθηκαν.

Από το πρώτο μοντέλο των Aboody et al όπως αυτό αναλύθηκε για τις αναπροσαρμογές των επενδύσεων σε ακίνητα, προκύπτει ότι κατά το πρώτο έτος μετά την αναπροσαρμογή υπάρχει θετική συσχέτιση των λειτουργικών κερδών με την λειτουργική επίδοση της εταιρείας κατά το προηγούμενο έτος αλλά και με το διαθέσιμο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ακινήτων προ αναπροσαρμογής. Η

θετική συσχέτιση της αναπροσαρμογής με τη μελλοντική λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης έρχεται να επιβεβαιωθεί και τα επόμενα δύο και τρία έτη μετά την πραγματοποίησή της. Ασφαλή συμπεράσματα δεν μπορούν να εξαχθούν για τις αναπροσαρμογές του 2008 καθώς τα οικονομικά αποτελέσματα του 2011 δεν έχουν ακόμα ανακοινωθεί (Φεβρουάριος 2012). Από το δεύτερο μοντέλο των Aboody et al όπως αυτό τροποποιήθηκε στην εξίσωση 3, γίνεται εμφανής η στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ αναπροσαρμογών και μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι το μοντέλο της αγοράς που αναλύθηκε για την επίδραση της πληροφόρησης της αναπροσαρμογής στην τιμή της μετοχής δε λαμβάνει υπόψη του το γεγονός ότι οι εταιρείες που κατέχουν ακίνητα για επενδυτικούς σκοπούς είναι υποχρεωμένες να αναπροσαρμόζουν τις αξίες των επενδύσεων αυτών σε τακτά χρονικά διαστήματα (εξάμηνο, έτος). Άρα οποιαδήποτε μελέτη πάνω στη πορεία και απόδοση της μετοχής συγκαταλέγει και τις επιδράσεις από τις επόμενες αναπροσαρμογές που ακολουθούν με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η αμέσως επόμενη δωδεκάμηνη περίοδος.

Παράλληλα υπάρχουν αρκετά σημαντικά στοιχεία που ανακοινώνονται κατά την ημερομηνία των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων που δυσχεραίνουν στην διατύπωση ενός ολοκληρωμένου συμπεράσματος που να δείχνει ότι οι θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις οφείλονται μόνον στην ανακοίνωση των αναπροσαρμοσμένων στοιχείων του ενεργητικού και όχι σε άλλα στοιχεία που ανακοινώθηκαν τη μέρα εκείνη από την επιχείρηση μέσω της ετήσιας οικονομικής έκθεσης

Το έτος 2008 αποτέλεσε έτος με σημαντική ύφεση για τη βρετανική οικονομία ενώ ήδη ο δείκτης FTSE ALL Shares του Χρηματιστηρίου της Μεγάλης Βρετανίας αρχίζει να παρουσιάζει ταχύτερη μείωση στις αποδόσεις του από το 2007 ως αποτέλεσμα της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης .Ο αντίκτυπος όλων αυτών,αποτελεί η μείωση των μη αναμενόμενων αποδόσεων σε σημείο να φτάνουν ακόμα και σε αρνητικά επίπεδα το 2008.Θα πρέπει να τονιστεί ότι λόγω του περιορισμένου δείγματος (εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο του Real Estate) δεν μπορούν να εξαχθούν γενικευμένα συμπεράσματα για τα αποτελέσματα των μοντέλων που αναλήθηκαν στην παρούσα εργασία.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει ότι για τις εταιρείες που μελετήθηκαν πριν το 2005,οι αναπροσαρμογές των παγίων περιουσιακών στοιχείων αποτελούσε αποτρεπτικό παράγοντα για να εξαγοραστούν από άλλες εταιρίες καθώς αυξανόταν η αξία της επιχείρησης, δηλαδή το κόστος εξαγοράς. Αυτό το σενάριο δεν μελετήθηκε στην παρούσα εργασία και θα ήταν χρήσιμο να γίνουν στο μέλλον μελέτες που να συμπεριλαμβάνουν αυτό τον παράγοντα κατόπιν ενδελεχούς συλλογής των δεδομένων που αφορούν αναπροσαρμογές ενσώματων περιουσιακών στοιχείων μετά το 2005.

8. Παράρτημα Πινάκων

Πίνακας Α1 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (1) των Aboody et al για ένα έτος μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_OPINC1									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 03:26									
Sample: 1 189									
Included observations: 189									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
DELTA_OPINC	0.685350	1.440410	0.475802	0.6348					
ASSETS	0.044848	0.335322	0.133747	0.8937					
MVBV	-0.028334	0.516933	-0.054811	0.9563					
REV	-2.188983	2.407212	-0.909344	0.3644					
YR	-0.172528	1.832896	-0.094129	0.9251					
R-squared	0.006439	Mean dependent var	0.196060						
Adjusted R-squared	-0.015160	S.D. dependent var	2.899753						
S.E. of regression	2.921651	Akaike info criterion	5.008273						
Sum squared resid	1570.632	Schwarz criterion	5.094034						
Log likelihood	-468.2818	Durbin-Watson stat	1.721419						

Πίνακας A1 : Παρατηρείται ισχυρή υποστήριξη της H_0 : ομοσκεδαστικό μοντέλο της παλινδρόμησης

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
White Heteroskedasticity Test:									
F-statistic		0.159808	Probability			0.999882			
Obs*R-squared		2.583029	Probability			0.999843			

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 04/06/12 Time: 03:27
 Sample: 1 189
 Included observations: 189

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.31621	8.037609	2.154398	0.0326
DELTA_OPINC	-3.612879	423.4434	-0.008532	0.9932
DELTA_OPINC^2	1.924172	235.1614	0.008182	0.9935
DELTA_OPINC*ASSETS	0.770765	83.29220	0.009254	0.9926
DELTA_OPINC*MVBV	-0.183033	145.7767	-0.001256	0.9990
DELTA_OPINC*REV	-6.505687	822.3869	-0.007911	0.9937
ASSETS	0.101047	31.93345	0.003164	0.9975
ASSETS^2	-0.013230	3.769742	-0.003509	0.9972
ASSETS*MVBV	-0.019399	24.05306	-0.000806	0.9994
ASSETS*REV	-0.272391	182.2782	-0.001494	0.9988
MVBV	0.023660	136.1778	0.000174	0.9999
MVBV^2	0.029140	13.97434	0.002085	0.9983
MVBV*REV	-0.186270	195.3604	-0.000953	0.9992
REV	1.260333	931.1589	0.001354	0.9989
REV^2	4.409720	672.2395	0.006560	0.9948

Πίνακας A3 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (1) των Aboody et al για δύο έτη μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_OPINC2									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 03:30									
Sample: 1 189									
Included observations: 189									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
ASSETS	-0.337161	0.207496	-1.624903	0.1059					
DELTA_OPINC	-3.646494	0.891320	-4.091116	0.0001					
MVBV	-0.015372	0.319876	-0.048056	0.9617					
REV	10.70549	1.489574	7.186947	0.0000					
YR	0.577465	1.134189	0.509144	0.6113					
R-squared	0.305860	Mean dependent var		0.187727					
Adjusted R-squared	0.290770	S.D. dependent var		2.146755					
S.E. of regression	1.807907	Akaike info criterion		4.048316					
Sum squared resid	601.4091	Schwarz criterion		4.134076					
Log likelihood	-377.5658	Durbin-Watson stat		1.769287					

Πίνακας A4 : Παρατηρείται ισχυρή υποστήριξη της H_0 : ομοσκεδαστικό μοντέλο

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
White Heteroskedasticity Test:									
F-statistic	0.735534	Probability	0.746040						
Obs*R-squared	11.33078	Probability	0.728813						
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 03:31									
Sample: 1 189									
Included observations: 189									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	3.366067	1.352804	2.488215	0.0138					
ASSETS	0.069674	5.374694	0.012963	0.9897					
ASSETS^2	0.144673	0.634482	0.228017	0.8199					
ASSETS*DELTA_OPINC	2.790518	14.01885	0.199055	0.8425					
ASSETS*MVBV	-1.129742	4.048352	-0.279062	0.7805					
ASSETS*REV	-10.37406	30.67911	-0.338148	0.7357					
DELTA_OPINC	-8.308246	71.26943	-0.116575	0.9073					
DELTA_OPINC^2	-25.76173	39.57984	-0.650880	0.5160					
DELTA_OPINC*MVBV	-16.48163	24.53557	-0.671744	0.5026					
DELTA_OPINC*REV	75.19281	138.4153	0.543241	0.5877					
MVBV	6.487812	22.91998	0.283064	0.7775					
MVBV^2	-0.261110	2.352011	-0.111016	0.9117					
MVBV*REV	13.06187	32.88097	0.397247	0.6917					
REV	49.22867	156.7226	0.314113	0.7538					
REV^2	-41.00542	113.1441	-0.362418	0.7175					
YR	-4.895927	20.57933	-0.237905	0.8122					

Πίνακας A5 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (1) των Aboody et al για τρία έτη μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_OPINC3									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 03:34									
Sample: 1 189									
Included observations: 189									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
DELTA_OPINC	-0.881608	1.520058	-0.579983	0.5626					
ASSETS	-0.239426	0.353864	-0.676606	0.4995					
MVBV	-0.660545	0.545517	-1.210860	0.2275					
REV	0.148494	2.540321	0.058455	0.9534					
YR	2.588928	1.934248	1.338468	0.1824					
R-squared	0.013683	Mean dependent var	0.375298						
Adjusted R-squared	-0.007758	S.D. dependent var	3.071315						
S.E. of regression	3.083206	Akaike info criterion	5.115916						
Sum squared resid	1749.134	Schwarz criterion	5.201677						
Log likelihood	-478.4541	Durbin-Watson stat	1.962801						

Πίνακας Α6 : Παρατηρείται ισχυρή υποστήριξη της H_0 : ομοσκεδαστικό μοντέλο

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
White Heteroskedasticity Test:									
F-statistic		0.491644	Probability					0.878935	
Obs*R-squared		4.559292	Probability					0.870912	
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 03:34									
Sample: 1 189									
Included observations: 189									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	11.05706	7.789322	1.419515	0.1575					
DELTA_OPINC	17.66941	57.35228	0.308086	0.7584					
DELTA_OPINC^2	0.125718	14.99498	0.008384	0.9933					
ASSETS	-25.03864	27.99267	-0.894471	0.3723					
ASSETS^2	3.486280	2.926692	1.191202	0.2352					
MVBV	-34.85141	31.74396	-1.097891	0.2737					
MVBV^2	7.990425	11.41775	0.699825	0.4849					
REV	-95.01184	105.1562	-0.903531	0.3675					
REV^2	20.27554	38.95591	0.520474	0.6034					
YR	61.06118	74.17717	0.823180	0.4115					
R-squared	0.024123	Mean dependent var		9.254676					
Adjusted R-squared	-0.024943	S.D. dependent var		72.99129					
S.E. of regression	73.89600	Akaike info criterion		11.49465					
Sum squared resid	977450.7	Schwarz criterion		11.66617					
Log likelihood	-1076.245	F-statistic		0.491644					
Durbin-Watson stat	1.995366	Prob(F-statistic)		0.878935					

Πίνακας Α7 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (3) των Aboody et al για το πρώτο έτος μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_CFO1									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 13:13									
Sample: 1 173									
Included observations: 173									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
DELTA_CFO	-1.164497	0.224597	-5.184823	0.0000					
MVBV	-0.109977	0.179696	-0.612019	0.5414					
REV	1.048621	0.401569	2.611308	0.0098					
ASSET	-0.043010	0.104633	-0.411060	0.6816					
YR	0.268255	0.578919	0.463372	0.6437					
R-squared	0.142959	Mean dependent var		-0.017967					
Adjusted R-squared	0.122553	S.D. dependent var		0.931178					
S.E. of regression	0.872255	Akaike info criterion		2.593006					
Sum squared resid	127.8192	Schwarz criterion		2.684141					
Log likelihood	-219.2950	Durbin-Watson stat		1.475100					

Πίνακας A8 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (3) των Aboody et al για το δεύτερο έτος μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_CFO2									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 14:17									
Sample: 1 173									
Included observations: 173									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
ASSET	0.087408	0.059473	1.469700	0.1435					
DELTA_CFO	-0.710927	0.127661	-5.568878	0.0000					
MVBV	0.059786	0.102139	0.585340	0.5591					
REV	-3.702047	0.228251	-16.21918	0.0000					
YR	-0.063886	0.329057	-0.194150	0.8463					
R-squared	0.729792	Mean dependent var	-0.043600						
Adjusted R-squared	0.723358	S.D. dependent var	0.942621						
S.E. of regression	0.495788	Akaike info criterion	1.463140						
Sum squared resid	41.29539	Schwarz criterion	1.554275						
Log likelihood	-121.5616	Durbin-Watson stat	2.048083						

Πίνακας A9 : Αποτελέσματα παλινδρόμησης βάσει του μοντέλου (3) των Aboody et al για το τρίτο έτος μετά την ανακοίνωση της αναπροσαρμογής.

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: DELTA_CFO3									
Method: Least Squares									
Date: 04/06/12 Time: 14:17									
Sample: 1 173									
Included observations: 173									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
ASSET	0.108408	0.098201	1.103938	0.2712					
DELTA_CFO	-0.796306	0.210792	-3.777679	0.0002					
MVBV	-0.285796	0.168651	-1.694606	0.0920					
REV	-1.419211	0.376886	-3.765620	0.0002					
YR	0.054527	0.543335	0.100355	0.9202					
R-squared	0.207954	Mean dependent var	0.033970						
Adjusted R-squared	0.189095	S.D. dependent var	0.909094						
S.E. of regression	0.818641	Akaike info criterion	2.466134						
Sum squared resid	112.5892	Schwarz criterion	2.557270						
Log likelihood	-208.3206	Durbin-Watson stat	2.030148						

Βιβλιογραφία

1. Aboody D., Barth, M.E & Kasznik R. (1999) Revaluation of fixed Assets and future firm performance : Evidence from the UK .Journal of Accounting and Economics 26 (1-3), 149-18
2. Ball R., & Foster, G. (1982) Corporate Financial Reporting : A methodological review of empirical research .Journal of Accounting Research, 20(Supplement 161), 234
3. Barvel, B, Fried, D, Haddad J.R & Livnat J. (2007). Revaluation of Revaluations: A cross-country examination of the motives and effects on future performance. Journal of business finance and accounting 34(7-8), 1025-1050
4. Barth, M.E & Clinch G. (1998). Revalued financial, tangible and intangible assets: Associations with share prices and non-market based value estimates .Journal of Accounting Research, 36, 199-233
5. Bernard V.L (1993) .Discussion of an investigation of revaluations of tangible long-lived assets. Journal of Accounting Research, 31, 39-45
6. Brown P., & Finn F. (1980). Asset revaluations and stock prices .Alternative interpretation of a study by Sharpe and Walker .In R. Ball, P. Brown, F. Finn and R. Officer (Eds). Share markets and Portfolio theory (pp 349-354) Queensland – University of Queensland Press
7. Brown P., Izzan, H.Y & Loh, A.L (1992). Fixed Assets Revaluations and managerial incentives .Abacus 28(1), 36-57
8. Casey R.S & Edey P.H (1986) .Defense Strategies on listed companies under the takeover code. Australian journal of management, 11, 153-171
9. Cotter J., (1999) Asset revaluation and debt contracting. Abacus 35(3) 268-285

10. Chatfield M.(1974) .A history of accounting Thought.Hinsdale,IL : Dryden press
11. Cotter J.& Zimmer I.(1995) Asset revaluation and assessment of borrowing capacity.Abacus (31),136-151
12. Easton P.D,Eddey P.H & Harris T.H (1993) An investigation of revaluations of tangible long lived assets .Journal of Accounting Research,31,1-38
13. Emanuel D.M (1998) .Asset revaluation and share prices revision.Journals of business finance and accounting 16(2),213-227
14. Fama E.(1998) .Market Efficiency,long term returns and behavioral finance.Journal of financial economic,49, 283-306
15. Jaggi B.& Tsui J.(2001) .Management Motivation and market assessment : Revaluations of fixed assets .Journal of International Financial Management & Accounting 12(2),160-187
16. Missonnier –Piera F.(2007) .Motives of fixed asset revaluation.An empirical analysis with Swiss Data.International Journal of Accounting 42(2),186-205
17. Sharpe I.G & Walker R.G (1975).Asset revaluation and stock market prices .Journal of accounting research,13(2),293-310.
18. Laidler J.Donaghy (1998) .Understanding UK annual reportsand accounts.Cengage Learning EMEA
19. http://en.wikipedia.org/wiki/Fixed_asset.Fixed Asset
20. http://en.wikipedia.org/wiki/Revaluation_of_fixed_assets Fixed Asset revaluation Methods
21. <http://www.iasplus.com/standard/ias16.htm> IAS 16 History
22. <http://www.iasplus.com/standard/ias40.htm> IAS 40 history
23. Pricewaterhoosecoopers Business Solutions A.E – IFRS Manual – ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ (2011)

24. Αντώνης Αντύπας (2010) Σημειώσεις του μαθήματος ειδικά θέματα Οικονομετρίας (Τμήμα Χρημ/κής & Τραπεζικής Διοικητικής Παν.Πειραιώς)
25. Whittred,G & Chan Y.K (1992) .Asset Revaluations and mitigation of underinvestment .Abacus 28(1),58-74
26. Ink Tay,(2009).Fixed Asset Revaluation : Management Incentives and market Reaction .Lincoln University,Cantrebury,New Zealand
27. Http:// <http://stattrek.com/> Regression Analysis