

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Η ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΑΝΑΛΥΤΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

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

Αθήνα
Ιούλιος 2013

Εγκρίνουμε την εργασία του

ΛΑΜΠΡΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ
ΑΡ. ΜΗΤΡΩΟΥ 112167

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ

Κα ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Κος ΧΕΒΑΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Κος ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

(ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ 112167)

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την επιβλέπουσα καθηγήτρια της πτυχιακής μου εργασίας, κ. Σιουγλέ Γεωργία, που μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με την συγκεκριμένη θεματική ενότητα και με καθοδήγησε σε κάθε προβληματισμό και απορία μου κατά τη διεκπεραίωσή της. Το εργαστήριο Χρηματοοικονομικών Εφαρμογών του ΠΜΣ για την παροχή λογισμικών προγραμμάτων και εξειδικευμένων βάσεων δεδομένων στους φοιτητές του προγράμματος που εκπονούν εμπειρικές έρευνες. Τον κ. Cedric Candoz από την Thomson Reuters για τον υπερβάλλοντα ζήλο και την άμεση ανταπόκριση, σε κάθε ερώτηση μου, σχετικά με την άντληση δεδομένων από την Thomson One.

Για το τέλος, θέλω να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τη σύζυγο μου Ελένη, για την υπομονή, την υποστήριξή και τη συμπαράστασή της όλο αυτό το διάστημα.

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΕΡΙΕΧΩΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1
Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ

1.1 Η έννοια της πρόβλεψης 9
1.2 Η χρησιμότητα της πρόβλεψης των κερδών 9
1.3 Ερμηνεία των προβλέψεων από τις εταιρείες 11
1.4 Το προφίλ των αναλυτών 11
1.5 Η έρευνα των ακαδημαϊκών για τους αναλυτές 13
1.6 Τεχνικές και μέσα πρόβλεψης των κερδών 14
1.6.1 Μακροοικονομική ανάλυση 14
1.6.2 Μελετώντας τα χαρακτηριστικά των κερδών 14
1.6.3 Βασικό πλαίσιο πρόβλεψης 15
Παρελθοντικά κέρδη ανά μετοχή
Ανάλυση χαρακτηριστικών του κλάδου
Ανάλυση στρατηγικής εταιρειών
Χρηματοοικονομική και λογιστική πληροφόρηση
1.7 Δραστηριότητα των αναλυτών σε όλο των κόσμο 18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2
Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

2.1 Η θεωρία Random Walk 20
2.2 Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών 21
2.3 Συνέπειες των αποτελεσματικών αγορών για τους επενδυτές 23
2.4 Συνέπειες των αποτελεσματικών αγορών για τις εταιρείες 23
2.5 Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων σε αποτελεσματικές αγορές 23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
Η ΑΚΡΙΒΕΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΑΙ Η ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΦΑΛΜΑΤΩΝ

3.1 Μεροληψία 25
3.1.1 Ηθελημένη μεροληψία του αναλυτή 26
3.1.2. Η στάση των εταιρειών 28
3.2 Η ασυμμετρία πληροφόρησης 29
3.2.1 Η έννοια και ο ρόλος της ασύμμετρης πληροφόρησης 29
3.2.2 Η πληροφόρηση στην ισορροπία της αγοράς αξιόγραφων 30

3.2.3 Η ασυμμετρία πληροφόρησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών 31
3.2.4 Μέτρα εκτίμησης της ασυμμετρίας πληροφόρησης 31
3.3 Η χειραγώγηση των κερδών από τις εταιρείες 33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

4.1 Η επιλογή του δείκτη NYSE για την έρευνα μας 34
4.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση στις Η.Π.Α. 34
4.3 Στατιστική περιγραφή σε λογιστικά μεγέθη 35
4.4 Οικονομετρική έρευνα 48

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 53

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 62

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα έρευνα γίνεται προσπάθεια να εντοπίσουμε τις αιτίες, που οι προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τις τάσεις κερδοφορίας, αποκλίνουν από τα πραγματικά μεγέθη. Συλλέγοντας δεκαετή στοιχεία από τη βάση δεδομένων I/B/E/S για τις εισηγμένες εταιρείες του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange), θα αναζητήσουμε οικονομετρική σχέση των σφαλμάτων των εκτιμήσεων με τις μεταβολές λογιστικών μεγεθών και αριθμοδεικτών. Επίσης, με την ορολογία της στατιστικής, θα περιγράψουμε τη διαχρονική τάση που ακολούθησαν βασικά λογιστικά μεγέθη του αμερικάνικου δείκτη και θα τα παραθέσουμε με τις αντίστοιχες προβλέψεις που δημοσιεύθηκαν για αυτά.

Οι αναλυτές της αγοράς παίζουν έναν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο σαν διαμεσολαβητές πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό. Χρησιμοποιώντας όλα τα πληροφοριακά εφόδια που μπορούν να συλλέξουν, διατυπώνουν προβλέψεις για τις μελλοντικές επιδόσεις εταιρειών, κλάδων, χρηματιστηριακών δεικτών. Οι επενδυτές δείχνοντας πλήρη εμπιστοσύνη στις ικανότητες των αναλυτών, βασίζονται στις εκτιμήσεις τους, τις λαμβάνουν σαν συστάσεις και τοποθετούν τα κεφάλαιά τους ανάλογα. Οι ίδιες οι εταιρείες που είναι αντικείμενο έρευνας των αναλυτών, βασίζονται στις προβλέψεις για να αντιλαμβάνονται την εικόνα και τις προσδοκίες που δημιουργούν στην αγορά και να οριοθετούν τους στόχους τους.

Στην προσπάθεια τους οι αναλυτές να διατυπώσουν εκτίμηση, εφαρμόζουν ποίκιλλες τεχνικές και μοντέλα. Μελετούν ποιοτικά χαρακτηριστικά, αναλύουν το οικονομικό περιβάλλον των εταιρειών και κάνουν ποσοτικές μετρήσεις σε παρελθοντικά λογιστικά μεγέθη. Η εξαγωγή συμπεράσματος από την παραπάνω διαδικασία, είναι μία μορφή αποτίμησης της αγοράς.

Ο λόγος ύπαρξης των αναλυτών, πηγάζει από την αδυναμία των επενδυτών να αντλήσουν μόνοι τους όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση που υπάρχει για τις εταιρείες του ενδιαφέροντός τους. Επιπρόσθετα στερούνται της τεχνογνωσίας να επεξεργάζονται τις πληροφορίες και να αποκωδικοποιούν από αυτές τις μελλοντικές τάσεις των αξιόγραφων. Θεμελιώδες εργαλείο στον εξειδικευμένο ρόλο ενός χρηματοοικονομικού αναλυτή είναι η πληροφορία. Η ευκολία άντλησής της, είναι συνάρτηση της αποτελεσματικότητας μίας αγοράς. Η ταχύτητα με την οποία οι τιμές ενσωματώνουν τις πληροφορίες, θα μπορούσε στο μέγιστο βαθμό της να απαξιώσει πλήρως το ρόλο των αναλυτών. Αυτό θα συνέβαινε επειδή οι πληροφορίες θα ήταν άμεσα διαθέσιμες σε όλους τους συμβαλλόμενους της αγοράς, οι οποίοι ακαριαία θα αντιδρούσαν, προκαλώντας την ίδια στιγμή μεταβολή στις τιμές των αξιόγραφων.

Σε ρεαλιστικές συνθήκες όμως, αυτό που παρατηρείται ευρέως είναι ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα σε εταιρείες, αναλυτές και επενδυτές. Σε πολλές αγορές η πληροφορία είναι δυσεύρετη και αμφιβόλου ποιότητας, κάτι που αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο αβεβαιότητας του αναλυτή. Το επίπεδο της ασυμμετρίας έχει αρνητική σχέση με την ποιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Χρησιμοποιώντας διάφορες μεταβλητές και μοντέλα αποτίμησης, μπορούμε να εντοπίσουμε και σε κάποιο βαθμό να ποσοτικοποιήσουμε την ασυμμετρία πληροφόρησης.

Επιπρόσθετα θα αναπτύξουμε σαν βασικό λόγο ύπαρξης σφαλμάτων στις προβλέψεις και τη μεροληψία του αναλυτή. Συμπεριφορικά χαρακτηριστικά όπως το ένστικτό, η βεβαιότητα, οι διαπροσωπικές σχέσεις αλλά και η αλληλεπίδραση συμφερόντων, επιδρούν στη διαδικασία και αλλοιώνουν τα ορθολογικά κριτήρια που οφείλουν να εφαρμόζουν οι αναλυτές.

Η εμπειρική διερεύνηση θα μας δώσει απάντηση εάν επαληθεύεται το θεωρητικό πλαίσιο που αναφέρουμε σχετικά με το ρόλο των αναλυτών στις χρηματοοικονομικές αγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ

1.1) Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

Κάθε ένας από εμάς δελεάζεται στη διορατική ικανότητα να μπορούσε να προβλέψει με ακρίβεια γεγονότα που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον. Σε κάθε πτυχή της ζωής μας, σχεδόν καθημερινά, προσπαθούμε να μαντέψουμε αυτό που θα συμβεί μελλοντικά, είτε μακροπρόθεσμα σε βάθος χρόνου, είτε ακόμα και στα επόμενα λεπτά. Άλλες φορές σε θέση άμυνας, για να προστατευθούμε από δυσάρεστες καταστάσεις και άλλες για να αποκτήσουμε ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, κάτι που μόνο εμείς θα μπορούσαμε να διακρίνουμε.

Τι είναι πρόβλεψη λοιπόν; Εννοιολογικά ορίζεται ως η εκτίμηση ενός γεγονότος πριν αυτό συμβεί, με βάση κάποια στοιχεία, ενδείξεις ή απλώς ένα προαίσθημα. Στην Οικονομική ορολογία σημαίνει προσπάθεια προσδιορισμού, εκτίμησης της μελλοντικής οικονομικής δραστηριότητας και εξέλιξης (με βάση έρευνες, μελέτες, στατιστικές κτλ.) Η έννοια της πρόβλεψης ήταν ανέκαθεν ένα από τα στοιχεία που χαρακτήριζαν τη φύση και τη ροή της αγοράς παγκοσμίως, σε όλες τις μορφές της. Στον κόσμο της χρηματοοικονομικής και στα πλαίσια που ορίζει η αγορά, πρόβλεψη είναι η προσπάθεια μελλοντικής αποτίμησης μίας οικονομικής οντότητας με σκοπό την αποκομιδή οφελών σήμερα

Διαβάζοντας κανείς τις οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας αναμένει στο τέλος να έχει μία εικόνα για τις μελλοντικές προσδοκίες της. Η πρόβλεψη για το τί θα συμβεί είναι κάτι που αφορά όλους τους συμβαλλόμενους της (μέτοχοι, managers, επίδοξοι επενδυτές, πιστωτές, τράπεζες). Οι μάνατζερ για να ορίσουν τους επόμενους στόχους, οι επενδυτές (υπάρχοντες και επίδοξοι) για να αποκομίσουν κέρδη απ'την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους και οι τράπεζες για να μετρήσουν τη δυνατότητα της εταιρείας να αποπληρώσει δανειακές υποχρεώσεις που της έχουν χορηγηθεί. Οι διαφορετικές πληροφορίες λοιπόν που θέλει να αντλήσει ο κάθε συμβαλλόμενος ξεχωριστά, μας δίνουν αθροιστικά μία πρόβλεψη που κατ' ορισμού σκοπό έχει να αποτιμήσει την αξίας της οικονομικής οντότητας που αναλύουμε. Στη δομική της σύσταση, η πρόβλεψη είναι ανάμιξη στρατηγικής, λογιστικής και χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

1.2) Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Αυτοσκοπός της επιχειρηματικής δραστηριότητας και κοινή σκοπιμότητα όλων των συμβαλλόμενων που αποτελούν τη δομή της αγοράς, είναι η δημιουργία του κέρδους. Ορίζεται σύμφωνα με τη λογιστική έννοια η διαφορά του κόστους από τα έσοδα που αποφέρει μια οικονομική δραστηριότητα, ενώ, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, είναι η αμοιβή της

επιχειρηματικότητας ως συντελεστής παραγωγής. Ως επιχειρηματικότητα μπορεί να νοηθεί, κατά μιαν έννοια, η ανάληψη του επιχειρηματικού κινδύνου και η εισαγωγή της καινοτομίας. Οι οικονομικές μονάδες αποτελούν αυτοτελή και υπεύθυνη οργάνωση όλων των παραγωγικών συντελεστών επιδιώκοντας το μέγιστο δυνατό κέρδος. Το αναφερόμενο λοιπόν ως κέρδος, θα πρέπει κατά κανόνα να υπερβαίνει την αντίστοιχη συνήθη αμοιβή (ως αντιμισθία) της διοικητικής ή εκτελεστικής εργασίας που επιτελείται σ΄ αυτήν.

Βασικό λοιπόν λογιστικό μέγεθος που ενδιαφέρει τους αναλυτές να προβλέψουν, είναι τα κέρδη που θα δημιουργήσει μία εταιρεία στα επόμενα χρόνια. Παρακολουθούν τις επιδόσεις των εταιρειών και προσμετρούν στοιχεία που απορρέουν από διάφορες μεταβλητές που περιγράφουν το ευρύτερο περιβάλλον που τις διέπει. Το σημαντικότερο κομμάτι της έρευνάς τους είναι να αντλήσουν όλες τις προσβάσιμες πληροφορίες που τους ενδιαφέρουν και στη συνέχεια να τις φιλτράρουν ώστε να χρησιμοποιήσουν όσες δίνουν ουσία στις εκτιμήσεις τους. Το φλέγον ζήτημα της πληροφόρησης, είναι ζωτικής σημασίας και θα μας απασχολήσει ιδιαίτερα στη συνέχεια.

Αποτέλεσμα των παραπάνω διεργασιών είναι η διατύπωση εκτίμησης για την προσδοκώμενη αξία που θα έχουν τα κέρδη στο μέλλον. Οι εκτιμήσεις τους θέτουν τιμές στόχους για το μέλλον και αποτελούν επενδυτικές συστάσεις για το ενδιαφερόμενο κοινό. Η αγορά χρησιμοποιεί τις προβλέψεις των κερδών ως μέσο αξιολόγησης των μετοχών στην προσπάθεια να εκτιμήσει την πορεία της αξίας τους μελλοντικά. Παρότι αδυνατούν να είναι ιδανικές και τελειοποιημένες, εξειδικευμένοι αναλυτές τις παρακολουθούν λεπτομερώς ώστε πέρα από την αξία μίας μεμονωμένης μετοχής, να αποτιμούν γενικότερα την αγορά στο σύνολό της και να διατυπώνουν κρίσιμα συμπεράσματα για την πορεία της οικονομίας γενικότερα. Για το λόγο αυτό, μεγάλοι επενδυτικοί οίκοι όπως η Citygroup και η Merril Lunch (πωλητές της Wall Street) διορίζουν σε συχνά διαστήματα εκατοντάδες αναλυτές που κάνουν πολλαπλές προβλέψεις (forecast reports) σχετικά με τα κέρδη των εταιρειών. Αυτό που δημοσιεύεται στο τέλος σαν πρόβλεψη είναι ένας μέσος ή διάμεσος όλων των εκτιμήσεων σε ένα συγκεκριμένο brand name εταιρείας. Άρα όταν κανείς ακούει ότι τα Κέρδη Ανά Μετοχή αναμένεται να ανέβουν στο 1,5 δολάριο, αυτή η αξία μπορεί να προέρχεται από εκτιμήσεις τουλάχιστον 30 αναλυτών. Αν πρόκειται πάντως για μικρή εταιρεία, οι εκτιμήσεις μπορεί να προέρχονται από λίγους ή έστω και μόνο έναν αναλυτή. Οι εκτιμήσεις γίνονται στο τέλος της χρονιάς για το αποτέλεσμα της επόμενης και επαναξιολογούνται βραχυπρόθεσμα ανά τρίμηνο.

Εταιρείες όπως η Thomson First Call, Reuters and Zacks Investment Research συγκεντρώνουν τα στοιχεία των προβλέψεων σε βάσεις δεδομένων προσφέροντας στους χρήστες τους μέσους και τις εκτιμήσεις. Ακόμα και σε σαιτ όπως το yahoo, μπορεί κανείς να βρει τέτοια στοιχεία. Μερικές βάσεις δεδομένων μάλιστα δείχνουν και κατά πόσο απέκλινε η εκτίμηση σε σχέση με το πραγματικό.

Πολλοί επενδυτές βασίζονται στις εκτιμήσεις, ακόμα και οι πιο εξειδικευμένοι όπως αυτοί που δημιουργούν Αμοιβαία Κεφάλαια. Οι μετοχές ταξινομούνται με βάση αυτές που μπορούν να παράγουν τα μεγαλύτερα κέρδη. Το βασικότερο μέτρο των κερδών είναι τα Κέρδη ανά μετοχή (EPS). Καθαρά κέρδη μείον τα μερίσματα διαιρεμένα στον αριθμό των μετοχών. Αν μια εταιρεία κάνει 10 εκατ. κέρδη στο τέλος χρήσης με 8 εκατ. μετοχές, το αποτέλεσμα θα είναι 1,5 ΚΑΜ.

1.3) ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Σύμφωνα με μελέτες, έχει παρατηρηθεί ότι οι προβλέψεις χρησιμοποιούνται και ως μελλοντικοί στόχοι των μάνατζερ που διοικούν τις εταιρείες. Φαίνεται πως εμπιστεύονται τους αναλυτές ότι εκτίμησαν αξιόπιστα τις οικονομικές συνθήκες και το περιβάλλον που διέπει την εταιρεία τους. Αυτός μάλιστα, μπορεί να είναι βασικός λόγος για να συγκλίνουν εν τέλει οι προβλέψεις με τα πραγματικά μεγέθη.

Γιατί όμως να εστιάζει η αγορά στα κέρδη και όχι τις ταμειακές ροές ή τις πωλήσεις. Χρηματοοικονομικοί καθηγητές υποστηρίζουν ότι προτιμότερο είναι να παίρνεις τις ελεύθερες ταμειακές ροές προσαρμόζοντας τες στη μέρα ή χρονική στιγμή που επιθυμείς και να τις διαιρείς με τον αριθμό μετοχών. Επειδή όμως σα διαδικασία μοιάζει πολύπλοκη, είναι ευκολότερο για τους αναλυτές να παίρνουν τα κέρδη σαν το καλύτερο υποκατάστατο. Επίσης τα κέρδη είναι δικαιότερα και πιο αξιόπιστα καθορισμένα στις δημοσιευμένες καταστάσεις γιατί ελέγχονται από ορκωτούς λογιστές πριν δημοσιευθούν. Άρα η επενδυτική κοινότητα το βλέπει σαν πιο αξιόπιστο μέτρο. Πάντως οι Palepu Healy Peek (2010) επισημαίνουν ότι η ανάλυση θα πρέπει να είναι περιεκτική γιατί εάν περιοριστεί στην αύξηση των πωλήσεων και των κερδών, ο χρήστης θα χάσει πιθανές αυξήσεις στα κόστη που θα επηρεάσουν την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων.

1.4) ΤΟ ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ

Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές είναι διαμεσολαβητές της πληροφόρησης από τις οικονομικές οντότητες στο επενδυτικό κοινό. Η αδυναμία των επενδυτών να παρακολουθήσουν όλες τις πληροφορίες των εταιρειών καθώς και η έλλειψη τεχνογνωσίας για να τις επεξεργαστούν, έκανε την ύπαρξη των εξειδικευμένων αναλυτών απαραίτητη. Ο ρόλος τους είναι να παρακολουθούν τις επιδόσεις διάφορων εταιρειών, να παρέχουν προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη, πληροφορίες για τα προϊόντα τους, να θέτουν τιμές στόχους και να κάνουν επενδυτικές συστάσεις. Οι προβλέψεις είναι σημαντική πηγή πληροφόρησης για την αξιολόγηση των τιμών και έχουν τεράστια επενδυτική σημασία για τους επενδυτές. Η ποιότητα της δουλείας τους φαίνεται από την επιτυχία των συστάσεων για την αγορά ή πώληση μίας μετοχής.

Οι εκτιμήσεις τους δίνονται σε προσωπικούς πελάτες, στο ευρύ επενδυτικό κοινό ή στη διοίκηση της εταιρείας που αναλύουν, είτε με δημοσίευση στα μέσα, είτε σε ανεπίσημο προσωπικό επίπεδο. Οι επίσημες προβλέψεις είναι όσες έχουμε πρόσβαση όλοι μέσω διαδικτύου, έντυπων οικονομικών φύλλων και πρωτίστως βάσεων δεδομένων τύπου I/B/E/S. Οι αναλυτές ενδέχεται να κάνουν και επίσημες παρουσιάσεις των ευρημάτων τους όταν απευθύνονται σε μεγάλους επενδυτικούς οίκους.

Οι προβλέψεις σε μεγάλο βαθμό διαμορφώνουν τις οικονομικές συνθήκες και παίζουν ρόλο στην πολυπλοκότητα των επενδυτικών αποφάσεων. Ξεχωρίζοντας τους καλύτερους αναλυτές από τους υπόλοιπους θα έχουμε και μία εγκυρότερη εικόνα της αγοράς. Οι κορυφαίου αναλυτές διακρίνονται βάσει της εγκυρότητας στις προβλέψεις τους (Cooper, Day, Lewis 2001) τη συναλλακτική δραστηριότητα που πραγματοποιείται μετά την πρόβλεψη και την ακρίβεια. Επίσης έχουν τάση απόσχισης από ομαδοποιημένες αναλύσεις (Stickel 1990, Lamont 1995) Παρουσιάζεται μάλιστα έντονη συσχέτιση των προβλέψεων αναγνωρισμένων αναλυτών με τις

τιμές των αξιόγραφων. Η άποψη τους μάλιστα δείχνει να επηρεάζει ακόμα και τις τιμές των προϊόντων που διαπραγματεύονται οι εταιρείες παγκοσμίως (Kim and Verrecchia 1990). Μία συμβουλευτική εταιρεία διαθέτει αναλυτές που παρέχουν επενδυτικές συμβουλές στους πελάτες τους για την αξία των αξιόγραφων. Οι αναλύσεις που παραθέτουν εστιάζονται στα μελλοντικά κέρδη των εταιρειών, στα θεμελιώδη χαρακτηριστικά τους και εν τέλει σε πλήρεις επενδυτικές συστάσεις.

Κάθε αναλυτής μπορεί να έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στην ανάλυση μιας μετοχής είτε λέγω προσωπικής ικανότητας, είτε καλύτερης εκπαίδευσης ή ανάπτυξης διαπροσωπικών σχέσεων με την εταιρεία που έχει αναλάβει. Πολλές φορές τέτοιοι παράγοντες καθορίζουν την κυρίαρχη τάση στον χώρο των αναλυτών αναδεικνύοντας τους κορυφαίους που με τη σειρά τους, λόγω της δυναμικής που αναπτύσσουν οι συστάσεις τους κατευθύνουν τους επενδυτές να αυξήσουν ή να μειώσουν την εμπορική δραστηριότητα τους και τελικά να επηρεάσουν τις τιμές. Δεν είναι πάντως εύκολο για τους αναλυτές να αποκρυπτογραφούν τα κρυμμένα μυστικά των λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας εταιρείας.

Σημαντικός παράγοντας για τις αναλύσεις που οδηγεί στην αύξηση της έντασης των αγοραπωλησιών και κατ' επέκταση στις μεταβολές των τιμών, είναι η εγκαιρότητά τους. Μια έγκαιρη ανάλυση δείχνει πως χρησιμοποιήθηκε πλεόνασμα πληροφοριών και βοηθά τον αναλυτή να χαρακτηριστεί κορυφαίος. Έτσι αναπτύσσεται και μία έντονη σχέση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού ως προς την πρόβλεψη. Ακόμα, οι υψηλής φήμης αναλυτές εμφανίζουν την τάση να ξεφεύγουν από τις συναινετικές προβλέψεις. Έχοντας υψηλή αυτοπεποίθηση για τις ικανότητες τους χάνουν το κίνητρο να συμμετέχουν σε ομαδοποιημένες απόψεις και υποστηρίζουν τη δική τους θέση κρατώντας αποστάσεις από τους υπόλοιπους. Πάντως όπως και να έχει, μια διαφοροποιημένη άποψη από κορυφαίο αναλυτή σε καμία περίπτωση δεν επιτρέπει υπερκέρδη. Όλα εξαρτώνται από τη διαθέσιμη πληροφορία. Περισσότερο χρήσιμοι είναι οι κορυφαίοι αναλυτές σε βιομηχανικούς κλάδους που λειτουργούν σε δυναμικό περιβάλλον και έχουν έντονο ανταγωνισμό. Εκεί η άντληση δημόσιας πληροφορίας είναι ακόμα πιο περιζήτητη αλλά και περισσότερο πολύπλοκη.

Η εγκαιρότητα προσδιορίζεται από την καλύτερη πρόσβαση που μπορεί να έχει ένας αναλυτής στην πληροφορία. Όταν κάποιος παραθέτει την εκτίμηση του νωρίτερα από τους υπόλοιπους, είναι ένδειξη ότι αντλεί ευκολότερα πληροφορίες και είναι ικανότερος συλλέκτης. Σημαντικό είναι και κατά ποσό η αγορά απορροφά ταχύτατα τις ίδιες τις προβλέψεις σαν πληροφορίες. Αν η προσαρμογή των τιμών γίνει άμεσα μετά την δημοσίευση των προβλέψεων, δεν δημιουργούνται υπεραποδόσεις. Σε μία αργή αντίδραση δύναται να έχουμε υπερκέρδη.

Τους διακεκριμένους αναλυτές χαρακτηρίζει και η εμπορική δραστηριότητα των μετοχών μετά τις εκτιμήσεις τους. Αν τα trades μίας μετοχής αυξηθούν ραγδαία, σημαίνει πως ο αναφερόμενος αναλυτής επηρεάζει μεγάλο αριθμό επενδυτών (Cooper, Day, Lewis 2001). Ο ραγδαία αυξανόμενος όγκος συναλλαγής είναι στοιχείο ποιότητας των πληροφοριών που εμπεριέχουν οι εκτιμήσεις. Σε σύγκριση με την εγκαιρότητα που αναφέραμε παραπάνω εδώ γίνεται σαφές αν οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί ο αναλυτής είναι πράγματι χρήσιμες και ουσιαστικές. Γιατί είναι εφικτό να κάνει κάποιος μία έγκαιρη πρόβλεψη χωρίς να είναι ποιοτικές οι πληροφορίες που χρησιμοποίησε. Το μειονέκτημα είναι ότι η αύξηση των συναλλαγών μπορεί να αυξήθηκε από άλλους παράγοντες που συνέπεσαν την ίδια περίοδο με τη δημοσίευση προβλέψεων. Για παράδειγμα μία εταιρική ανακοίνωση ή ένα οικονομικό γεγονός της ευρύτερης αγοράς (χώρας).

Τέλος ο βασικότερος παράγοντας που διακρίνει τους αναλυτές είναι η ακρίβεια των προβλέψεων. Βασικό συστατικό επιτυχίας είναι η σωστή διαχείριση της διαθέσιμης ποιοτικής πληροφορίας. Παρατηρείται όμως ότι αρκετοί αναλυτές, εξαιτίας του υψηλού ανταγωνισμού μεταξύ τους, βιάζονται να δημοσιεύσουν πρώτοι τις εκτιμήσεις τους, αναμένοντας να προκαλέσουν αυξημένη εμπορική δραστηριότητα των αξιόγραφων, πριν τη γνωστοποίηση των υπολοίπων προβλέψεων. Οι πρόωρες εκτιμήσεις είναι πιθανόν να πάσχουν από προχειρότητα, κακή διαχείριση πληροφορίας και ελλιπείς ή λανθασμένες μετρήσεις οικονομικών μεγεθών. Ενδέχεται μάλιστα να βασίζονται περισσότερο στο ένστικτο του αναλυτή παρά στον ορθολογικό τρόπο σκέψης. Η πιθανότητα αυτές οι προβλέψεις να είναι ακριβείς είναι αισθητά μειωμένες.

Οι προβλέψεις των αναγνωρισμένων αναλυτών θεωρούνται λοιπόν πιο αξιόπιστες από αυτές του μέσου όρου. Γι'αυτό παρατηρούμε ότι μετά τη δημοσίευσή τους, η αγορά αντιδρά με αυξημένες συναλλαγές και άμεσες μεταβολές στις τιμές των αξιόγραφων.

1.5) Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΩΝ ΑΚΑΔΗΜΑΙΚΩΝ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΑΝΑΛΥΤΕΣ

Μεγάλο ενδιαφέρον για τη δράση των αναλυτών έχει επιδείξει και η ακαδημαϊκή κοινότητα. Η αλήθεια είναι πως δεν έχει ασχοληθεί ευρέως με τον ποιοτικό έλεγχο της διαδικασίας που κάνουν οι αναλυτές για να καταλήξουν σε εκτιμήσεις. Θα έλεγε κανείς ότι το κομμάτι της ανάλυσης, αυτό καθ'αυτό, είναι το ανεξερεύνητο μαύρο κουτί του χώρου. Η έρευνα των ακαδημαϊκών εστιάζει περισσότερο στην επεξεργασία των προβλέψεων. Μελετούν την αυτοσυσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στις εκτιμήσεις που δίνουν οι αναλυτές και στην πορεία που έχουν οι τιμές των μετοχών αμέσως μετά. Για παράδειγμα πόσο επιδρά η πρόβλεψη για τα κέρδη μίας εταιρείας στις ποσοστιαίες μεταβολές των επόμενων χρηματιστηριακών συνεδριάσεων. Η' και το αντίστροφο, ραγδαίες μεταβολές της μετοχής επηρεάζουν τις μετέπειτα προβλέψεις των αναλυτών; Άλλο στοιχείο έρευνας είναι εάν τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη είναι επαναλαμβανόμενη ακολουθία των παρελθοντικών οικονομικών καταστάσεων.

Επιπρόσθετα, βασικό αντικείμενο μελέτης είναι η ακρίβεια των προβλέψεων μέσα από τον υπολογισμό των αποκλίσεων και της διασποράς των προβλέψεων. Συμπέρασμα αυτών των ερευνών είναι ο έλεγχος ποιότητας των πληροφοριών αλλά και η αποτελεσματικότητα με την οποία τις διαχειρίζονται οι αναλυτές.

Αυτό που γενικότερα εξετάζει η ακαδημαϊκή κοινότητα με όλα τα παραπάνω, είναι κατά πόσο η ύπαρξη των αναλυτών στις σύγχρονες αγορές βελτίωσε την ποιότητα των προβλέψεων σε σχέση με τα παλιά μοντέλα χρονικών σειρών που σύστησε η βιβλιογραφία πριν από πολλά χρόνια.

Πάντως ένας ακόμη λόγος που γίνονται τόσες έρευνες γύρω από τους αναλυτές, είναι η εύκολη πρόσβαση που έχουν όλοι στις εκτιμήσεις, μέσω των διαδικτυακών βάσεων δεδομένων και δίνουν κίνητρο σε πολλούς ερευνητές για εμπειρικές μελέτες.

1.6) ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

1.6.1 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η αφετηρία για έναν αναλυτή που θέλει να πραγματοποιήσει πρόβλεψη, είναι μία ανάλυση γενικότερη του οικονομικού περιβάλλοντος που διέπει μία εταιρεία. Πολλές μεγάλες επιχειρήσεις είναι εκτεθειμένες στις διεθνείς αγορές είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο (μέσω των ευρύτερων συνθηκών που επικρατούν στις αγορές). Οι αναλυτές πρέπει ανά πάσα στιγμή να μελετούν τις συνθήκες και την κατάσταση στην αγορά. Οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ , το πολιτικό, οικονομικό περιβάλλον, οι κίνδυνοι επιτοκίου και συναλλάγματος είναι μερικοί από τους βασικούς πυλώνες στις απαραίτητες γνώσεις ενός αναλυτή, ανά πάσα στιγμή. Εξάλλου πρόκειται για παράγοντες που διαφοροποιούνται σε μεγάλο βαθμό από χωρά σε χώρα.

Αφού λοιπόν γίνει πρώτα μία γενικότερη ανάλυση της Οικονομίας παγκοσμίως, ο αναλυτής πάει στα τοπικά χαρακτηριστικά της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία με έμφαση στις συνθήκες που διέπουν τοπικώς τον κλάδο/βιομηχανία που αναλύουμε. Οι αναλυτές πρέπει να καταγράψουν την παρούσα κατάσταση καθώς και τις μελλοντικές προσδοκίες σε διάφορους τοπικούς δείκτες όπως είναι το ΑΕΠ, οι τιμές βασικών αγαθών και πρώτων υλών, η πορεία των επιτοκίων, οι τιμές πετρελαίου. Σε κάποιο βαθμό το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον είναι ίδιο (συστηματικό) για όλες τις επιχειρήσεις Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν μακροοικονομικά μεγέθη όπως είναι η οικονομική ανάκαμψη, οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον χώρας κτλ. Η έρευνα βοηθά στο να αντιληφθεί κανείς τις τάσεις της αγοράς. Τα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά έχουν ουσιώδη δράση στην εργασία των αναλυτών και την εγκυρότητα των προβλέψεών τους.

1.6.2 ΜΕΛΕΤΩΝΤΑΣ ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Οι αναλυτές για να διατυπώσουν εκτίμηση, οφείλουν να έχουν αποκρυσταλλώσει βασικά χαρακτηριστικά των κερδών που παρατηρούνται απ'την παρελθοντική τους πορεία. Πολλές έρευνες αναφέρουν ότι τα κέρδη έχουν την τάση να κινούνται προς τον ιστορικό μέσο τους (mean reverting) με μεγάλες αυξήσεις να ακλουθούν αντίστοιχες μειώσεις και αντίστροφα (Fama and French 2000). Ως εκ τούτου, τα παλιά κέρδη μπορεί να είναι αρνητικά συσχετισμένα με τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των αναλυτών. Επίσης υπάρχει και η θεωρία προσαρμογής στους μέσους όρους της αγοράς γενικότερα. Οι Palepu Healy Peek (2010) αναφέρουν ότι βάσει ερευνών, εταιρείες που βρίσκονται στις ακραίες θέσεις (δηλαδή ψηλά ή χαμηλά) της κατάταξης των κερδών όλων των επιχειρήσεων ενός κλάδου, τείνουν τα επόμενα χρόνια να κινηθούν προς τη μέση. Αυτό συνεπάγεται ότι οι ρυθμοί αύξησης των κερδών προσαρμόζονται σε μία μέση τιμή και οι επιχειρήσεις αδυνατούν να παρουσιάσουν μακροχρόνιας διάρκειας υπερκέρδη.

Σημαντικός παράγοντας που χαρακτηρίζει τα κέρδη σε πολλούς κλάδους είναι και η εποχικότητα των πωλήσεων. Παραδοσιακά στις ΗΠΑ αλλά και με αυξητικούς ρυθμούς τα τελευταία χρόνια στην Ευρώπη, οι εκτιμήσεις επαναξιολογούνται τριμηνιαία. Η εμπορική δραστηριότητα των εταιρειών λιανικής, και όχι μόνο, επηρεάζεται από παράγοντες όπως οι μετεωρολογικές συνθήκες (π.χ. εταιρείες θέρμανσης, ηλεκτρισμού, κατασκευαστικές, βιομηχανίες μοτοσυκλετών), εποχικές συνήθειες (επιχειρήσεις τουρισμού) καθώς και καταναλωτικές τάσεις που ορίζουν οι μόδες και η διαφήμιση. Ένα αλληλένδετο πάζλ της

καθημερινότητας μας, ορίζει τον κύκλο με τον οποίο κινείται όλη η αγορά. Η εποχικότητα επηρεάζει σχεδόν όλους τους κλάδους. Για το λόγο αυτό όταν γίνεται πρόβλεψη για τα βραχυπρόθεσμα κέρδη του ερχόμενου τριμήνου είναι σημαντικό η αξιολόγηση να γίνεται με βάση το αντίστοιχο τρίμηνο της προηγούμενης χρονιάς και όχι με αυτό που μόλις έκλεισε.

1.6.3 ΒΑΣΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

Η βιβλιογραφία με πολλαπλά εγχειρίδια (π.χ. Lundholm and Sloan 2004; Penman 2007; Koller et. al., 2006; Palepu and Healy 2007) επιχειρεί να παρουσιάσει τα δομικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία πρόβλεψης των οικονομικών καταστάσεων, των μελλοντικών κερδών και των ταμειακών ροών. Η προσέγγισή τους, λαμβάνει υπόψη πληροφορίες που έχουν να κάνουν με όλα τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας. Σαν συμπέρασμα καταλήγουν σε ένα σετ τεσσάρων διαφορετικών πηγών πληροφόρησης που αποτελούν και το πλαίσιο εργασίας τους (forecast framework). Αυτά είναι α) Τα παλαιότερα κέρδη ανά μετοχή β) Ανάλυση των χαρακτηριστικών του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία γ) Ανάλυση της στρατηγικής της εταιρείας δ) Χρηματοοικονομική και λογιστική πληροφόρηση που υπάρχει.

Παρελθοντικά κέρδη ανά μετοχή

Ο σχηματισμός πρόβλεψης απαιτεί ένα σημείο εκκίνησης. Ελλείψει λεπτομερούς πληροφόρησης, μία πρόβλεψη για τα κέρδη της επόμενης χρήσης θα μπορούσε να ξεκινήσει είτε απτά κέρδη της προηγούμενης, είτε από έναν μέσο όρο κερδών σε βάθος πέντε ή δέκα ετών παρελθοντικά. Προσθέτοντας και τα θεωρητικά στοιχεία που αναφέρονται παρακάτω (κλάδος, στρατηγική) στο παρελθοντικό ποσό που πήραμε αρχικά, προσαρμόζονται και οι παρούσες τάσεις και στοιχειοθετούν όλα μαζί την εκτίμηση για το μέλλον. Σε μεγάλο βαθμό πάντως, η πρόβλεψη των κερδών βασίζεται και επεξηγείται απ'τα παρελθοντικά κέρδη ανά μετοχή.

Αποδεικνύεται ότι τα κέρδη ακλουθούν μία κατευθυνόμενα τυχαία πορεία (random walk with drift) και πολλοί ερευνητές βρίσκουν ότι τα παρελθοντικά είναι οδηγός για τα επόμενα (e.g., Ball and Watts 1972; Albrecht et. al., 1977; Watts and Leftwich 1977; Brown 1993) . Ακόμα και η πιο απλοϊκή πρόβλεψη ότι τα μελλοντικά κέρδη θα είναι ακριβώς ίδια με τα φετινά, μπορεί αν αποδειχθεί εκπληκτικά χρήσιμη. Έρευνα δείχνει ότι οι εξειδικευμένες εκτιμήσεις κορυφαίων αναλυτών αποδεικνύονται μόλις 22% πιο ακριβείς από μία απλή εκτίμηση βασισμένη στο random walk. Η χρονική σειρά που δείχνει η συμπεριφορά των κερδών εξηγείται από το γεγονός ότι μεγέθη όπως οι πωλήσεις, το κόστος πωληθέντων, ή τα έξοδα διοίκησης, είναι ενδογενείς παράμετροι στη γραμμής παραγωγής μίας εταιρείας. Όλα μαζί αθροιστικά συσχετίζονται με ένα προβλέψιμο τρόπο. Επίσης τα παλιά κέρδη είναι καλό σημείο αφετηρίας για να γίνει εκτίμηση της δυναμικής που έχει μία εταιρεία να παράγει κέρδη στο μέλλον. Έρευνα που έκαναν οι Graham, Harvey, Rajgopal έδειξε ότι τα παρελθοντικά ΚΑΜ εξηγούν οικονομετρικά το 39% των μελλοντικών. Είναι ο σημαντικότερος από τους τέσσερις παράγοντες που επηρεάζει τις προβλέψεις. (Accounting and Finance Association of Australia (2002), How do analysts forecast earnings)

Ανάλυση των χαρακτηριστικών του κλάδου

Βασικό κλειδί είναι να κατανοήσει ο αναλυτής και τον κλάδο δραστηριοποίησης μιας εταιρείας. Πρώτα μετράμε το βαθμό ευαισθησίας της εταιρεία σε μακροοικονομικούς

παραμέτρους όπως είναι το ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, η πορεία των επιτοκίων, τα κόστη κτλ. Οδηγός της ανάλυσης είναι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για την κερδοφορία όλων των κλάδων σε μία τοπική οικονομία. Όμως μερικοί κλάδοι μπορεί αν είναι πιο ευαίσθητοι λόγω διαφορετικής λειτουργικής μόχλευσης. Επίσης πρέπει να κατανοήσουν οι αναλυτές ποιά είναι τα κλειδιά που επιδρούν σε ένα κλάδο. Για παράδειγμα η τιμή του πετρελαίου που είναι βασική πρώτη ύλη σε βιομηχανικούς τομείς. Επιπρόσθετα θα μετρήσουν το βαθμό ανταγωνιστικότητας στον κλάδο. Η έλλειψη ανταγωνισμού μπορεί να σημαίνει συνθήκες δημιουργίας υπερκερδών (abnormal earnings) που να δημιουργούνται ευκολότερα από άλλους τομείς της αγοράς. Βασικό εργαλείο για τους αναλυτές, σε αυτό το σημείο είναι η ανάλυση των πέντε δυνάμεων του Porter.

Ο Michael E. Porter (Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, 1985) ανέπτυξε το μοντέλο των πέντε ανταγωνιστικών δυνάμεων που δείχνει την ένταση του ανταγωνισμού σε μια βιομηχανία και καθορίζει την σχετική ελκυστικότητα και κατά συνέπεια την κερδοφορία της. Όπως προκύπτει, όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός τόσο λιγότερο ελκυστική είναι η βιομηχανία και το αντίστροφο. Μια εταιρεία, όπως παρουσιάζεται στο μοντέλο, αντιμετωπίζει τις εξής εξωτερικές απειλές και ευκαιρίες:

1) Υποκατάστατα προϊόντα. Όσο περισσότερα, τόσο ευρύτερος ο ανταγωνισμός.

2) Απειλή από νεοεισερχόμενους. Αξιολόγηση των εμποδίων εισόδου σε νέους ανταγωνιστές. Σαν εμπόδια μπορεί να είναι οικονομίες κλίμακας, πρόσβαση σε κανάλια διανομής, τεχνολογία, νομοθετικές ρυθμίσεις, κεφαλαιακές ανάγκες

3) Διαπραγματευτική ισχύς πελατών. Όσο μεγαλύτερη, τόσο μειώνονται οι τιμές πώλησης.

4) Διαπραγματευτική ισχύς προμηθευτών. Καθορίζουν το επίπεδο τους κόστους

5) Τοποθέτηση και αντιπαλότητα μεταξύ υφιστάμενων ανταγωνιστών. Μερίδιο αγοράς και σύγκριση ποιοτικών χαρακτηριστικών ανάμεσα σε υπάρχων ανταγωνιστές.

(K. Laudon - J. Laudon, *Πληροφοριακά Συστήματα Διοίκησης)*

Εμβαθύνοντας στις συνθήκες που περιβάλλουν μία εταιρεία, οι πιο εξειδικευμένοι αναλυτές θα επιδιώξουν να μιλήσουν με πελάτες, προμηθευτές, ανταγωνιστές της εταιρείας. Οι ίδιες οι επιχειρήσεις πολλές φορές προσφέρουν οικειοθελώς πληροφόρηση και καθοδήγηση. Επιπλέον, οι αναλυτές πρέπει να εξετάσουν την επίδραση των κρατικών ρυθμιστικών φορέων που είναι επιφορτισμένοι με την προώθηση του ανταγωνισμού στον τομέα των βιομηχανιών (Klapper et al. 2006).

Ανάλυση Στρατηγικής

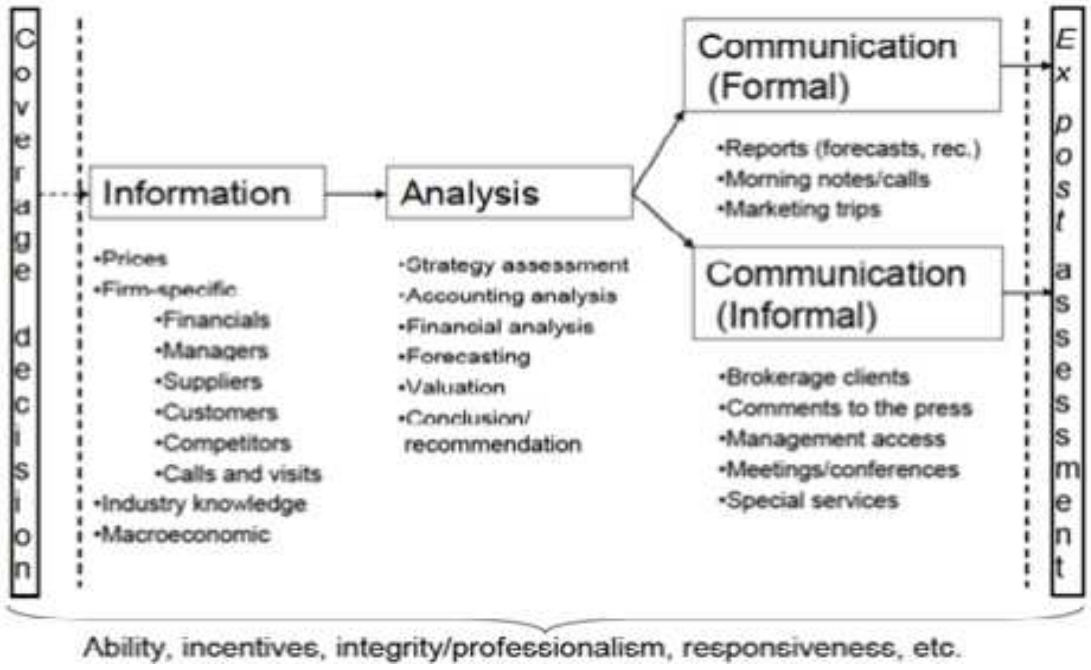
Η κερδοφορία μίας εταιρείας δεν συνάδει απόλυτα με την πορεία του κλάδου. Κάθε μία έχει τη δική της στρατηγική που τείνει να την ξεχωρίσει από τις υπόλοιπες. Άλλες μπορεί να είναι ηγέτες κόστους και άλλες να διαφοροποιούνται. Η στρατηγική της εταιρείας πρέπει να αποκωδικοποιηθεί πλήρως από τον αναλυτή. Επίσης θα εντοπίσουν τους παραπάνω κινδύνους που αναλαμβάνει σε σχέση με τους ανταγωνιστές. Σημαντικό ρόλο παίζει η χρονική διάρκεια που εφαρμόζεται μια στρατηγική. Καθώς επίσης τα τεχνολογικά μέσα, και οι επενδυτικές επιλογές. Οι Matolcsy και Wyatt (2008) υποστηρίζουν σε έρευνά τους ότι η εξελιγμένη χρήση τεχνολογικών μέσων, αυξάνει τις προσδοκίες και θωρακίζει τα μελλοντικά κέρδη που δύσκολα μπορούν να οικειοποιηθούν ανταγωνιστές με λιγότερο εξελιγμένη τεχνολογία. Οι αναλυτές παρακολουθούν στενά τη δραστηριότητα του μάνατζμεντ της εταιρείας μέσα από τις εκθέσεις και των δελτίων τύπου που δημοσιεύει.

Χρηματοοικονομική και λογιστική πληροφόρηση

Απαραιτήτως ο αναλυτής καλείται να μελετήσει με λεπτομέρεια τις παλιές οικονομικές καταστάσεις για να αξιολογήσει την απόδοση της εταιρείας στο παρελθόν. Ακόμα περισσότερο η χρηματοοικονομική ανάλυση θα βοηθήσει για να μετρηθεί η αληθοφάνεια των προβλέψεων που θα κάνουν για τα κέρδη. Χρηματοοικονομική ανάλυση γίνεται με τη χρήση διαφόρων αριθμοδεικτών πάνω σε πραγματοποιηθέντα λογιστικά μεγέθη. Ενδεικτικά παραδείγματα αριθμοδεικτών είναι η λογιστική προς την αγοραία αξία της επιχείρησης (book to ratio), ή το κόστος κεφαλαίου (capital expenditure) που είναι πολύτιμη πληροφορία για τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προσδοκά η επιχείρηση. Επιπρόσθετα παρακολουθεί τις μεταβολές στην απόδοση των Ιδίων κεφαλαίων και των επιμέρους συστατικών της,
[ROE (DuPont formula) = (καθαρά κέρδη / έσοδα) * (έσοδα / στοιχεία ενεργητικού) * (στοιχεία ενεργητικού / Ίδια Κεφάλαια)]
για να αξιολογήσει αν η κερδοφορία είναι το δυνατό σημείο της επιχείρησης ή ο τρόπος που διαχειρίζεται τα περιουσιακά της στοιχεία.

Έχοντας συγκεντρώσει στοιχεία από όλες τις παραπάνω πηγές πληροφόρησης, οι αναλυτές συνθέτουν μια συνολική εικόνα για την οικονομική οντότητα που επεξεργάζονται και είναι σε θέση να διατυπώσουν πρόβλεψη.

ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ
Πηγή: Mark T. Bradshaw (2011) Analysts' Forecasts What Do We Know After Decades of Work?



1.7) Η ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΣΕ ΟΛΟ ΤΟΝ ΚΟΣΜΟ

Η εύρυθμη λειτουργία των αγορών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη δραστηριότητα των αναλυτών σε όλο τον κόσμο. Η αξιόπιστη πληροφόρηση είναι σημαντικό στοιχείο για την κεφαλαιακή διάρθρωση παγκοσμίως αλλά και την ανάπτυξη των εταιρειών.

Βασικό χαρακτηριστικό της δραστηριότητας των αναλυτών, είναι η διάρθρωση των θεσμών και των νομοθετικών ρυθμίσεων σε κάθε χώρα, σχετικά με την εύρεση πληροφοριών που είναι απαραίτητη για την ανάλυσή τους. Το θεσμικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργούν οι αγορές κεφαλαίου, παίζει καθοριστικό ρόλο στη δράση των αναλυτών και στην εγκυρότητα των προβλέψεών τους. Το νομικό σύστημα είναι ρυθμιστικός παράγοντας για το μέγεθος και το είδος των επιχειρήσεων που λειτουργούν υπό την επίβλεψή του. Σε κάθε χώρα ξεχωριστά θα διακρίνουμε ενδιαφέρουσες ιδιαιτερότητες που επηρεάζουν τα συστατικά στοιχεία που επεξεργάζονται οι αναλυτές. Ο La Porta (1998) υπογραμμίζει την έλλειψη σεβασμού των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας σε παγκόσμιο επίπεδο, σχετικά με τα στοιχεία και τις πληροφορίες που τίθενται στη διάθεση τους, και ως εκ τούτου στη διάθεση και των αναλυτών. Ενώ οι Ball, Kothari, και Robin (1998) υποστηρίζουν, ότι σε πολλές χώρες η εταιρική διακυβέρνηση διεξάγεται από τράπεζες, εργατικά συνδικάτα και συνδεδεμένες εταιρείες οι οποίες έχουν άμεση πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες, και έτσι δεν υπάρχει λόγος αυτές να δημοσιευθούν ποτέ στο ευρύ κοινό.

Στις οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες καταμετρούνται περισσότεροι αναλυτές σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες, ελκυόμενοι από την ισχύ των αγορών κεφαλαίου. Εμπειρικές μελέτες όμως διατυπώνουν το συμπέρασμα πως οι χαμηλότερης διαβάθμισης αγορές έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για αναλυτές, ώστε να δώσουν εικόνα σε ζητήματα διαφάνειας, ενδεχομένως διαφθοράς και διάφορα άλλα μειονεκτήματα που δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας.

Ο βαθμός παρουσίας των αναλυτών συνδέεται και με την ύπαρξη θεσμικών επενδυτών σε μία αγορά. Αυτό οφείλεται στο ότι οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν ρόλο θεματοφύλακα και διαχειρίζονται τις προβλέψεις των αναλυτών ώστε να διασφαλίζουν τη θέση τους. Άλλο βαρόμετρο στην παρουσία των αναλυτών είναι η ζήτηση που υπάρχει για τις υπηρεσίες τους. Θετική σχέση με τον αριθμό τους έχει η ύπαρξη ξένων επενδυτών οι οποίοι αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης σε εντονότερο βαθμό από τους εγχώριους. Σε μία αγορά, όσο μεγαλύτερη η διαθέσιμη ποσότητα και ποιότητα πληροφοριών για τις εταιρείες, τόσο μεγαλύτερος και ο αριθμός αναλυτών που επιθυμούν να κάνουν προβλέψεις, έχοντας περισσότερα εργαλεία στη διάθεση τους . Υπάρχει όμως και αντίθετη άποψη, που υποστηρίζει πως η έλλειψη πληροφόρησης είναι αυτή που οδηγεί σε μεγαλύτερη ανάγκη για εξωτερικούς αναλυτές. Η εμπειρική έρευνα των Chang, Khanna και Palepu (2000) δείχνει αντικρουόμενα συμπεράσματα. Από τη μία φαίνεται πως η χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων βελτίωσε κατά πολύ την λογιστική απεικόνιση των οικονομικών καταστάσεων μίας εταιρείας. Έτσι μείωσε σημαντικά την πιθανότητα αδιαφάνειας, μειώνοντας ταυτόχρονα και τη ζήτηση για αναλυτές. Από την άλλη όμως η διαφανής λογιστική απεικόνιση των εταιρικών μεγεθών δίνει εικόνα υγιούς αγοράς και προσελκύει περισσότερους ξένους επενδυτές που μόλις προηγουμένως αναφέραμε ότι ανεβάζουν τη ζήτηση για αναλυτές.

Άλλο χαρακτηριστικό που επηρεάζει τους αναλυτές, είναι η οργανωτική δομή των εταιρειών. Στους ομίλους επιχειρήσεων, που έχουν μορφή πυραμίδας και είναι μία δομή πανταχού παρούσα σε όλες τις αναδυόμενες αγορές, παρατηρούνται διάφορα προβλήματα διαφάνειας (Johnson Khanna and Palepu 1999). Το βασικότερο είναι ότι συχνά οι μέτοχοι διακινούν χρηματικά κεφάλαια μέσα από τις θυγατρικές εταιρείες, χωρίς να υπάρχει εξωτερικός έλεγχος. Δεν είναι συμπτωματικό ότι οι προβλέψεις των αναλυτών έχουν τις μεγαλύτερες αποκλίσεις σε εκτιμήσεις ομίλων σε σχέση με άλλα, λιγότερο ολοκληρωμένα, επιχειρηματικά μοντέλα.

Η ποιότητα και οι αποκλίσεις των προβλέψεων δεν έχουν να κάνουν με την οικονομική ανάπτυξη της χώρας , επηρεάζονται όμως απτό μέγεθος της εταιρείας. Οι μεγάλες επιχειρήσεις προσελκύουν περισσότερους αναλυτές, ενώ αντίθετα οι μικρότερες, λόγω της συγκεντρωμένης οργανωτικής τους δομής, καλύπτονται από τους εσωτερικούς τους μηχανισμούς και μειώνουν τη ζήτηση για εξωτερικούς αναλυτές. Αυξημένη ζήτηση για ανάλυση έχουν εταιρείες με πολλούς μετόχους, ιδιαίτερα μάλιστα αν συμμετέχουν επενδυτές από το εξωτερικό που έχουν μικρότερη πρόσβαση πληροφόρησης σε σχέση με τους εγχώριους. Σημαντικό ρόλο παίζουν και τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθεί κάθε χώρα, αφού καθορίζουν συγκεκριμένους κανόνες και εφαρμογές, ώστε η λογιστική εικόνα των επιχειρήσεων να είναι ορθολογικά διατυπωμένη. Βάσει έρευνας, παρατηρείται πως όσο πιο αυστηρά είναι τα λογιστικά πρότυπα, τόσο μικρότερα είναι τα σφάλματα των προβλέψεων (Chang, Khanna, Palepu, 2000). Σίγουρα όμως οι πληροφορίες που περιέχονται στις οικονομικές καταστάσεις δεν είναι επαρκείς για να καλύψουν την έκθεση ενός αναλυτή.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των αναλυτών τόσο μεγαλύτερη η ακρίβεια των εκτιμήσεων. Η επιτυχία των προβλέψεων έχει θετική σχέση με το μέγεθος της μετοχικής αγοράς μίας χώρας σε σχέση με το ΑΕΠ της, το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων καθώς και την ποιότητα των λογιστικών ελεγκτικών μηχανισμών και των νομοθετικών ρυθμίσεων. Μελετώντας την δραστηριότητα των αναλυτών ανά τον κόσμο (Chang, Khanna, Palepu, 2000) καταλήγουμε σε διάφορα συμπεράσματα. Αν μελετούσαμε έναν συγκεκριμένο κλάδο, θα παρατηρούσαμε πως οι προβλέψεις διαφοροποιούνται από χώρα σε χώρα. Κάθε οικονομία ξεχωριστά θα μπορούσε να αποτελεί διαφορετική πηγή έρευνας και αντικείμενο συζήτησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, το σημαντικότερο εργαλείο για έναν αναλυτή, είναι η πληροφορία. Η αδυναμία της να είναι εύκολα διακριτή και κατανοητή σε όλους τους συμβαλλόμενους τους αγοράς, δικαιολογεί σε μεγάλο βαθμό το λόγο ύπαρξης των αναλυτών. Στις εξειδικευμένες ικανότητές τους εξάλλου, βασίζεται όλο το επενδυτικό κοινό που αναμένει τις εκθέσεις τους ώστε να δραστηριοποιηθεί ανάλογα στην αγορά των μετοχών. Ο ρόλος της πληροφορίας συσχετίζεται με τους αναλυτές μέσα από μία χρονοβόρα και πολύπλοκη διαδικασία. Ξεκινάει από τον εντοπισμό της, την άντλησή, την επεξεργασία, τον ποιοτικό της έλεγχο και καταλήγει στην ενσωμάτωσή της σε μία πρόβλεψη. Ο τρόπος με τον οποίο παράγεται και διακινείται μία πληροφορία μέσα σε ένα οικονομικό περιβάλλον, είναι ένα από τα πιο σκοτεινά χαρακτηριστικά της αγοράς. Αυτό συμβαίνει επειδή είναι πλήρως υποκειμενικός ο τρόπος που παράγεται, αξιολογείται και εν τέλει ενσωματώνεται στη λειτουργία του οικονομικού συστήματος. Αποτελεί διαχρονικά αντικείμενο συζήτησης στην κοινότητα των οικονομολόγων, που προσπαθούν να διακρίνουν τον τρόπο με τον οποίο επιδρά στις αγορές. Διάφορα μοντέλα και θεωρίες έχουν διατυπωθεί για να περιγράψουν τη φύση και το ρόλο της, στις αγορές κεφαλαίου. Όταν σε επόμενο κεφάλαιο συζητήσουμε τους βασικότερους λόγους που οι αναλυτές μπορεί να αποτύχουν σε προβλέψεις, θα παρατηρήσουμε ότι οι περισσότεροι προέρχονται από τα χαρακτηριστικά της πληροφόρησης. Για το λόγο αυτό, επιλέγουμε νωρίτερα να παραθέσουμε την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών. Διατυπώθηκε από τον Fama το 1970 και προσεγγίζει με τον καλύτερο τρόπο όλες τις πιθανές αλληλεπιδράσεις που μπορεί να έχουν οι αγορές με την διαχείριση πληροφοριών. Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών περιγράφει δομικά χαρακτηριστικά μίας αγοράς που βασίζονται στην ταχύτητα με την οποία ενσωματώνονται οι πληροφορίες στις τιμές των αξιόγραφων. Γι'αυτό αποτελεί οδηγό στην διερεύνηση πολλών εμποδίων που βρίσκουν στο διάβα τους τόσο οι αναλυτές, όσο και οι επενδυτές, στην προσπάθεια να διακρίνουν τις τάσεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

2.1 Η θεωρία του Random Walk

Πολλοί οπαδοί της οικονομικής θεωρίας έχουν υποστηρίξει διάφορα μοντέλα αποτίμησης και ποίκιλλες μεταβλητές που θα μπορούσαν να προβλέψουν την πορεία της οικονομίας γενικά, είτε σε στάδιο ανάπτυξης, είτε ύφεσης. Ορισμένα μοντέλα εστιάζουν συγκεκριμένα στην πορεία των μετοχών, υποστηρίζοντας ότι οι τιμές τους αντανακλούν τις προοπτικές των εταιρειών και ανάλογα κινούνται ανοδικά ή καθοδικά.

Ο Maurice Kendall θέλοντας να εξετάσει την ισχύ της πρότασης, παρατήρησε με έκπληξη ότι οι τιμές των μετοχών κινούνται απρόβλεπτα, χωρίς να ακολουθούν λογικευμένο σχηματισμό. Η καθημερινή τους μεταβολή κινείται σε τυχαία τροχιά, χωρίς να επηρεάζεται από την παρελθούσα συμπεριφορά τους.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειχναν πως η πορεία των μετοχών δεν έχει ορθολογισμό και δεν ακολουθεί λογικούς κανόνες. Μια περαιτέρω ανάλυση όμως μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι αυτή η συμπεριφορά είναι ένδειξη αποτελεσματικότητας της αγοράς. Μία

αγορά δηλαδή με ορθολογική λειτουργία, που δεν περιγράφεται από μοντέλα πρόβλεψης των τιμών των μετοχών. Εξάλλου η ύπαρξη τέτοιων μοντέλων θα οδηγούσε όλους τους κερδοσκόπους επενδυτές να δίνουν εντολές αγοράς σε μετοχές που θα ανέβουν και αντίστοιχα πώλησης σε όσες πέσουν. Όταν όμως όλοι οι επενδυτές έχουν αυτή την ικανότητα, οι χρηματιστηριακές συναλλαγές δεν θα έβρισκαν αντισυμβαλλόμενους, αφού κανείς δεν θα πουλήσει χρεόγραφα που είναι ήδη στην κατοχή του και προβλέπεται ότι θα ανέβουν. Αν λοιπόν η αρχική τιμή της μετοχής είναι Χ και η τιμή στόχος είναι Χ+Α, τότε χωρίς να γίνει συναλλαγή, το χρεόγραφο θα φτάσει την τιμή στόχο, ενσωματώνοντας άμεσα την πληροφορία και μετατρέποντας την μελλοντική απόδοση σε τρέχουσα. Επιπλέον διατύπωση αποτελεσματικής αγοράς.

Αφού λοιπόν οι τιμές των μετοχών έχουν απορροφήσει όλη τη διαθέσιμη πληροφορία, για να υπάρξει μεταβολή τους θα πρέπει νέες πληροφορίες να έρθουν στο προσκήνιο. Αν μπορούσε όμως να προβλεφθεί η πληροφορία, θα είχε ήδη ενσωματωθεί στο χρεόγραφο. Αρά αφού οι μεταβολές των τιμών γίνονται από απρόβλεπτές πληροφορίες, το ίδιο απρόβλεπτη πρέπει να είναι και η μεταβολή τους.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι οι τιμές ακολουθούν τυχαίο περίπατο (Random Walk). Με το συγκεκριμένο όρο εννοούμε ότι η πορεία των μετοχών δεν είναι προβλέψιμη και καθορίζεται από επενδυτές που προσπαθούν να ανακαλύψουν πληροφορίες που θα τους υποδείξουν αγοραπωλησίες μετοχών, νωρίτερα από τους υπόλοιπους. Η πορεία τυχαίου περιπάτου απορρέει από το γεγονός ότι όλη η διαθέσιμη πληροφορία αντανακλάται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Αυτός είναι και ο ορισμός της αποτελεσματικής αγοράς
(Andrew Lo & MacKinlay (1999) A Non-Random Walk Down Wall Street)

2.2 Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών

Στην οικονομική θεωρία η αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι συνώνυμη με την έννοια του πλήρους ανταγωνισμού. Μιλώντας για αποτελεσματικές αγορές, εννοούμε ότι οι τιμές των χρεογράφων καθορίζονται από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης που διαμορφώνει ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών οι οποίοι δρουν με ορθολογισμό. Ο ορθολογικός τρόπος συμπεριφοράς απαιτεί άμεση αφομοίωση των πληροφοριών σχετικά με τον καθορισμό των αποδόσεων και ενσωμάτωσή τους στις τιμές. Έτσι οι επενδυτές δεν έχουν το συγκριτικό πλεονέκτημα ως προς την άντληση πληροφοριών που θα τους έδινε τη δυνατότητα να δημιουργήσουν υπεραποδόσεις δυσανάλογες με την επικινδυνότητα των μετοχών.

Την έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών όρισε για πρώτη φορά ο Fama (1970). Αποτελεσματική ορίζεται μία αγορά όταν πληροί τις εξής προϋποθέσεις
α) Όλοι οι επενδυτές, έχουν ελεύθερη, απεριόριστη και χωρίς κόστος, πρόσβαση στη (δημοσιευμένη και μη) πληροφόρηση.
β) Όλοι οι επενδυτές έχουν γνώση και ικανότητα να διαχειριστούν και να ερμηνεύσουν ορθά την πληροφόρηση.
γ) Όλοι οι επενδυτές παρακολουθούν τις τιμές των μετοχών και προσαρμόζουν τα χαρτοφυλάκια τους.

Σε μία τέτοια αγορά η τιμή της μετοχής αντιπροσωπεύει την εσωτερική της αξία η οποία ισούται με την προεξοφλημένη αξία των εισοδημάτων που προέρχονται από την μετοχή. Σε μία

αποτελεσματική αγορά οι τιμές των αξιόγραφων ενσωματώνουν την συνολική πληροφόρηση που υπάρχει για αυτές. Ερώτημα γεννάται σε ποιά πληροφόρηση αναφέρεται κανείς.

Ανάλογα με το επίπεδο της πληροφόρησης που ενσωματώνουν οι μετοχές, χωρίζουμε τις αγορές σε τρεις κατηγορίες:

i) Αγορά ασθενούς αποτελεσματικότητας
ii) Αγορά ημι-ισχυρούς αποτελεσματικότητας
iii) Αγορά ισχυρής αποτελεσματικότητας

Στην ασθενή της μορφή, η αγορά υποθέτει ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των μετοχών, τις μεταβολές τους και τον όγκο συναλλαγών. Οι μεταβολές στις τιμές είναι ανεξάρτητες και η ιστορική πορεία τους δεν ερμηνεύει τη μελλοντική. Συνεπώς δεν έχουν αξία στρατηγικές αγοραπωλησίας που βασίζονται σε παρελθούσες μεταβολές και χρησιμοποίηση διαφόρων ιστορικών στοιχείων. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των επενδυτών διαμορφώνει με τέτοιο τρόπο τις τιμές, που δεν προκύπτουν ενδείξεις και προοπτικές για δημιουργία υπεραποδόσεων που να ξεπερνούν το βαθμό κινδύνου των χρεογράφων. Κάτω από αυτό το πρίσμα θεωρούμε ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και οι μετοχές ακολουθούν τυχαίο περίπατο.

Στη μορφή ημί-ισχυρούς αποτελεσματικότητας οι τιμές προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση όλων των δημόσιων πληροφοριών. Κατά συνέπεια έχουν ενσωματώσει όλη τη δημόσια πληροφόρηση. Η ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητα συμπεριλαμβάνει όλα τα στοιχειά της ασθενούς και εμπλουτίζεται με την απορρόφηση πληροφοριών που έχουν να κάνουν με σχέδια, στρατηγικές, προοπτικές της εταιρείας, εκτιμήσεις των κερδών και διάφορες οικονομικές ειδήσεις. Συνεπώς οι επενδυτές που σπεύδουν να αντιδράσουν στο άκουσμα της πληροφορίας, δεν επιτυγχάνουν υπερκέρδη που να ξεπερνούν τον ανάλογο κίνδυνο που διέπει τις μετοχές.

Τέλος, η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας υποστηρίζει ότι οι μετοχές αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες είτε είναι δημόσιες, είτε ιδιωτικές. Κανείς δεν έχει προνομιούχα πρόσβαση στις πληροφορίες και δεν μπορεί να επηρεάσει την πορεία της τιμής. Η ισχυρή αποτελεσματικότητα εμπεριέχει όλα τα στοιχεία των προηγούμενων και επιπρόσθετα απαιτεί την υπόθεση των τέλειων αγορών, σύμφωνα με την οποία, όλες οι πληροφορίες είναι προσβάσιμες την ίδια στιγμή από όλους τους συμβαλλόμενους της αγοράς. Μηδενικής πιθανότητας είναι το ενδεχόμενο να δημιουργηθούν υπερκανονικά κέρδη.

Οι μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές του Λονδίνου, της Φρανκφούρτης, της Νέας Υόρκης, του Χονγκ Κονγκ και πολλές άλλες, έχουν χαρακτηριστεί ως ασθενούς αποτελεσματικότητας. Παρατηρούνται διάφορες ανωμαλίες όπως η επίδραση του μεγέθους ή του Ιανουαρίου. Αντίθετα αναδυόμενες αγορές χαρακτηρίζονται ως αναποτελεσματικές γιατί επηρεάζονται από την ιδιωτική πληροφόρηση, οι διαθέσιμες πληροφορίες δεν επεξεργάζονται ορθολογικά και η απαίτηση για δημοσίευση λογιστικών στοιχείων είναι χαλαρή. Επιπλέον οι μικρές εταιρείες δεν ερευνούνται λεπτομερώς από τους αναλυτές και αποτυγχάνουν οι περιορισμένες προσπάθειες εύστοχης αποτίμησης τους.

Εμπειρικές μελέτες αναφορικά με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών είναι αντιφατικές. Οι υποστηρικτές των αποτελεσματικών αγορών τις χαρακτηρίζουν σχεδόν τέλειες. Οι τιμές αντανακλούν όλες τις πληροφορίες από τους συμμετέχοντες στη αγορά και οι

μεταβολές τους είναι τυχαίες μεταβλητές, ανεξάρτητες από τις παρελθούσες και κάθε γενικότερο στοιχείο που περιγράφει την κατάσταση των εταιρειών. Βασική ένσταση απευθύνεται στους τεχνικούς αναλυτές που προσπαθούν να προβλέψουν μελλοντικές πορείες των μετοχών χρησιμοποιώντας αποκλειστικά και μόνο ιστορικά στοιχεία.

2.3 Συνέπειες των αποτελεσματικών αγορών για τους επενδυτές

Ανακεφαλαιώνοντας τα παραπάνω, οι επενδυτές δεν μπορούν να δημιουργήσουν υπερκέρδη από τη μελέτη ιστορικών τιμών. Οι μετοχές αποδίδουν πάντα ανάλογα με τον κίνδυνο που τις διέπει. Στο σχηματισμό χαρτοφυλακίου οι επενδυτές εξισώνουν τις αποδόσεις που θέλουν να πετύχουν, με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν. Η τιμή της μετοχής είναι ανά πάσα στιγμή καθρέφτης της πραγματικής οικονομικής αξίας της επιχείρησης. Ο επενδυτής έχει από μόνος του την πλήρη τεχνογνωσία για να διακρίνει και δεν χρειάζεται τη συμβολή των αναλυτών. Παρά ταύτα οι αναλυτές με το έργο τους συνεισφέρουν στη γενικότερη εικόνα μίας υγιούς, αποτελεσματικής αγοράς με ορθολογικής δομή.

2.4 Συνέπειες των αποτελεσματικών αγορών για τις εταιρείες

Οι μάνατζερ των εταιρειών αναγνωρίζουν την εγκυρότητα των τιμών των αξιόγραφων σε σχέση με την αποτίμηση κάθε οικονομικής οντότητας στην αγορά. Σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων , μία εταιρεία υπεισέρχεται σε αγοραπωλησίες, όχι με σκοπό τον εντοπισμό φτηνών επενδυτικών ευκαιριών, αλλά τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, την πελατειακή βάση και την πρόσβαση σε κανάλια διανομής. Οι τιμές αγοράς είναι άριστη εκτίμηση της αξίας των μετοχών και χρησιμοποιούνται είτε για την παρούσα αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, είτε για το κόστος κεφαλαίου που αξιολογεί επενδυτικά έργα, ή τέλος την αξιολόγηση των επιδόσεων της διοίκησης της εταιρείας.

2.5 Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων σε αποτελεσματικές αγορές.

Έχουμε υποθέσει ότι οι τιμές των αξιόγραφων είναι ορθολογικές και κανένας δεν παράγει υπεραποδόσεις. Άρα οι επενδυτές δεν περιμένουν από τους αναλυτές να τους υποδείξουν με τις προβλέψεις τους που να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους. Αφού οι τιμές προβάλλουν δίκαιη απεικόνιση των μετοχών και όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ενσωματωμένες, τα χαρτοφυλάκια πρέπει να έχουν παθητική διαχείριση. Αν πειραματικά, κλείσουμε τα μάτια μας πάνω από μία οικονομική εφημερίδα και διαλέξουμε τυχαία μετοχές, θα διαμορφώσουμε ένα χαρτοφυλάκιο εξίσου αποδοτικό με αυτά των πιο φημισμένων αναλυτών. Όμως κατά τον Markowitz, παρόλο που η αναμενόμενη απόδοση θα είναι πάντα ίδια, αυτό που δεν επιτυγχάνουμε με την τυχαία επιλογή είναι η ανάληψη του ελάχιστου κινδύνου. Εδώ είναι η συμβολή του επαγγελματία αναλυτή που με την τεχνογνωσία του, διακρίνει την απαιτούμενη απόδοση με το μικρότερο δυνατόν κίνδυνο. Διότι ο επενδυτικός κίνδυνος εξαλείφεται όταν διακρίνεται σε συστηματικό και μη. Ο συστηματικός κίνδυνος (γνωστός και ως κίνδυνος της αγοράς) οφείλεται σε παράγοντες που έχουν αν κάνουν με όλες τις μετοχές. Τέτοιες μεταβλητές είναι μακροοικονομικά μεγέθη όπως, το πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον της χώρας, ο πληθωρισμός, η νομισματική πολιτική, τα επιτόκια κ.α. Αυτό το κομμάτι του κινδύνου είναι

κοινό για όλους και δεν αποφεύγεται, Ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει να κάνει με ποιοτικά χαρακτηριστικά της εταιρείας όπως είναι το μάνατζμεντ, η πυραμίδα διοίκησης, το μάρκετινγκ και γενικότερα εσωτερικοί παράμετροι που περιγράφουν το περιβάλλον των εταιρειών.

Η αγορά κεφαλαίου δεν ενδιαφέρεται για αυτόν το κίνδυνο, γιατί σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο που είναι αποδοτικό, εξαλείφεται αφού καλές ειδήσεις μίας εταιρείας, αντισταθμίζονται από κακές άλλης.

Η ορθολογική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου συνδέεται και με το προφίλ του επενδυτή και τον κίνδυνο που διατίθεται να αναλάβει. Παράδειγμα ένας επενδυτής που δουλεύει ταυτόχρονα και σαν μάνατζερ σε εταιρεία και ανταμείβεται με επιπλέον μπόνους όταν αυξάνεται η κερδοφορία της εταιρείας του, δεν θα επιλέξει στο χαρτοφυλάκιο του, ανταγωνιστές του ιδίου κλάδου. Με την αμοιβή του και μόνο θα είναι έχει ήδη υπέρ-επενδύσει στον εν λόγω κλάδο, οπότε στο χαρτοφυλάκιό του θα επιδιώξει μεγαλύτερη διαφοροποίηση.

Επίσης ρόλο παίζουν και οι φορολογικές ιδιαιτερότητες. Ανάλογα με τους φορολογικούς συντελεστές που επιβαρύνουν τους επενδυτές, μπορεί να δείχνουν προτίμηση σε εκπιπτόμενα φόρου κρατικά ομόλογα και να αποφύγουν κοινές μετοχές. Εναλλακτικά ενδέχεται να προτιμούν χαμηλού μερίσματος μετοχές με μεγαλύτερη αναμενόμενη υπεραξία, δεδομένου ότι αυτή δεν φορολογείται μέχρι να πραγματοποιηθεί η μεταπώληση του τίτλου. Άλλες επενδύσεις μπορεί να παρέχουν ποίκιλλα φορολογικά κίνητρα.

Σημαντικό ρόλο παίζει και η ηλικία. Οι μεγαλύτεροι επιθυμούν πρωτίστως την διατήρηση των κεφαλαίων τους και αποφεύγουν το ρίσκο και τη μεγάλη μεταβλητότητα που έχουν οι μετοχές και τα μακροπρόθεσμα ομόλογα που είναι ευαίσθητα στις μεταβολές των επιτοκίων.

Συνοψίζοντας, ο ρόλος του διαχειριστή χαρτοφυλακίου είναι υψίστης σημασίας σε μία αποτελεσματική αγορά. Γνωρίζοντας οι αναλυτές ότι δεν υφίσταται διάκριση σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές, εστιάζουν την ανάλυσή τους στον προσδιορισμό του κινδύνου. Ηλικία, φορολογικό καθεστώς, τάση ανάληψης κινδύνου επηρεάζουν τη βέλτιστη θέση που επιδιώκει κάθε επενδυτής και ο διαχειριστής διαμορφώνει τα χαρτοφυλάκια με βάσει αυτά τα χαρακτηριστικά και όχι την βούληση για υπεραποδόσεις έναντι της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΑΚΡΙΒΕΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΑΙ Η ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΦΑΛΜΑΤΩΝ

Η απόλυτη ευστοχία των εκτιμήσεων είναι ουτοπική. Εξάλλου σε ένα ιδεατό περιβάλλον αποτελεσματικής αγοράς, ο ρόλος των αναλυτών θα ήταν πλήρως απαξιωμένος μιας και όλα τα εργαλεία ανάλυσης που έχουν να κάνουν με την πληροφόρηση θα ήταν ενσωματωμένα στην τιμή της μετοχής και οι προσδοκίες για το μέλλον θα ήταν εμφανείς σε όλους τους συντελεστές της αγοράς. Στο κεφάλαιο αυτό χρησιμοποιούμε ένα πολύτιμο μέρος ερευνών και βιβλιογραφίας για να μελετήσουμε τους λόγους που οι προβλέψεις αποκλίνουν από τα πραγματικά μεγέθη.

3.1 Η ΜΕΡΟΛΗΨΙΑ

Μεροληψία χαρακτηρίζει τις προβλέψεις των αναλυτών όταν υπάρχουν ενδείξεις ότι η ανάλυσή τους μέχρι την διατύπωση εκτίμησης, απέκλινε από τις ορθολογικές προσδοκίες. Ένα ευρύ φάσμα βιβλιογραφίας έχει ασχοληθεί με τους λόγους που συμβαίνει αυτό, μέρος της οποίας θα αναφέρουμε στο εν λόγω κομμάτι του κεφαλαίου.

Οι προβλέψεις των αναλυτών είναι από τις σημαντικότερες πηγές πληροφόρησης. Είναι περιζήτητες γιατί δίνουν περισσότερες πληροφορίες σε σχέση με απλές στατιστικές αναλύσεις των κερδών (λ.χ. χρονολογικές σειρές). Αυτό συμβαίνει γιατί πέρα από μία ψυχρή αριθμητική ανάλυση, συμπεριλαμβάνουν δομημένα θεωρητικά πλαίσια που επεξηγούν τον οικονομικό κόσμο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία και περιγράφουν τις προσδοκίες για το μέλλον. Η εμφάνιση της μεροληψίας θα διαστρεβλώσει την εικόνα που θα σχηματίσουν οι παράγοντες της αγοράς για την αναφερόμενη εταιρεία και θα αποτιμήσει λανθασμένα τα διαπραγματευόμενα αξιόγραφά τους. Η αποτύπωση της μεροληψίας γίνεται με το μέγεθος της διασποράς των προβλέψεων αλλά και της απόκλισης του μέσου τους με τα πραγματοποιηθέντα κέρδη.

Η βιβλιογραφία στην πλειοψηφία της καταλήγει στο ότι εταιρείες με μεγάλη διασπορά στις προβλέψεις τους ή μεγάλη απόκλιση απ'τα πραγματικά, έχουν χαμηλής ποιότητας πληροφοριακό περιβάλλον. Παρά την ευρεία χρήση τους, η ικανότητα των προβλέψεων να διαχειριστούν προβλήματα αξιοπιστίας των διαθέσιμων πληροφοριών, είναι αμφιλεγόμενη. Ένας πιθανός λόγος να είναι ότι οι αναλυτές από μόνοι τους να μη δίνουν έγκυρες προβλέψεις. Έρευνες έχουν αποκαλύψει συγκεκριμένες πηγές μεροληψίας όπως είναι η υπερβάλλουσα αισιοδοξία, οι υπεραντιδράσεις θετικά / αρνητικά σε αντίστοιχες θετικές / αρνητικές πληροφορίες. Μια διαφορετική προσέγγιση αναφέρει πως η διασπορά και η απόκλιση των προβλέψεων μπορεί να μη σημαίνει πρόβλημα πληροφόρησης αλλά να είναι ένδειξη επιχειρηματικού κινδύνου και αβεβαιότητας. Για παράδειγμα, μία εταιρεία με ποικίλα χρηματοοικονομικά προβλήματα, ενδεχομένως να αποκρύψει ηθελημένα κακές πληροφορίες επιδιώκοντας την προστασία της φήμης της. Αυτό μελλοντικά θα αποκαλυφθεί από τα νούμερα και τις επιδόσεις της, οι οποίες όμως θα αποκλίνουν σημαντικά από τις προβλέψεις που είχαν γίνει. Επιπρόσθετα, είναι λογικό και χωρίς υπαιτιότητα, τα κέρδη μίας εταιρείας που έχουν

μόνιμα μεγάλη μεταβλητότητα σε ευρύ χρονικό ορίζοντα, να είναι δύσκολο να προβλεφθούν ποτέ με ακρίβεια . Η μεροληψία των εκτιμήσεων θεωρείται κάτι δεδομένο και αυτό που αποτελεί ζητούμενο στην αγορά είναι η απορρόφηση της όσο δυνατόν ανώδυνα κατά τη διαδικασία διαρκούς αποτίμησης των επιχειρηματικών κλάδων.

3.1.1. Ηθελημένη μεροληψία του αναλυτή

Ο Francis [1997] δίνει τρεις λόγους ύπαρξης της μεροληψίας. Η πρώτη υποστηρίζει ότι η αισιοδοξία των αναλυτών οφείλεται σε διόγκωση των αληθινών προβλέψεων , για την επίτευξη ορισμένων στόχων. Η δεύτερη εξήγηση είναι ότι οι αναλυτές δημοσιεύουν τις προβλέψεις τους μόνο όταν είναι θετικές, με αποτέλεσμα μία κατανομή που περικόπτεται προς τα κάτω. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η μέση πρόβλεψη να είναι μεγαλύτερη από την πραγματική αφού περιέχει λιγότερες παρατηρήσεις. Η τρίτη είναι ότι οι αναλυτές επηρεάζουν τις προβλέψεις τους από προσωπικές τους πεποιθήσεις. Όλες βασίζονται στην παραδοχή ότι η μεροληψία είναι ηθελημένη.

Κανείς δεν μπορεί να εξασφαλίσει τη ψυχρή ουδετερότητα του αναλυτή απέναντι στην εταιρεία που επεξεργάζεται. Ελλείψει δημοσιευμένης πληροφόρησης κάποιοι αναλυτές επιδιώκουν να εισχωρήσουν στο εσωτερικό της εταιρείας αναπτύσσοντας διαπροσωπικές σχέσεις με στελέχη αυτής. Ηθική προϋπόθεση για να διατηρήσουν οι αναλυτές και τα επόμενα χρόνια τον δίαυλο επικοινωνίας που τους εξασφαλίζει εσωτερική πληροφόρηση, είναι να ωραιοποιούν τις προβλέψεις δίνοντας αίσθημα ικανοποίησης στη διοίκηση της εταιρείας. (Siconolfi [1995, 1998], Laderman [1990], Darlin [1983]). Σε άλλες περιπτώσεις συμβαίνει οι αναλυτές να είναι εργαζόμενοι χρηματιστηριακών εταιρειών ή επενδυτικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συναλλάσσονται με τις αναφερόμενες επιχειρήσεις διατηρώντας πελατειακές σχέσεις (Lim 2001). Ακόμα και φαινόμενα εκβιασμού έχουν καταγραφεί, με αναλυτές που αναγκάστηκαν να αλλάξουν τις αρνητικές τους προβλέψεις. Έρευνα του περιοδικού Institutional Investor το 1990 έδειξε ότι το 61% των αναλυτών δέχτηκαν έστω και μία φορά κρούση να αλλάξουν τις αρνητικές τους εκτιμήσεις. Το 33,9% αυτών, υπέπεσε στον εκβιασμό. Μάλιστα, αφορμή της έρευνας ήταν η απόλυση του αναλυτή M. Roffman από την χρηματιστηριακή εταιρεία που εργαζόταν, μετά τη δυσφορία του D. Trump από τις αρνητικές εκτιμήσεις του πρώτου για το νεοσύστατο καζίνο του γνωστού επιχειρηματία στο Λας Βέγκας.

Φαινόμενο μεροληψίας είναι και η υπεραισιοδοξία (ή το αντίθετο) του αναλυτή, που προέρχεται από υποκειμενικές αντιλήψεις και απόψεις. (Friesen, Weller, 2006) Αν ένας αναλυτής έχει έντονη και ενστικτώδη άποψη για τα κέρδη μίας εταιρείας, θα κατευθύνει τις αναλύσεις του με βάση την αρχική του πεποίθηση, ακόμη και αν οι αντικειμενικές ενδείξεις δεν δείχνουν κάτι τέτοιο. Εξάλλου όπως γίνεται σε κάθε κλάδο, έτσι και στους αναλυτές εντοπίζεται ένας έντονος μεταξύ τους ανταγωνισμός. Αυτό που θα διαφοροποιήσει έναν αναλυτή απ'τους υπόλοιπους και θα αύξηση την φήμη του, είναι η ευστοχία σε μία πρόβλεψη που μόνο αυτός εκτίμησε. Η επιλογή διαφοροποίησης από τις τάσεις της αγοράς, είναι στοιχείο που εξαρτάται από τις προσωπικές φιλοδοξίες και την τάση ριψοκινδυνότητας, μιας και τέτοιες ενστικτώδεις εκτιμήσεις εμπεριέχουν πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο απόκλισης. Το εν λόγω φαινόμενο αναμενόμενα το παρατηρούμε σε νέους και άσημους αναλυτές που είναι στο ξεκίνημα της καριέρας τους, σε αντίθεση με τους ήδη δημοφιλείς και καταξιωμένους του χώρου, που επιθυμούν να επιβεβαιώνουν τη φήμη τους χρησιμοποιώντας τον ορθολογισμό. Παραθέτουμε

όμως και την διαφορετική άποψη του Trueman που υποστηρίζει ότι αρκετοί αναλυτές έχουν ανασφάλεια στο να διαφοροποιηθούν από τους υπόλοιπους και παρόλο που έχουν πληροφορίες διαφοροποιημένες, εν τέλει τις αγνοούν για αν υιοθετήσουν την τάση των περισσότερων και να μην αποκλίνουν απ'το μέσο των προβλέψεων. Ο Trueman αναφέρει (Analysts forecasts and herding behavior, 1994) πως οι αναλυτές έχουν και μία τάση αγελοποίησης. Με σκοπό τη συναίνεση στις προβλέψεις τους και για να υπάρχει μία ευρύτερη ομοφωνία μεταξύ τους, ενδέχεται να υποτιμήσουν την εσωτερική πληροφόρηση που έχουν και να ακολουθήσουν τη γενικότερη τάση.

Υπερβολική σιγουριά παρατηρείται και σε αναλυτές που διαχειρίζονται εσωτερικές πληροφορίες, οι οποίες εν τέλει είναι αναξιόπιστες και φτωχής ποιότητας. Οι Daniel και Titman (1999) ισχυρίζονται ότι χαμηλός δείκτης λογιστικής προς αγοραίας αξίας, είναι ένδειξη εταιρείας με αμφιλεγόμενες πληροφορίες.

Επιπλέον χαρακτηριστικό είναι η υπεραντίδραση σε πληροφορίες. Μία πληροφορία μπορεί να αξιολογηθεί λανθασμένα, δημιουργώντας την εντύπωση ότι θα προκαλέσει υπερβάλλουσες μεταβολές στα κέρδη. Οι Friesen και Weller έδειξαν ότι η υπεραντίδραση είναι μεγαλύτερη σε θετικές πληροφορίες παρά σε αρνητικές. Οι Chen and Jiang (2005) βρίσκουν ότι οι αναλυτές αντιδρούν υπερβολικά σε θετικές ειδήσεις ενώ μικρότερη είναι η ένταση αρνητικής αντίδρασης στις δυσάρεστες, απόδειξη ότι απ'τη φύση τους παρουσιάζονται συστηματικά αισιόδοξοι.

Άλλη έρευνα (Karamanou, 2001) δίνει μία ενδιαφέρουσα ένδειξη φαύλου κύκλου στο φαινόμενο της μεροληψίας. Όπως αναφέραμε η αγορά αποδέχεται τη μεροληψία και την απορροφά, με την έννοια ότι οι διαχειριστές των προβλέψεων (π.χ. επενδυτές) χρησιμοποιούν σαν δεδομένο το στατιστικό λάθος στην εκτίμηση και την επεξεργάζονται περαιτέρω. Έχοντας το και οι αναλυτές αυτό σαν δεδομένο, μπορεί εσκεμμένα να διογκώσουν τις εκτιμήσεις τους ώστε να καλύψουν την απόκλιση που τους δίνουν οι επενδυτές και παρά την προσαρμογή της πρόβλεψής τους, να καταφέρουν εν τέλει να τους καθοδηγήσουν εκεί που επιθυμούν. Ένας άλλος συνειρμός που δείχνει ανακύκλωση της μεροληψίας είναι ότι όσο αποκλίνουν οι προβλέψεις απ'τα πραγματοποιηθέντα, τόσο αυξάνεται η ανάγκη για εσωτερική πληροφόρηση και κατά συνέπεια τόσο αυξάνεται και ο κίνδυνος της μεροληψίας. (Sivaramakrishnan 1998)

Σημαντικό ρόλο παίζουν και τα κίνητρα. Οι αναλυτές δείχνουν προτίμηση σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης που έχουν έντονη δραστηριότητα στους επενδυτικούς κύκλους και μεγάλη ζήτηση. Παράλληλα, αποφεύγουν ή εγκαταλείπουν εταιρείες με συσσωρευμένες ζημιές που παρουσιάζουν συνεχιζόμενη πτωτική τάση. (Friesen, Weller, 2006) Στην ίδια έρευνα αναφέρεται πως οι παρελθοντικές αποτυχίες δεν αποτελούν κίνητρο μελλοντικής συμμόρφωσης.

Προσφιλής τακτική αρκετών αναλυτών είναι να μη δημοσιεύουν τα ευρήματα τους για μία εταιρεία, εάν αυτά είναι δυσάρεστα. Η έρευνα δείχνει (Karamanou, 2001) ότι η επιλογή να απέχουν απ'τη δημοσίευση αποκωδικοποιείται σωστά απ'τους επενδυτές, οι οποίοι αντιλαμβάνονται τον κόκκινο συναγερμό και μάλιστα το θεωρούν τόσο σημαντικό σαν πληροφορία που απαξιώνουν πλήρως τις εκτιμήσεις εκείνων που ταυτόχρονα τόλμησαν να δημοσιεύσουν.

Γενικότερα συμπεραίνουμε ότι η προβλεπτική ικανότητα ενός αναλυτή έχει στην συνάρτησή της, τον παράγοντα ψυχολογία. Οι πεποιθήσεις, το ένστικτο, η στρατηγική, όλα μαζί απορρέουν απ'τη φύση της ψυχολογικής μας διάθεσης να μας οδηγεί στη λήψη αποφάσεων.

3.1.2 Η στάση των εταιρειών

Γνωρίζοντας ότι οι πληροφορίες είναι το πολυτιμότερο εργαλείο των αναλυτών στη δόμηση των εκτιμήσεων, εύκολα αναρωτιέται κάποιος, πως τις διαχειρίζονται οι ίδιες οι εταιρείες και κατά πόσο δελεάζονται στην ιδέα της χειραγώγησής τους.

Ο Stephen Ciccone (2002) παραθέτει το εξής, αν μία εταιρεία παρέχει αξιόπιστη πληροφόρηση με προβλεπτική ικανότητα, την οποία οι αναλυτές επεξεργάζονται ορθολογικά, τότε οι προβλέψεις τους θα είναι ανάλογα αξιόπιστες με τις πληροφορίες τους. Επιπλέον οι εταιρείες που θα δημοσίευαν όλες τις πληροφορίες τους, θα απομείωναν αναλυτές που βασίζονται στην εσωτερική πληροφόρηση. Αντιθέτως, εταιρείες που παράγουν πληροφορίες που υπόκεινται σε περαιτέρω διερεύνηση για την ερμηνεία τους ή εταιρείες που αποκρύπτουν πληροφορίες, παρακινούν τους αναλυτές να ερευνούν πηγές εσωτερικής πληροφόρησης ή να κάνουν εικασίες. Αυτές οι εταιρείες λόγω ασάφειας πληροφοριών, έχουν μεγάλη διασπορά.

Μία επιχείρηση σε κατάσταση κρίσης γνωρίζοντας την τάση τις αγοράς να υπεραντιδρα, θα προσπαθήσει να αποκρύψει όσο το δυνατόν περισσότερα τεκμήρια της πραγματικής της κατάστασης. Δημοσιοποίηση κακών πληροφοριών θα επιτάχυνε τους αρνητικούς ρυθμούς στα οικονομικά της μεγέθη, φέρνοντας την επιχείρηση πιο κοντά στο χείλος του γκρεμού. Φυσιολογική εξέλιξη της απόκρυψης στοιχείων είναι η αδυναμία των αναλυτών να είναι ακριβείς στις προβλέψεις τους.

Ο Stephen Ciccone αναφέρει πως, εταιρείες που πιέζονται από τις ζημιές τους ή από την πτωτική τάση των κερδών τους, έχουν τη μεγαλύτερη διασπορά και απόκλιση στις προβλέψεις τους. Παρόμοια στοιχεία καταγράφονται σε εταιρείες με μεγάλο επιχειρηματικό κίνδυνο, δηλαδή μεγάλη τυπική απόκλιση των κερδών τους. Στην πλειοψηφία αυτών των επιχειρήσεων η απόκλιση των προβλέψεων, οφείλεται σε υπεραισιοδοξία των εκτιμήσεων. Αλλά και οι Jeffery Abarbanell and Reuven Lehavy (1999) βρίσκουν ότι εταιρείες με απρόσμενα μεγάλες ζημιές είναι αυτές που παρουσιάζουν και τις μεγαλύτερες αποκλίσεις. Αυτές οι αποκλίσεις είναι περισσότερο θετικές παρά αρνητικές.

Η διοίκηση μίας εταιρείας έχει πολλούς λόγους και κίνητρα να επιθυμεί θετική εικόνα των αναλυτών ακόμα και αν δεν αντιμετωπίζει χρηματοοικονομική δυσχέρεια. Οι αισιόδοξες προβλέψεις ενθαρρύνουν την αγορά να αποδεχτεί τα επενδυτικά της πλάνα και να τα λάβει σαν θετικές ειδήσεις. Επιδιώκοντας και οι ίδιοι να αναπτύσσουν προσωπικές σχέσεις με αναλυτές, ενδέχεται να διαστρεβλώσουν πληροφορίες που εκμυστηρεύονται σαν εμπιστευτικές για να καθοδηγήσουν τις τάσεις των προβλέψεων.

Κίνητρο μπορεί να αποτελέσει για την εταιρεία το να προβληθούν και χαμηλές προβλέψεις για την κερδοφορία της. Οι προβλέψεις χρησιμοποιούνται από ην διοίκηση σαν ένα από τα μέτρα αξιολόγησης στο τέλος της εκτιμώμενης χρήσης. Προσπέραση των προβλέψεων αναγνωρίζεται σαν υπερπροσπάθεια της εταιρείας. Μία κερδοφορία που υπό φυσιολογικές συνθήκες και ορθολογικές παραδοχές θα ήταν αναμενόμενη, υπό το πρίσμα χαμηλών προσδοκιών, παρουσιάζεται σαν έκπληξη και μάλιστα για διευθυντικά στελέχη μπορεί να συνεπάγεται και έξτρα ανταμοιβή. Γενικά το δεδομένο ότι, οι προβλέψεις των αναλυτών χρησιμοποιούνται ακόμα και στην οριοθέτηση των στόχων μίας εταιρείας, δίνει πρόσφορο έδαφος στο μάνατζμεντ της εν λόγω οικονομικής οντότητας να καθοδηγήσει τις εκτιμήσεις εκεί που η ίδια κρίνει ότι θα ευνοηθεί.

Με όσα αναφέραμε παραπάνω κρίνεται σαφές ότι η αναποτελεσματικότητα των προβλέψεων λόγω της μεροληψίας αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι του κλάδου των αναλυτών και χαρακτηρίζει τις εκτιμήσεις τους.

3.2 Η ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

3.2.1 Η έννοια και ο ρόλος της ασύμμετρης πληροφόρησης

Ασυμμετρία πληροφόρησης είναι η κατάσταση στην οποία διαφορετικοί συμβαλλόμενοι της αγοράς καλούνται να λάβουν χρηματοοικονομικές αποφάσεις χωρίς να έχουν την ίδια πρόσβαση στην πληροφόρηση. Για κάποιους οι πληροφορίες είναι περισσότερες ή ποιοτικά καλύτερες. Η επίδρασή της επηρεάζει θεμελιώδεις λειτουργίες της αγοράς.

Οι επιχειρήσεις για να καλύπτουν κεφαλαιακές ανάγκες, αντλούν χρηματοδότηση είτε από το χρηματοπιστωτικό σύστημα (τράπεζες) είτε από τις ανοικτές αγορές με την έκδοση χρεογράφων. Στη δεύτερη περίπτωση διαφαίνεται πως οι χρηματαγορές αδυνατούν να υποστηρίξουν τις συναλλαγές των συμβαλλόμενων μερών εξαιτίας αυτής της ασυμμετρίας. Όταν είναι ελλιπής η πληροφόρηση πριν τη συναλλαγή υπάρχει ο κίνδυνος της αντίθετης επιλογής. Οι επενδυτές αδυνατούν να αξιολογήσουν και να κατατάξουν ορθολογικά τις εταιρείες. Έτσι, προσφέρουν μία τιμή για τα αξιόγραφα, που αντανακλά τη μέση ποιότητα όλων των εταιρειών μαζί. Η τιμή αυτή, υποτιμά τις καλές και υπερεκτιμά τις κακές επιχειρήσεις. Οι υποτιμημένες αρνούνται να παραχωρήσουν αξιόγραφα σε αυτή την αξία και διαφεύγουν σε εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης. Αντίθετα οι υπερεκτιμημένες μεταβιβάζουν τα αξιόγραφα τους στους επενδυτές, που μελλοντικά αποδεικνύεται ότι δεν διαχειρίστηκαν αποτελεσματικά τα κεφάλαια τους. Επίσης, σε αντίθεση με τις τράπεζες, οι επενδυτές δεν έχουν την ελεγκτική δυνατότητα να παρακολουθήσουν εάν τα κεφάλαια που δάνεισαν στις επιχειρήσεις, αξιοποιούνται για σκοπούς που είναι στο συμφέρον όλων και όχι σε υψηλού κινδύνου στρατηγικές.

Λύση στο φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης θα μπορούσε να δώσει, η ύπαρξη ιδιωτικών φορέων (π.χ. οίκοι αξιολόγησης) που αναλαμβάνουν, μέσω συνεχούς έρευνας, να παρέχουν αξιόπιστη δημόσια ενημέρωση για τις εταιρείες σε όλο το επενδυτικό κοινό. Επιπρόσθετα μάλιστα, οι εν λόγω φορείς θα βοηθούσαν και στην ερμηνεία των πληροφοριών, δεδομένου ότι δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την τεχνογνωσία να κατανοήσουν τις οφειλές μίας πληροφορίας. Η επίλυση όμως του προβλήματος θα ήταν μερική και όχι ολική. Θα υπήρχαν ακόμα, ιδιωτικές πληροφορίες που θα έφταναν σε μεμονωμένους επενδυτές νωρίτερα της δημοσίευσής τους. Αυτοί οι επενδυτές θα ενσωματώσουν άμεσα τις πληροφορίες στην τιμή της μετοχής και όταν αυτές δημοσιευθούν, θα είναι πλέον απαξιωμένες. Επίσης κανείς δεν εγγυάται ότι και οι ιδιωτικοί φορείς δεν φέρουν κίνητρα και συμφέροντα για να χειραγωγούν τις πληροφορίες και να επηρεάζουν τις τάσεις της αγοράς.

Άλλη επίλυση προέρχεται από τα νομοθετικά πλαίσια που διέπουν μία οικονομία. Η ύπαρξη ενός κράτους δικαίου που εγγυάται την προστασία των επενδυτών, είναι στοιχείο που ενισχύει την αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και αποθαρρύνει την ασυμμετρία. Νομικές δικλίδες είναι απαραίτητες τόσο για επενδυτές όσο και για μετόχους

μειοψηφίας, ώστε να υπερασπίζονται τα δικαιώματά τους απέναντι σε μεγαλομετόχους και εκτελεστικά όργανα των εταιρειών που όχι μόνο έχουν άμεση πρόσβαση στην εσωτερική πληροφορία, αλλά καθορίζουν και τις εξελίξεις.

Σαν ακόμα μία λύση αναφέρουμε και τη χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Θεμελιώδη αρχή τους έχουν την απεικόνιση των λογιστικών μεγεθών με τρόπο κοινά μετρήσιμο και συγκρίσιμό για όλες τις εταιρείες. Επιβάλλουν, τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων για την εγκυρότητά τους, από ορκωτούς λογιστές και τη δημοσίευση σημαντικών πληροφοριών για ιστορικά γεγονότα και μελλοντικές προσδοκίες, μέσω των γνωστοποιήσεων.

Οι αναλυτές, που παίζουν ρόλο διαμεσολαβητή στην αγορά, είναι στα μάτια των επενδυτών πολύτιμη πηγή πληροφόρησης και οιωνός μελλοντικών καταστάσεων. Όμως σαν αναπόσπαστο κομμάτι της αγοράς, υπόκεινται και αυτοί στο φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης. Διαφοροποιημένες πληροφορίες σημαίνουν διαφορετικές προβλέψεις μεταξύ των αναλυτών κάτι που αποτυπώνεται στη διασπορά των αναλύσεων και αποτελεί μέτρο αβεβαιότητας και κινδύνου των προβλέψεων. Η δημόσια πληροφόρηση είναι καθρέφτης των προοπτικών μίας εταιρείας και σημαντικό εργαλείο για την άντληση χρηματοδότησης από την κεφαλαιαγορά.

Το επίπεδο ασυμμετρίας έχει μία αρνητική και αντιστρόφως ανάλογη σχέση με την ποιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Χαρακτηριστικό στοιχείο που αποτυπώνει αποτελεσματικότητα στην αγορά είναι η σύγκλιση των προβλέψεων και η μικρή διασπορά. Έχει αποδειχθεί (Barry and Jennings 1992) ότι όσο αυξάνεται η δημόσια πληροφόρηση τόσο συγκλίνουν οι προβλέψεις.

3.2.2 Η πληροφόρηση στην ισορροπία της αγοράς αξιόγραφων και η εκτίμηση του κινδύνου

Στην αγορά υπάρχουν διάφορα εμπειρικά μοντέλα αποτίμησης χρεογράφων που περιγράφουν ισορροπία. Η ασυμμετρία της πληροφόρησης επηρεάζει αυτή την ισορροπία. Μικρότερη διαθέσιμη πληροφορία δείχνει μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο. Η απόκλιση στις εκτιμήσεις των αναλυτών είναι ένδειξη αβεβαιότητας.

Το ευρέως διαδεδομένο μοντέλο CAPM (υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων), θεωρεί ότι όλοι οι παράμετροί του είναι δεδομένοι με βεβαιότητα. Σε μικρά χαρτοφυλάκια όμως με εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης που παρέχουν μικρή και αβέβαιη πληροφόρηση, παρατηρούνται υπεραποδόσεις που ανατρέπουν την ισορροπία του υποδείγματος. Η ευχέρεια να αντληθούν πληροφορίες από μία εταιρεία επεξηγεί τόσο τις αποδόσεις των χρεογράφων της, όσο την μεταβλητότητα του κινδύνου που τις διέπει. Επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο, θα προτιμήσουν εταιρείες με τη μεγαλύτερη διαθέσιμη πληροφόρηση και αυτό ανατρέπει την ισορροπία για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης με βάση κάποιο μοντέλο αποτίμησης.

Υπάρχουν διάφορα μέτρα ποσότητας της διαθέσιμης πληροφορίας. Ένα είναι το χρονικό διάστημα που καταγράφεται η αξία ενός αξιόγραφου σε μία χρηματιστηριακή αγορά. Αν η παρουσία του είναι μακροχρόνια, οι απαιτούμενες αποδόσεις που αξιώνουμε είναι όλο και μικρότερες. Σε μεγάλα μεγέθη εταιρειών αυτό το μέτρο έχει μικρότερη σημασία γιατί έχουν ευρύτατες πηγές πληροφόρησης. Άλλο μέτρο είναι, η ποσότητα των αναφορών από αναλυτές που ενδιαφέρονται διαχρονικά για την εταιρεία, αλλά και ο αριθμός των δημοσιευμένων

οικονομικών καταστάσεων. Τέλος είναι η απόκλιση των απόψεων των αναλυτών που όσο μειώνονται, τόσο αυξάνει η δημόσια πληροφόρηση και αντίστοιχα μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος.

3.2.3 Η ασυμμετρία πληροφόρησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών

Η επιλογή επενδύσεων πρέπει να γίνεται με βάση και τις ανάγκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η ασύμμετρη πληροφορία συσχετίζεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση που επιλέγουν οι μάνατζερ για τις εταιρείες τους. Βάσει της εσωτερικής τους πληροφόρησης επιθυμούν κατά πρώτη προτεραιότητα να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία με εσωτερικά κεφάλαια, κατά δεύτερον να δανειστούν και σε τελευταίο ενδεχόμενο να κάνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Σε ένα δυναμικό περιβάλλον μπορεί κάποιες πληροφορίες να μη γίνουν αντιληπτές από στελέχη της εταιρείας και να υποπέσουν οι ίδιοι σε δυσμενείς επιλογές. Στο ξεκίνημά της, μία εταιρεία έχει να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της ασυμμετρίας το οποίο μειώνεται όσο η εταιρεία αναπτύσσεται στις χρηματαγορές και παράγει περισσότερες πηγές πληροφόρησης. Εάν επιλέξει να δανειστεί, το κόστος δυσμενούς επιλογής θα είναι υψηλό αλλά θα μειώνεται σταδιακά στο πέρας του χρόνου.

3.2.4 Μέτρα εκτίμησης της ασυμμετρίας πληροφόρησης

Στο σημείο αυτό θα αναλύσουμε διάφορα μέτρα που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση ασύμμετρης πληροφόρησης προκειμένου να κατανοήσουμε και την χρησιμότητα που έχει η διασπορά των προβλέψεων.

Επειδή η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι ποιοτικό στοιχείο και δεν έχει μονάδα μέτρησης σαν μέγεθος, χρησιμοποιείται μια σειρά από μεταβλητές, όχι μόνο για να εντοπιστεί άλλα και όσο είναι δυνατόν να ποσοτικοποιηθεί. Στη βιβλιογραφία βρίσκουμε τέσσερις διαφορετικές πηγές μεταβλητών για τη μέτρηση της ασυμμετρίας.

Η πρώτη εφαρμόζει δείκτες επενδυτικών ευκαιριών βασιζόμενη στη θεωρία ότι εταιρείες όπου εντοπίζεται ασυμμετρία πληροφοριών έχουν μεγάλη διακύμανση στις αποδόσεις τους σε μακροπρόθεσμες περιόδους. Οι Smith και Watts (1995) υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερ των εταιρειών έχουν τη βέλτιστη πληροφόρηση για τις χρηματοοικονομικές δυνατότητες και τις επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρείας. Βασισμένοι σ'αυτό, διάφοροι ερευνητές χρησιμοποιούν σαν μέτρο ασυμμετρίας πληροφόρησης ποίκιλλες μεταβλητές που μετρούν τις επενδυτικές ευκαιρίες των εταιρειών. Αριθμοδείκτες όπως το market to book value of equity / assets, σχετίζουν την ασύμμετρη πληροφόρηση με την μακροχρόνια απόδοση των ΙΚ και των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Στο βαθμό που τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία και οι αναμενόμενες μελλοντικές επενδύσεις υπερβαίνουν την απαιτούμενη απόδοση των ΙΚ και αφού τα κέρδη επηρεάζονται από τις ευκαιρίες ανάπτυξης, οι αριθμοδείκτες αυτοί όσο μεγαλύτεροι είναι, τόσο μεγαλύτερα αναμένουμε να είναι και τα μελλοντικά κέρδη.

Άλλος δείκτης είναι τα κέρδη προς την τιμή των μετοχών. Όσο μεγαλύτερος είναι, τόσο μεγαλύτερη η αναλογία της καθαρής θέσης που οφείλεται στα κέρδη που παρήγαγαν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και κατά συνέπεια τόσο μικρότερες και οι ευκαιρίες ανάπτυξης.

Οι παραπάνω δείκτες έχουν και μειονεκτήματα ως προς την ασύμμετρη πληροφόρηση. Για μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία η λογιστική τους αξία υπόκειται σε σφάλμα. Ο market to book value of assets επηρεάζεται από τη μόχλευση της εταιρείας. Επίσης υψηλές τιμές των δεικτών μπορεί να ερμηνεύουν τη θέση της εταιρείας στην αγορά (μονοπώλιο, ολιγοπώλιο) παρά τις ευκαιρίες ανάπτυξης.

Η δεύτερη κατηγορία μεταβλητών είναι η μέτρηση των αποκλίσεων και της διασποράς των προβλέψεων που κάνουν οι αναλυτές για την κερδοφορία. Βασίζεται στη λογική ότι όσο μεγαλύτερη είναι η δημόσια και κοινή για όλους πληροφόρηση, τόσο ομοιογενείς θα είναι οι προβλέψεις και θα συγκλίνουν μεταξύ τους οδηγώντας σε μία συναίνεση. Μεγάλη διασπορά είναι σοβαρή ένδειξη ασυμμετρίας πληροφόρησης. Αναμένουμε ότι εάν υπήρχε μόνο δημόσια πληροφόρηση και καθόλου ιδιωτική, οι αναλυτές θα συμφωνούσαν και η διασπορά θα ήταν σχεδόν μηδενική. Θα συνέβαινε το ίδιο όμως και στην περίπτωση που η ιδιωτική πληροφόρηση ήταν άφθονη σε βαθμό να έχουν όλοι οι αναλυτές άριστη γνώση της. Η σχέση της ασυμμετρίας πληροφόρησης με τη διασπορά των προβλέψεων, είναι μία συνάρτηση της ποσότητας της διαθέσιμης πληροφόρησης καθώς και του τρόπου κατανομής της σε όλους τους αναλυτές.

Επίσης το σφάλμα στις εκτιμήσεις αναμένουμε να μειωθεί δραματικά όσο πλησιάζει το τέλος της χρήσης εφόσον οι αναλυτές στο σύνολό τους έχουν μεγάλη πληροφόρηση. Μειονέκτημα είναι ότι τα σφάλματα δεν αποδίδονται αποκλειστικά από την ασυμμετρία, αλλά από διάφορους λόγους που απορρέουν είτε από τις εταιρείες, είτε από τους αναλυτές. Επίσης όσο περνάει ο χρόνος και μικραίνει ο χρονικός ορίζοντας μίας πρόβλεψης, η σχέση της διασποράς των προβλέψεων με την ασυμμετρία πληροφόρησης μειώνεται γιατί αυξάνεται σημαντικά η δημόσια πληροφόρηση. Άλλη ένδειξη ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι ο αριθμός των αναλυτών που ενδιαφέρονται για μία εταιρεία. Εδώ σαν δεδομένο παίρνουμε ότι οι αναλυτές προσελκύονται από εταιρείες με υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση. Ο ανταγωνισμός των αναλυτών μεταξύ τους, οδηγεί σε μία τιμή ισορροπίας που ενσωματώνει όλες τις διαφορετικές αντιλήψεις για τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες.

Εναλλακτικές μεταβλητές που διακρίνουν την ασυμμετρία είναι η τυπική απόκλιση των μετοχών. Όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση στην απόδοση, τόσο μεγαλύτερη η αβεβαιότητα για την αξία της εταιρείας. Θετική σχέση με αυτή τη διακύμανση έχει η ασύμμετρη πληροφόρηση. Το αδύνατο σημείο και εδώ είναι ότι πέραν τις ασυμμετρίας, ο δείκτης επεξηγείται και από μακροοικονομικούς παράγοντες σχετικά με το περιβάλλον της επιχείρησης.
Σαν τελευταία κατηγορία διακρίνουμε το λεγόμενο bid-ask spread, δηλαδή η διαφορά στις τιμές αγοράς και πώλησης των μετοχών. Ο δείκτης επηρεάζεται από τρία στοιχεία α) την προκαθορισμένη διαδικασία συναλλαγών β) την δημοτικότητα και εμπορευσιμότητα των μετοχών γ) τη δυσμενή επιλογή. Οι μελέτες δείχνουν ότι η δυσμενής επιλογή συσχετίζεται με την εσωτερική πληροφόρηση και έχει θετική σχέση με την ασυμμετρία. Αρά η ύπαρξη μεμονωμένων καλύτερα ενημερωμένων αναλυτών, αυξάνει το bid-ask spread. Επειδή η εν λόγω μέθοδος μετράει και τα κόστη αγοραπωλησίας ενός μικρού αριθμού μετοχών, δεν είναι καλή ένδειξη για το βαθμό ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι Clarke και Shastri (2001) προσπαθώντας να εκτιμήσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση με τις παραπάνω μεθόδους, αναφέρουν ότι η χρήση τους δεν είναι μεμονωμένη αλλά αθροιστική και όλα μαζί δίνουν μία συνολική εικόνα για την παρούσα ασυμμετρία.

3.3 Η ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Στη βιβλιογραφία αναφέρεται πως οι μάνατζερ δίνουν μεγάλη έμφαση στο να χειραγωγούν τόσο τα κέρδη όσο και τις προβλέψεις, ώστε να προσεγγίζουν τις προσδοκίες των αναλυτών και να εμφανίζουν τα πραγματοποιηθέντα κέρδη τους σαν απρόσμενες εκπλήξεις που ξεπέρασαν τις αρχικές εκτιμήσεις. Ο Norman Johnson αναφέρει πως ο λόγος που μια διοίκηση λειτουργεί υπό αυτή την πίεση, είναι η οξεία αντίδραση της αγοράς να τιμωρεί την μετοχή μίας εταιρείας, εάν αποτύχει να ανταποκριθεί στις προσδοκίες και μάλιστα ανεξαρτήτως πόσο απέκλινε από τις εκτιμήσεις. Παρόλο που η διαχείριση των κερδών δεν είναι σύγχρονο φαινόμενο, μόλις τα τελευταία χρόνια καταγράφεται η συμπεριφορά των αγορών να μη συγχωρούν εταιρείες που υπο-αποδίδουν. Μάλιστα η αγορά φαίνεται να λαμβάνει μέτρα μόνο στην αρνητική εξέλιξη. Οι Lopez και Rees συμπεραίνουν από έρευνά τους, ότι η άμεση επίπληξη της αγοράς είναι στο 3,5% της αξίας της μετοχής, όταν τα πραγματοποιηθέντα είναι χαμηλότερα από τα εκτιμώμενα. Αντίθετα δεν καταγράφεται ποσοστιαία ανταμοιβή όταν τα κέρδη υπερβούν τις προβλέψεις. Η επιχείρηση πρέπει να εκπλήξει ευχάριστα για τουλάχιστον τρεις συνεχόμενες χρήσεις ώστε ν'αρχίσει να ανταμείβεται από την αγορά για τις επιδόσεις της. Στην ίδια έρευνα παρατηρείται ότι από το 1984 έως το 1992, οι θετικές αποκλίσεις πραγματικών κερδών μείον προβλέψεων λαμβάνει χώρα στο 50% των εταιρειών, ενώ το ποσοστό αυξάνεται ραγδαία από το 1992 και μετά, φτάνοντας το 70%.

Προσπαθήσαμε να προσδιορίσουμε μερικούς από τους βασικότερους λόγους που οι προβλέψεις μπορεί να αποκλίνουν από το στόχο τους. Σαν συμπέρασμα θα λέγαμε ότι διάφορα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά τόσο των αναλυτών όσο και των υπόλοιπων συμβαλλόμενων της αγοράς (επενδυτές, εταιρείες) μπορεί να αποτελέσουν τροχοπέδη στην διαδικασία δημιουργίας πρόβλεψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

4.1 Η επιλογη του δείκτη NYSE για την έρευνα μας

Για την εμπειρική μας έρευνα επιλέγουμε το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης «**New York Stock Exchange** (**NYSE**)». Είναι η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αγορά παγκοσμίως βάσει της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών που συμμετέχουν (US$16.613 τρισ. τον Μάιο του 2013). Ο Μ.Ο. καθημερινών trades το 2008 έφτασε το ρεκόρ των US$153 δισεκατομμυρίων. Είναι ο χρηματιστηριακός δείκτης με την μεγαλύτερη ζήτηση από επενδυτικούς οίκους και κατά συνέπεια ελκύει τους περισσότερους χρηματιστηριακούς αναλυτές. Αυτό που μας βοηθά να επιλέξουμε το συγκεκριμμένο δείκτη είναι η ποικιλλομορφία του σε όλα τα επίπεδα. Κατοικοεδρεύει στη χώρα που έχει αναπτύξει τις πληρέστερες χρηματηστηριακές βάσεις πληροφόρησης. Θα μας δώσει πληροφορίες από 1751 εταιρείες. 360 προέρχονται από την διεθνή αγορα και οι υπόλοιπες είναι αμιγώς αμερικάνικες. Η πορεία του δεν επιρρεάζεται αποκλειστικά από τα τοπικά χαρακτηριστικά των Η.Π.Α. Ενώ οι επιδόσεις του NYSE καθορίζουν και την πορεία των υπόλοιπων χρηματιστηρίων σε όλο τον κόσμο.

Στον NYSE εμπεριέχονται οι μεγαλύτερες οικονομικές οντότητες από όλους τους κλάδους (τράπεζες, ασφαλιστικές, βιομηχανίες, κατασκευαστικές, φαρμακευτικές, πετρελαικές, εμπορίου, τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών). Επιμέρους δείκτης είναι ο World Leaders, με τις 200 μεγαλύτερες εταιρίες βάσει κεφαλαιοποίησης. Ενώ υπάρχουν και εκατοντάδες μικρής κεφαλαιοποίησης που αναμένει κανείς μικρότερη χρηματιστηριακή ζήτηση και «χαλαρή» αντιμετώπιση από τους αναλυτές. Για όλα τα παραπάνω κρίνουμε ότι ο NYSE είναι η πληρέστερη απεικόνηση της αγοράς παγκοσμίως. Στην εμπειρική μας έρευνα, θα περιλάβει τα περισσότερα δυνατόν στοιχεία που θέλουμε στον προσδιορισμό της σχέσης αναλυτών και αγοράς.

Αντλώντας λοιπόν στοιχεία από τη βάση δεδομένων I/B/E/S μέσω της Thomson One και τη Datastream, θα χρησιμοποιήσουμε δεδομένα από τις 1751 εταιρείες του NYSE σε διάστημα 10 ετών από το 2003 έως το 2012, τόσο για τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη όσο και για τις προβλέψεις που έγιναν για αυτά.

4.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση στις Η.Π.Α.

Αποτελεί σημαντικό οικονομικό γεγονός που άλλαξε τα δεδομένα της αγοράς παγκοσμίως. Η επίδραση της ήταν έντονη σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου, δεδομένου ότι οι αγορές λειτουργούν σαν συγκοινωνούντα δοχεία. Από τη στιγμή που επιλέξαμε το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης αναμένουμε τα ευρήματά μας να επιρρεαστούν από το γεγονός και να αποτυπωθούν στην ανάλυσή μας. Πριν από την παρουσίαση των αποτελεσμάτων, κανουμε μία μικρή περιγραφή της κρίσης ώστε να τη συνδέσουμε με την πορεία της αγοράς και τον τρόπο λειτουργίας των αναλυτών πριν, κατα τη διάρκεια και μετά από αυτήν. Πέρα από το πραγματικό σοκ ρευστότητας, η εξάπλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης βασίστηκε αρκετά στην ανάμιξη αξιόπιστων και ψευδών/ άχρηστων πληροφοριών, που σε περιβάλλον πανικού διατάραξε ακόμα και τους ίδιους τους αναλυτές.

Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση ξεκινά το 2007 και φτάνει στο αποκορύφωμα τον Σεπτέβριο του 2008 με την πτώχευση της Lehman Brothers. Ηταν μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτώνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Χαρακτηριστικά αυτής της γενικευμένης κατάστασης είναι ο κίνδυνος κατάρρευσης τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες με σκοπό τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι για τη διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα "τοξικά", όπως χαρακτηρίσθηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης προτού επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν.

Βασική αιτία του φαινομένου ήταν η ασυμμετρία πληροφόρησης στις αγορές χρήματος, που αντιμετώπισαν οι ίδιες οι τράπεζες στην προσπάθειά τους να διαχειριστούν τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο επιτοκίου. Για μεγάλο χρονικό διάστημα επικράτησε νευρικότητα στις αγορές που εξαπλώθηκε παγκοσμίως. Στο ίδιο διάστημα διακινείται πληροφόρηση τρομοκρατίας για απανωτές πτωχεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι συνέπειες αποτυπώνεται σε κάθε πτυχή της αγοράς από τα χρηματιστήρια μέχρι τις εμπορικές συναλλαγές. Η κατάσταση εξομαλύνεται στις Η.Π.Α. μερικούς μήνες αργότερα, με την κρίση να μεταφέρεται στην Ευρωπαική Ζώνη και να επιδρά ακόμη.

(ΠΗΓΗ : http://el.wikipedia.org)

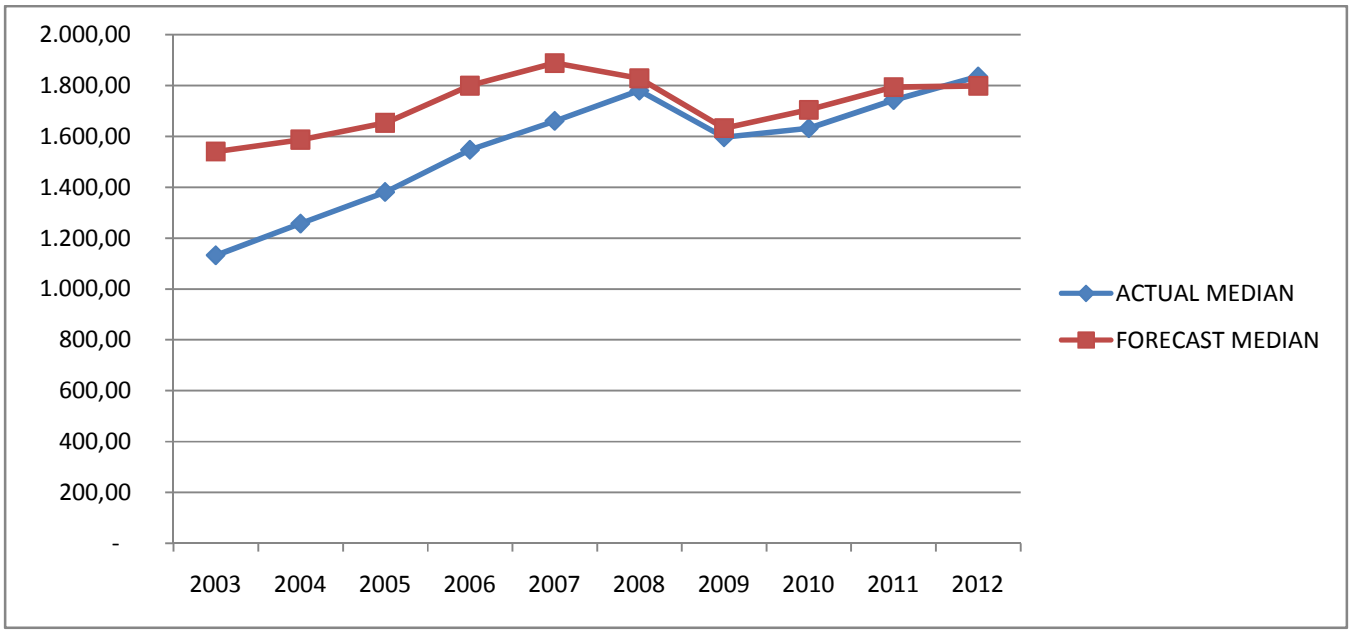
4.3 Στατιστική περιγραφή σε λογιστικά μεγέθη

Στο παρόν μέρος της εργασίας κάνουμε μία διαχρονική παρουσίαση των λογιστικών μεγεθών των εταιρειών του NYSE. Θα δούμε μέσω χρονικών διαγραμμάτων την πορεία που είχαν στη δεκαετία προσπαθώντας να δώσουμε και μία ερμηνεία. Σε μεγέθη που υπήρχαν προβλέψεις αναλυτών, θα τις παραθέσουμε στο ίδιο διάγραμμα ώστε να κάνουμε σύγκριση και να διακρίνουμε επίσης το μέγεθος της προβλεπτικής απόκλισης.

Από τα στατιστικά μεγέθη, επιλέγουμε να παραθέσουμε το διάγραμμα της διαμέσου τιμής. Στο δείγμα λόγω του μεγάλου μεγέθους, υπήρχαν και ορισμένες ακραίες τιμές που επιρρέαζαν το μέσο όρο των παρατηρήσεων και για το λόγο αυτό κρίνουμε ότι η διάμεσος δίνει περισσότερο αξιόπιστη εικόνα.

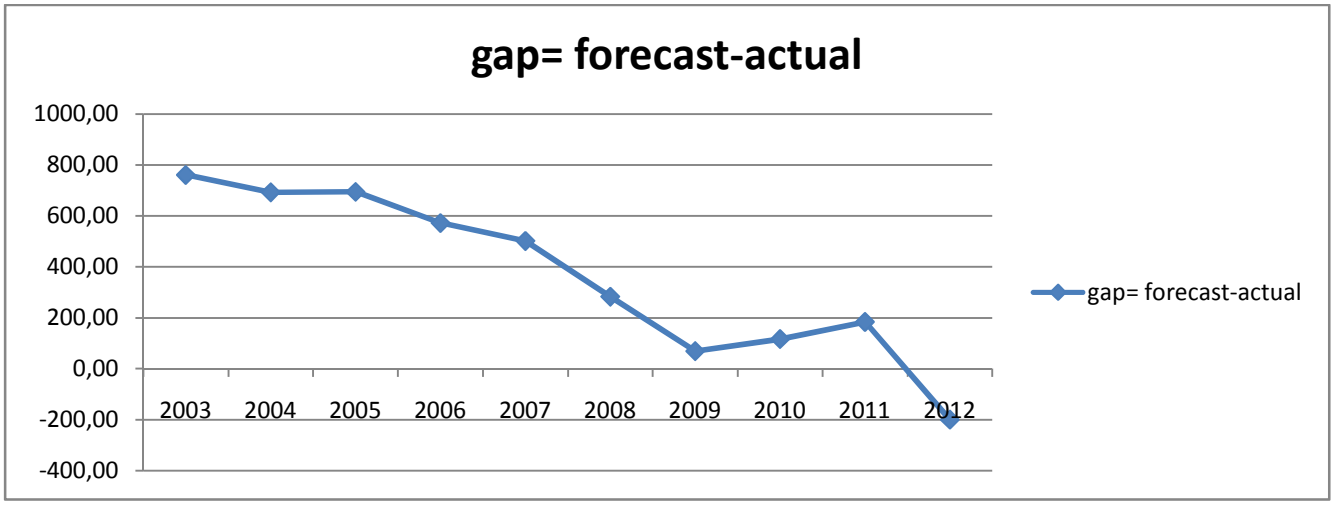
Τα ποσά των διαγραμμάτων είναι εκφρασμένα σε εκατ. Οι προβλέψεις των αναλυτών που χρησιμοποιούμε, γίνονται 12 μήνες νωρίτερα από το εκτιμώμενο μέγεθος στο οποίο αναφέρονται.

Πωλήσεις



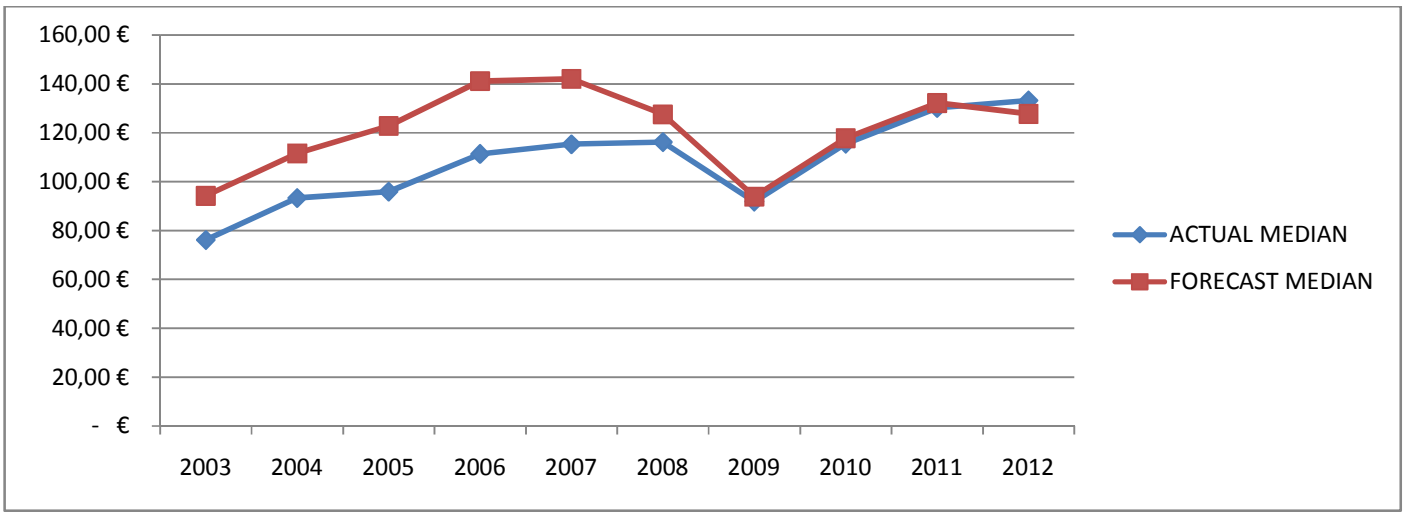
Στη διάμεσο των πωλήσεων παρατηρούμε ότι υπάρχει αυξητική τάση τα χρόνια της ευρύτερης οικονομικής ευφορίας που επικρατούσε σε όλες τις αγορές, μέχρι το 2008 που ξεσπά στις ΗΠΑ η χρηματοπιστωτική κρίση. Την πτώση στις πωλήσεις του 2008 ακολουθεί σταδιακή αύξηση από το 2010 αλλά με μικρότερη τάση σε σχέση με παλιότερα χρόνια. Το ενδιαφέρον στοιχείο του σχεδιαγράμματος είναι η σχέση με τις προβλέψεις των αναλυτών, οι οποίοι αν και υπεραισιοδοξούσαν τα πρώτα χρόνια, μετά την κρίση έγιναν συντηρητικοί και επιφυλακτικοί. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να συναινέσουν με τα πραγματικά μεγέθη. Μάλιστα, για πρώτη φορά τη χρονιά που πέρασε, οι αναλυτές υποεκτίμησαν την αγορά. Ενας λόγος για να αιτιολογήσει κανείς την αντίδραση τον αναλυτών είναι ο επαναπροσδιορισμός στην έννοια της πληροφόρησης που έγινε μετά το 2008 καθώς και το γεγονός ότι μετά την κρίση οι επενδυτές έγιναν πιο συντηρητικοί, επιφυλακτικοί και απαιτούσαν κάτι αντίστοιχο από τους αναλυτές για να πεισθούν για τις εκτιμήσεις τους.

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει την πορεία της απόκλισης προβλέψεων και αναλυτών

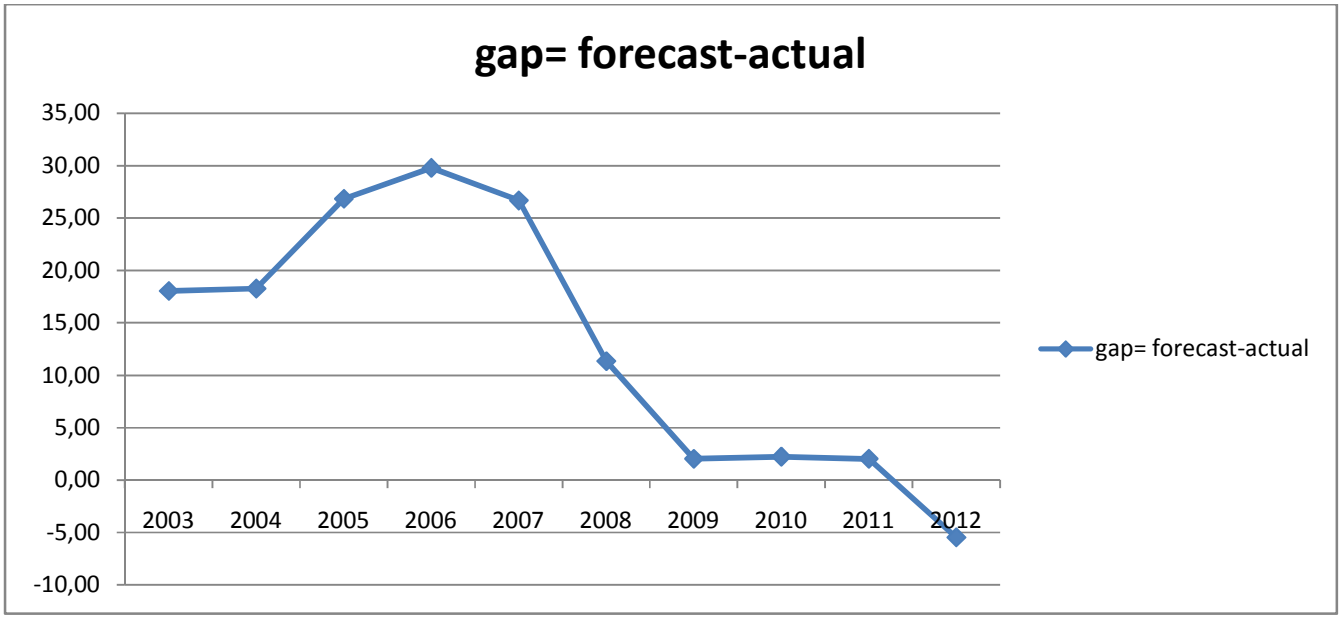


SALES (thousands)	ACTUAL ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	FORECAST ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ		ACTUAL MEDIAN	FORECAST MEDIAN		ACTUAL ΤΥΠ_ΑΠΟΚ	FORECAST ΤΥΠ_ΑΠΟΚ
2003	$ 5.188,72	$ 5.949,44		$ 1.132,71	$ 1.539,64		$ 15.193,88	$ 15.957,18
2004	$ 5.678,38	$ 6.371,03		$ 1.257,44	$ 1.586,74		$ 17.081,82	$ 17.543,24
2005	$ 6.273,45	$ 6.967,72		$ 1.381,08	$ 1.652,90		$ 19.626,30	$ 21.113,19
2006	$ 6.625,29	$ 7.197,22		$ 1.546,90	$ 1.798,98		$ 20.435,23	$ 21.741,35
2007	$ 6.899,63	$ 7.401,43		$ 1.660,59	$ 1.887,87		$ 21.572,34	$ 22.455,10
2008	$ 7.451,80	$ 7.734,69		$ 1.779,84	$ 1.827,55		$ 23.982,54	$ 24.973,04
2009	$ 6.748,49	$ 6.817,71		$ 1.596,29	$ 1.631,82		$ 20.811,62	$ 20.601,34
2010	$ 7.023,98	$ 7.140,46		$ 1.631,38	$ 1.703,52		$ 22.057,23	$ 22.329,36
2011	$ 7.497,79	$ 7.681,59		$ 1.742,56	$ 1.793,77		$ 24.405,59	$ 24.803,20
2012	$ 7.660,85	$ 7.460,85		$ 1.834,92	$ 1.798,51		$ 24.368,33	$ 24.045,28

Καθαρά Κέρδη

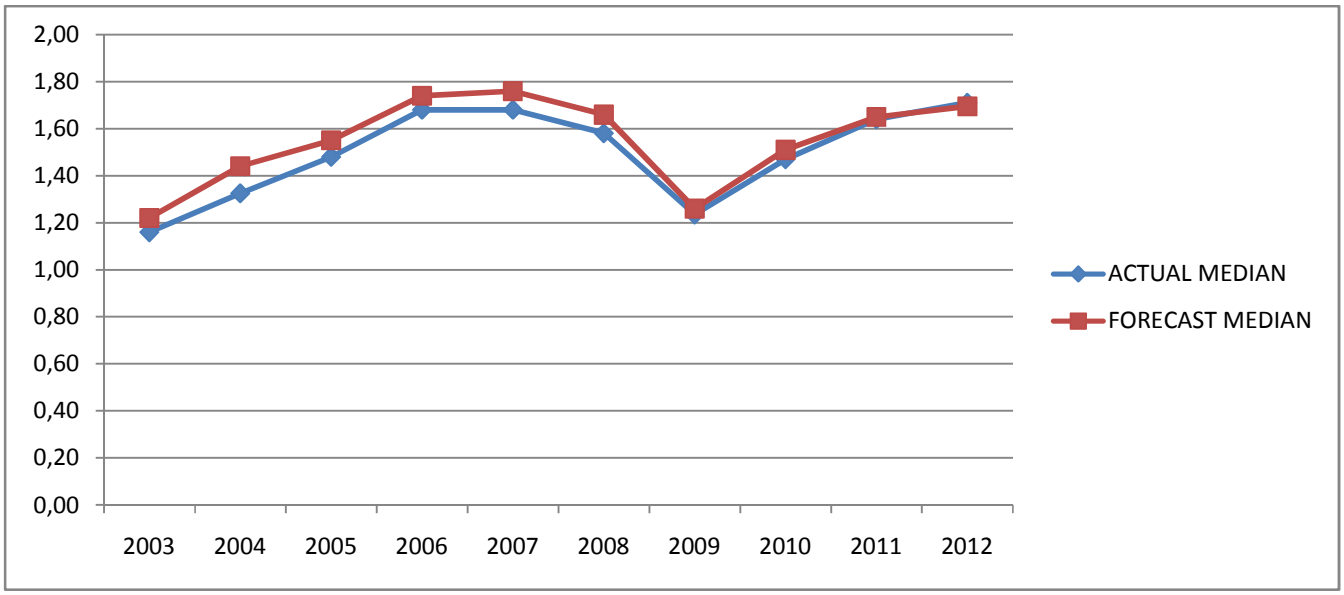


Από τις πωλήσεις πάμε στα καθαρά κέρδη όπου παρατηρούμε μία ακολουθία με όσα είπαμε και παραπάνω. Η διετία 2007-2009 ρίχνει τα κέρδη των εταιρειών του NYSE σε επίπεδα χαμηλότερα και από το 2003. Εχουν ραγδαία όμως αύξηση από το 2010. Υπάρχει πλήρης ταύτιση των προβλέψεων με τα κέρδη από το 2009 και μετά, με εξαίρεση το 2012 που οι αναλυτές ανέμεναν ύφεση όμως η αγορά παρέμεινε στάσιμη.



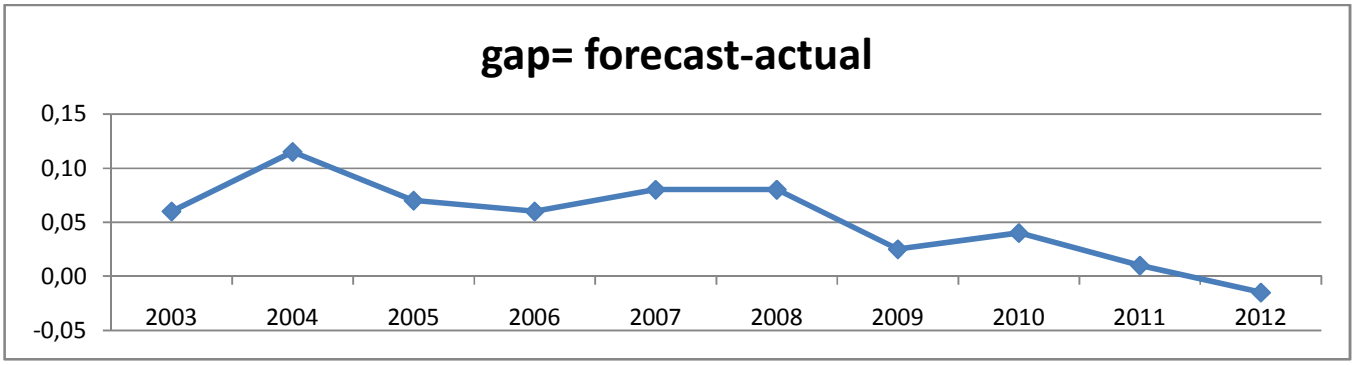
NET INCOME (thousands)	ACTUAL ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	FORECAST ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ		ACTUAL ΔΙΑΜΕΣΟΣ	FORECAST ΔΙΑΜΕΣΟΣ		ACTUAL ΤΥΠ_ΑΠΟΚ	FORECAST ΤΥΠ_ΑΠΟΚ
2003	$ 400,58	$ 450,47		$ 76,14	$ 94,19		$ 1.387,78	$ 1.409,37
2004	$ 476,79	$ 525,56		$ 93,27	$ 111,55		$ 1.655,02	$ 1.678,25
2005	$ 503,13	$ 583,46		$ 95,89	$ 122,74		$ 1.809,90	$ 1.924,43
2006	$ 579,62	$ 658,56		$ 111,29	$ 141,08		$ 2.074,47	$ 2.188,92
2007	$ 577,91	$ 651,14		$ 115,28	$ 141,97		$ 2.004,67	$ 2.124,79
2008	$ 468,92	$ 565,97		$ 116,15	$ 127,51		$ 2.594,44	$ 2.143,39
2009	$ 426,72	$ 433,45		$ 91,85	$ 93,89		$ 1.494,34	$ 1.468,85
2010	$ 557,47	$ 561,83		$ 115,50	$ 117,73		$ 1.822,59	$ 1.795,24
2011	$ 618,10	$ 622,45		$ 130,08	$ 132,11		$ 2.059,99	$ 2.082,43
2012	$ 625,31	$ 605,84		$ 133,16	$ 127,69		$ 2.015,02	$ 1.963,95

Κέρδη Ανα Μετοχή (EPS)



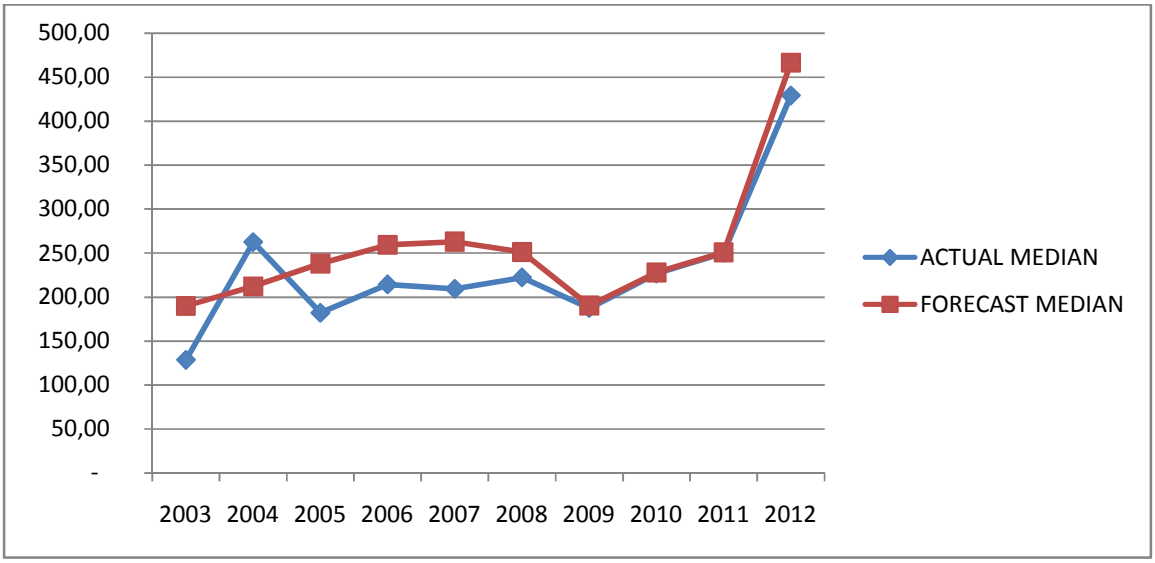
Τα κέρδη ανά μετοχή είναι αριθμοδείκτης που διαιρεί τα καθαρά κέρδη με τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας. Χρήσιμη πληροφορία για τους μετόχους που μετρά πόσο αποδίδει σε κέρδη (δολλάρια) , η κατοχή μίας μετοχής. Από το 1,68 του 2007 στο 1,24 του 2009 , με τις προβλέψεις να ακολουθούν την ίδια τάση και να προσεγγίζουν τα πραγματικά από το 2009 και μετά. Τα ΚΑΜ το 2012 φτάνουν στο 1,71.

Ενα ερώτημα είναι, εάν η επιτυχία των προβλέψεων οφείλεται στη βελτίωση της προβλεπτικής ικανότητας των αναλυτών ή είναι και αποτέλεσμα χειραγώγησης των κερδών από τους μάνατζερ που έχουν στη διάθεσή τους τις προβλέψεις των αναλυτών ένα χρόνο νωρίτερα. Από το 2008 και μετά οι προβλέψεις χρησιμοποιήθηκαν για τη στοχοθέτηση που έκαναν οι διοικήσεις. Οι αναλυτές προέβλεπαν χρόνο με χρόνο σταδιακή αύξηση των κερδών και επαναφορά της οικονομίας στα προηγούμενα επίπεδα. Αυτό μετέπειτα επιζητούσαν οι εταιρείες γνωρίζοντας ότι σε ένα περιβάλλον αναπροσαρμογής σε νέα δεδομένα, είναι δύσκολο να υπερπηδήσουν τις προσδοκίες των αναλυτών. Η ταύτιση με τις εκτιμήσεις αποτελούσε αφενός, επιτυχή προσπάθεια μίας εταιρείας να ενσωματωθεί στην ανάκαμψη της αγοράς και αφετέρου ενδυνάμωνε την εικόνα του επενδυτικού κοινού για τους αναλυτές και τις εταιρείες μετά την πληροφοριακή καταιγίδα της χρηματοπιστωτικής κρίσης που τάραξε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στους φορείς της αγοράς.

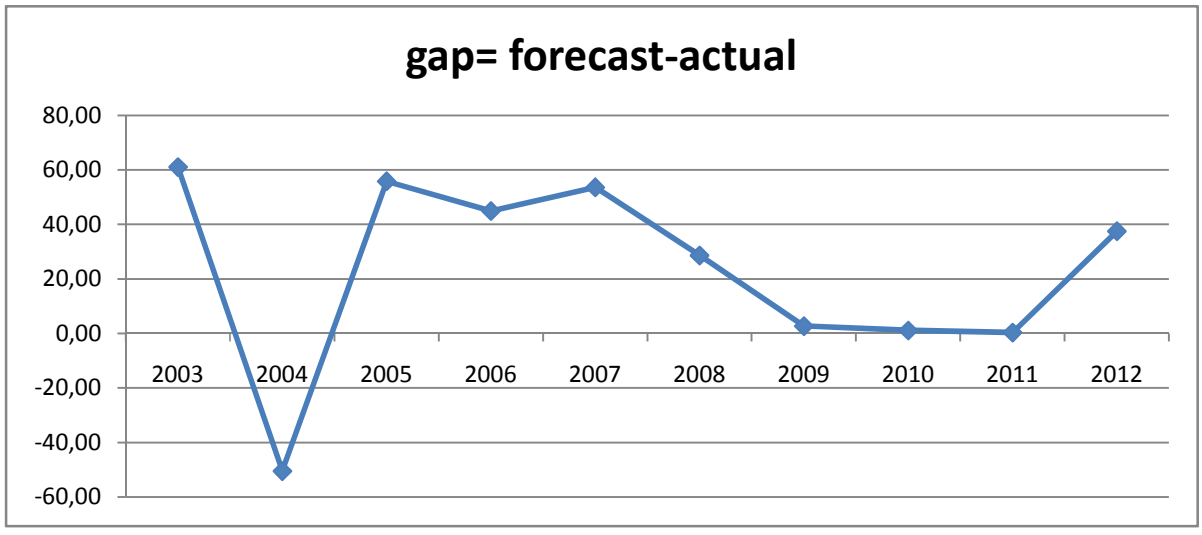


EPS	ACTUAL ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	FORECAST ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ		ACTUAL ΔΙΑΜΕΣΟΣ	FORECAST ΔΙΑΜΕΣΟΣ		ACTUAL ΤΥΠ_ΑΠΟΚ	FORECAST ΤΥΠ_ΑΠΟΚ
2003	$ 5,10	$ 5,59		$ 1,16	$ 1,22		$ 104,93	$ 107,83
2004	$ 4,94	$ 5,31		$ 1,33	$ 1,44		$ 95,26	$ 93,22
2005	$ 4,61	$ 5,04		$ 1,48	$ 1,55		$ 89,89	$ 90,38
2006	$ 7,02	$ 7,37		$ 1,68	$ 1,74		$ 166,77	$ 163,93
2007	$ 6,17	$ 7,27		$ 1,68	$ 1,76		$ 168,56	$ 176,97
2008	$ 5,12	$ 5,87		$ 1,58	$ 1,66		$ 167,43	$ 153,14
2009	$ 4,36	$ 4,77		$ 1,24	$ 1,26		$ 131,06	$ 132,35
2010	$ 6,33	$ 6,47		$ 1,47	$ 1,51		$ 179,12	$ 177,83
2011	$ 6,40	$ 6,70		$ 1,64	$ 1,65		$ 169,16	$ 176,53
2012	$ 7,19	$ 7,14		$ 1,71	$ 1,70		$ 195,33	$ 196,65

Λειτουργικά Κέρδη (EBIT)

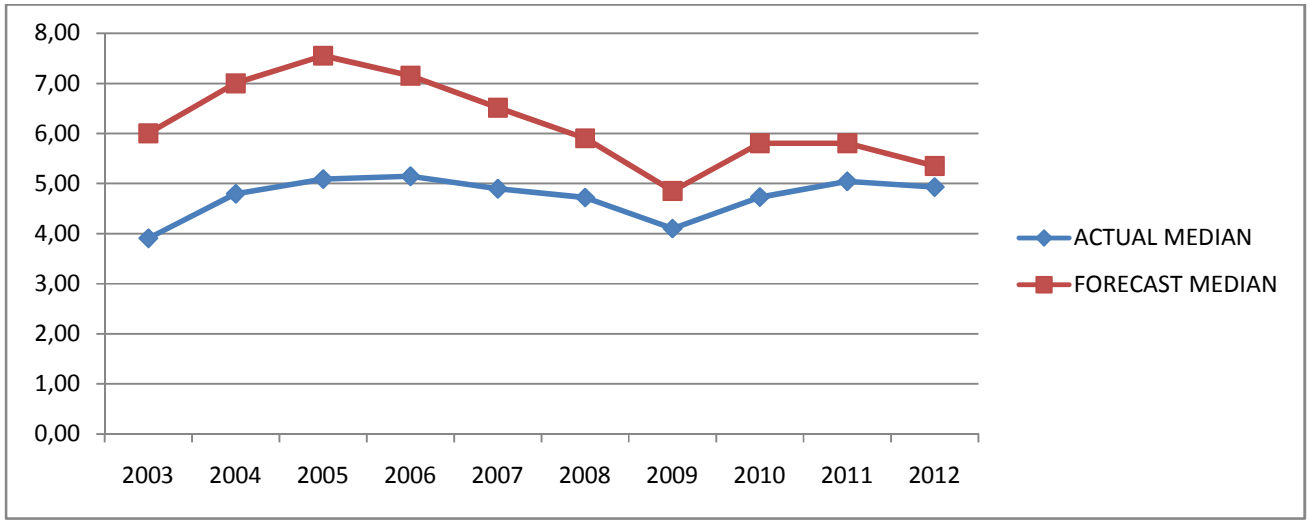


Λειτουργικά κέρδη είναι αυτά που προέρχονται εξ ολοκλήρου από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης αφαιρώντας τα λειτουργικά κόστη. Δεν περιλαμβάνουν δηλαδή κέρδη από επενδύσεις, συμμετοχές, τόκους. Θεωρείται σημαντικό μέγεθος αξιολόγησης της εμπορικής επίδοσης μίας επιχείρησης και επιδέχεται χειραγώγησης από τους μάνατζερ που "παίζουν" με τον χαρακτηρισμό κάποιων δαπανών ως λειτουργικές. Τα ενδιάμεσα αποτελεσματικά μεγέθη σε μία Κατάσταση Αποτελεσμάτων είναι δύσκολο να προβλεφθούν και έχουν υψηλή μεταβλητότητα, γιατί είναι προιόν λογιστικής επεξεργασίας που έχει να κάνει με τον χαρακτηρισμό των εσόδων και των δαπανών. Μάλιστα αν αφαιρέσουμε από τα λειτουργικά κέρδη και τις αποσβέσεις, ο εξωτερικός ερευνητής μπαίνει σε ακόμη πιο σκοτεινά μονοπάτια. Οι μάνατζερ χειραγωγούν την έννοια του παγίου. Πολλές φορές παγιοποιούν λειτουργικές δαπάνες -που μάλιστα μπορεί και να τις αποσβέσουν πλήρως μέσα στην ίδια λογιστική χρήση που τις απέκτησαν- μόνο και μόνο για να μην περάσουν από το EBITDA και να δείχνουν υψηλή δυνατότητα να καλύπτουν δανειακές υποχρεώσεις επιζητώντας ξένα κεφάλαια. Οι εξωτερικοί αναλυτές δύσκολα έχουν πρόσβασή σε εσωτερική πληροφόρηση τύπου μητρώο παγίων,για να κάνουν ποιοτικό έλεγχο και έτσι αποφεύγουν να κάνουν εκτίμηση σε τέτοια μεγέθη. Γενικότερα είναι λιγότεροι οι αναλυτές που διατυπώνουν εκτιμήσεις για ενδιάμεσα μεγέθη των αποτελεσμάτων, επειδή βασίζονται σε ποιοτικά χαρακτηριστικα. Αυτός είναι επιπρόσθετος λόγος μεγαλύτερης απόκλισης των εκτιμήσεων με τα πραγματικά μεγέθη σε αυτές τις κατηγορίες. Το gap έχει μεγάλες μεταβολές αν και παρατηρείται ευστοχία στις προβλέψεις ην τελευταία τριετία.



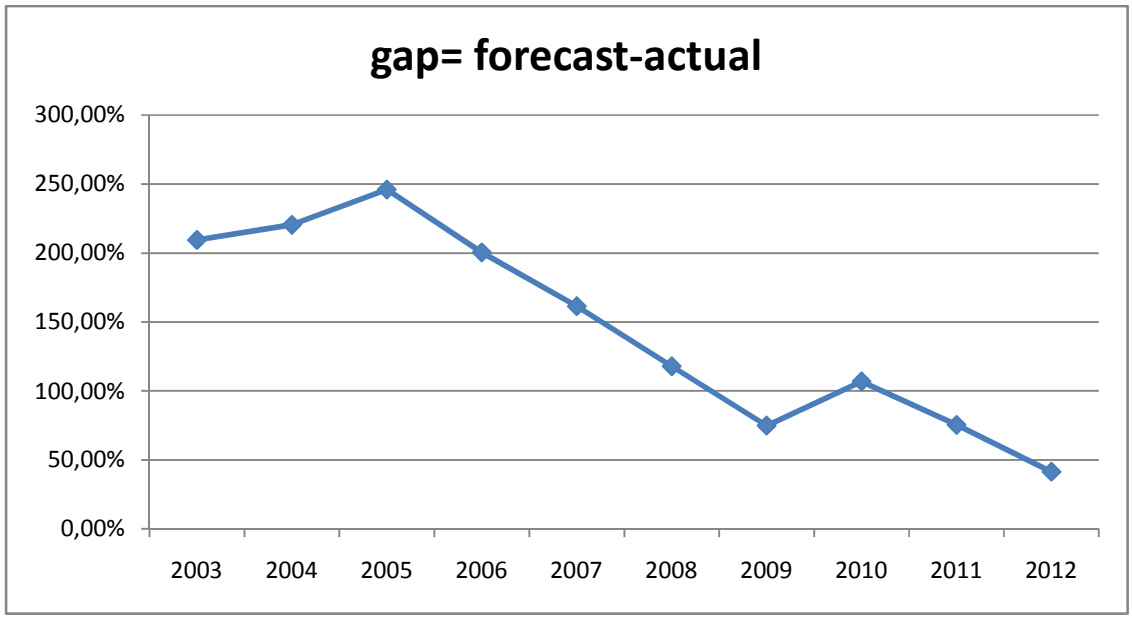
EBIT	ACTUAL	FORECAST		ACTUAL	FORECAST		ACTUAL	FORECAST
(thousands)	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ		ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ		ΤΥΠ_ΑΠΟΚ	ΤΥΠ_ΑΠΟΚ
2003	$ 1.079,93	$ 760,00		$ 128,83	$ 189,84		$ 11.254,08	$ 1.966,70
2004	$ 1.036,06	$ 848,07		$ 262,53	$ 212,10		$ 2.781,70	$ 2.289,81
2005	$ 746,74	$ 994,08		$ 182,14	$ 237,92		$ 2.529,99	$ 3.049,11
2006	$ 925,30	$ 1.072,45		$ 214,47	$ 259,34		$ 3.358,80	$ 3.582,29
2007	$ 925,53	$ 1.065,98		$ 209,40	$ 262,96		$ 3.522,17	$ 3.681,75
2008	$ 964,04	$ 1.078,86		$ 222,43	$ 251,04		$ 3.674,59	$ 4.036,87
2009	$ 776,24	$ 843,63		$ 187,66	$ 190,35		$ 2.403,55	$ 2.960,63
2010	$ 1.011,47	$ 986,14		$ 226,80	$ 227,89		$ 3.304,01	$ 3.115,52
2011	$ 1.083,49	$ 1.055,04		$ 250,40	$ 250,74		$ 3.565,04	$ 3.453,89
2012	$ 1.484,61	$ 1.707,35		$ 429,12	$ 466,62		$ 3.494,61	$ 3.898,96

Αποδοτικότητα Στοιχείων Ενεργητικού (ROA)



Αποδίδει την ποσοστιαία σχέση των καθαρών κερδών με το Ενεργητικό της επιχείρησης. Αξιολογεί δηλαδή την ικανότητα της εταιρείας να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία, ώστε να παράγει κέρδη καθώς και τον τρόπο που κατανέμονται οι επενδύσεις ώστε να αποδίσουν αποτελεσματικά. Η αποδοτικότητα του Ενεργητικού παρουσιάζει πτωτική τάση από το 2006 και μετά. Το 2009 συμπορεύεται με την τάση ανάκαμψης που διαφαίνεται στην αγορά. Οι αναλυτές εδώ, παρουσιάζονται σε όλη τη δεκαετία υπεραισιόδοξοι αν και τα τελευταία 2 χρόνια προσεγγίζουν περισσότερο την πραγματικότητα. Αυτό ίσως συμβαίνει γιατί

ακόμα και σε εποχές ύφεσης, οι αναλυτές έχουν προσδοκίες για την ικανότητα των μάνατζερ να εκμεταλλεύονται αποδοτικά τα περιουσιακά τους στοιχεία.



ROA	ACTUAL ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	FORECAST ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ		ACTUAL ΔΙΑΜΕΣΟΣ	FORECAST ΔΙΑΜΕΣΟΣ		ACTUAL ΤΥΠ_ΑΠΟΚ	FORECAST ΤΥΠ_ΑΠΟΚ
2003	4,87	7,31		3,91	6,00		5,64	6,21
2004	6,04	7,81		4,80	7,00		14,53	6,13
2005	6,34	8,99		5,09	7,55		16,63	12,72
2006	6,22	8,54		5,15	7,15		12,20	8,54
2007	5,11	12,83		4,90	6,51		24,16	122,66
2008	6,74	7,05		4,72	5,90		51,03	8,25
2009	4,47	5,58		4,10	4,85		6,72	6,90
2010	5,66	6,77		4,73	5,80		6,18	6,71
2011	5,42	6,78		5,05	5,80		17,06	6,91
2012	5,88	6,37		4,93	5,35		5,82	6,89

Παρουσιάζουμε και κάποια περαιτέρω μεγέθη για τα οποία δεν δημοσιεύονται εκτιμήσεις αλλά έχει ενδιαφέρον η διαχρονική τους μεταβολή

Κόστος Κεφαλαίου



Το Κόστος Κεφαλαίου είναι το κόστος χρήματος της εταιρείας για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της. Αν η χρηματοδότηση γίνεται μόνο με Ξένα Κεφάλαια, τότε το κόστος κεφαλαίου ταυτίζεται με τα επιτόκια που δανείζεται από τα πιστωτικά ιδρύματα. Μειώνεται στη διετία της κρίσης αλλά στην ίδια περίοδο είναι υψηλή και η τυπική απόκλιση των παρατηρήσεων. Συνεπώς υπάρχει διαφοροποίηση ανάμεσα στις εταιρείες του δείκτη. Γενικότερα πάντως, το κόστος κεφαλαίου δεν μεταβάλλεται δραστικά.

COST OF CAPITAL	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 480,42	$ 96,75	$ 1.595,32
2004	$ 567,41	$ 114,08	$ 1.779,11
2005	$ 632,52	$ 124,95	$ 2.150,53
2006	$ 767,98	$ 149,13	$ 2.753,27
2007	$ 737,20	$ 158,89	$ 2.844,32
2008	$ 714,51	$ 150,33	$ 2.907,00
2009	$ 571,66	$ 136,13	$ 1.716,00
2010	$ 690,23	$ 154,11	$ 2.072,96
2011	$ 682,52	$ 163,32	$ 2.165,27
2012	$ 788,83	$ 202,22	$ 2.518,69

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες



Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αυξάνονται κάθε χρόνο με μοναδική μείωση το 2008 που συσχετίζεται με την μείωση των πωλήσεων

CASH FLOW OPERATING	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 661,19	$ 122,20	$ 2.557,22
2004	$ 628,32	$ 131,17	$ 2.828,51
2005	$ 627,95	$ 149,54	$ 2.877,43
2006	$ 624,78	$ 161,30	$ 3.823,61
2007	$ 660,14	$ 190,50	$ 4.772,10
2008	$ 922,17	$ 177,32	$ 4.442,87
2009	$ 934,35	$ 183,87	$ 5.398,17
2010	$ 899,67	$ 171,71	$ 3.648,38
2011	$ 1.022,04	$ 184,60	$ 4.396,05
2012	$ 1.104,26	$ 261,46	$ 3.730,99

Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες



Αν και έπεσαν από το 2007 έως το 2009, οι Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες παρουσιάζουν ραγδαία αύξηση τα τελευταία χρόνια. Οι εταιρείες φαίνεται περισσότερο να ρευστοποιούν τα περιουσιακά τους στοιχεία παρά να κάνουν νέες επενδύσεις. Γι'αυτό ίσως να έχουμε και παράλληλη αύξηση του ROA. Στα τελευταία 2 χρόνια πάντως που είναι μεγάλη η αύξηση, έχουμε και υψηλή τυπική απόκλιση. Αρα το εύρημα ισχύει μόνο για μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν τη δυνατότητα να ρευστοποιούν ευκολότερα το ενεργητικό τους.

CASH FLOW INVESTING	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 572,26	$ 88,67	$ 3.989,34
2004	$ 789,58	$ 108,90	$ 5.349,62
2005	$ 779,20	$ 112,95	$ 4.949,65
2006	$ 1.029,54	$ 136,86	$ 6.286,39
2007	$ 1.002,18	$ 150,75	$ 5.541,38
2008	$ 923,01	$ 133,63	$ 8.260,59
2009	$ 219,33	$ 69,67	$ 5.204,35
2010	$ 470,18	$ 98,24	$ 2.894,83
2011	$ 836,18	$ 137,90	$ 5.662,33
2012	$ 1.091,01	$ 209,38	$ 5.845,55

Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες



Σε όλα τα χρόνια ο διάμεσος των ταμειακών ροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες κινείται αρνητικά. Σαν διάμεσος ερμηνεύεται ότι οι περισσότερες εκ του συνόλου των επιχειρήσεων, αποπληρώνουν παρά εκταμιεύουν χρέος και για αυτό η τιμή της διαμέσου πέφτει σε αρνητική τιμή. Εδώ παρατηρούμε και το μέγεθος του μέσου όρου που ως προς το πρόσημό του, κινείται θετικά και γίνεται αρνητικό από το 2009 και μετά. Με το πέρας της κρίσης, τα κριτήρια χρηματοδότησης από τις τράπεζες έγιναν πολύ αυστηρά και οι ήδη χρεωμένες εταιρείες με δυσκολία αντλούν νέα ξένα κεφάλαια. Μετά το 2009 μάλιστα έγινε αυστηρότερη και η αξιολόγηση από τους Παγκόσμιους Οίκους Πιστοληπτικής Ικανότητας με πολλές κολοσσιέες εταιρείες να χαμηλώνουν βαθμίδες και να ξεθωριάζουν την πιστωτική τους φερεγγυότητα στην αγορά. Ετσι η ανάκαμψη των κερδών τα τελευταία τρία χρόνια παραπέμπεται στην αποπληρωμή παλαιών δανείων.

CASH FLOW FINANCING	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 62,59	$ - 13,66	$ 3.232,43
2004	$ 289,17	$ - 12,08	$ 5.251,90
2005	$ 201,90	$ - 10,18	$ 5.414,62
2006	$ 370,72	$ - 10,56	$ 7.762,53
2007	$ 397,32	$ - 8,12	$ 7.618,64
2008	$ 97,00	$ - 13,53	$ 7.086,13
2009	$ - 588,21	$ - 34,38	$ 7.239,95
2010	$ - 401,96	$ - 29,04	$ 3.747,35
2011	$ - 123,74	$ - 18,03	$ 5.214,46
2012	$ 24,75	$ - 20,48	$ 4.472,88

4.4 Οικονομετρική μελέτη

Στο παρακάτω μέρος της εργασίας θα εφαρμόσουμε οικονομετρικές μετρήσεις που να συνδέουν τις προβλέψεις των κερδών με λογιστικά και χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών. Θα μελετήσουμε την ύπαρξη πιθανής σχέσης των σφαλμάτων που έχουν οι προβλέψεις με διάφορα μεγέθη. Σκοπός μας είναι να προσδιορίσουμε αν οι αποκλίσεις των αναλυτών συσχετίζονται με τις επιδόσεις των εταιρειών εκφρασμένες σε συγκεκριμένους αριθμοδείκτες. Οι μετρήσεις μας θα βασιστούν αρχικά στο παρακάτω οικονομετρικό μοντέλο:

Forecast Error = α1 + β1 x LEVERAGE + β2 x LIQUIDITY + β3 x ROA + β4 lnMV

Η μελέτη έγινε σε 1748 εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Τα στοιχεία εξετάζονται σε ετήσια βάση από το 2003 έως και το 2012. Οι οικονομετρικές εκτιμήσεις έγιναν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και χρησιμοποιήθηκε το πακέτο οικονομετρικών εφαρμογών EVIEWS. Για πολλές εταιρείες και σε διάφορα έτη, δεν βρήκαμε ζητούμενες τιμές, μίας και οι εταιρείες είτε δεν ήταν ακόμα εισηγμένες, είτε δεν δημοσιεύθηκαν τα στοιχεία τους στις βάσεις δεδομένων.

Η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος ορίζεται ως Απόκλιση Πρόβλεψης (Forecast Error) και εκφράζεται ως η διαφορά της πρόβλεψης που έγινε για τα κέρδη ανά μετοχή σε ορίζοντα ενός έτους (FY1) με τα αντίστοιχα πραγματοποιηθέντα, ως ποσοστό διαιρούμενο με τα πραγματοποιηθέντα.

Οι εξαρτημένες μεταβλητές αποτελούνται από μία σειρά αριθμοδεικτών προερχόμενων από τους ισολογισμούς των εταιρειών. Τα στοιχεία συλλέχτηκαν από τις βάσεις δεδομένων I/B/E/S και Datastream. Οι εξαρτημένες μεταβλητές αναλύονται ως εξής:

LEVERAGE: Είναι ο λόγος Total Debt / Total Assets και εκφράζει τη χρηματοοικονομική μόχλευση μίας εταιρείας. Είναι η αναλογία χρέους με τα περιουσιακά στοιχεία. Αποτελεί αριθμοδείκτη που αποτυπώνει την επιβάρυνση ξένων κεφαλαίων σε μία εταιρεία και είναι από τους δείκτες που αξιολογούν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της. Μεγάλες τιμές του δείκτη σημαίνουν αυξημένη πιθανότητα εξανεμίσεως του ενεργητικού από ζημιές λόγω μη εξυπηρετούμενων υποχρεώσεων.

LIQUIDITY Είναι Ο λόγος Cash and Cash Equivalents / Current Liabilities. Αποτελεί δείκτη ρευστότητας και αναλύει την ικανότητα των εταιρειών να διεκπεραιώνουν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις άμεσα με τα ταμειακά τους διαθέσιμα, χωρίς να απαιτείται χρονοβόρα και αμφίβολη ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων.

ROA Είναι η αποδοτικότητα του Ενεργητικού. Ποσοτικοποιεί την ικανότητα μίας εταιρείας να αξιοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία με τέτοιο τρόπο ώστε να παράγει κέρδη.

lnMV Είναι η διαχρονική αγοραία αξία των εταιρειών σε λογαριθμική μορφή. Υπολογίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των μετοχών επί την αγοραία τιμή τους στο τέλος του έτους.

Dependent Variable: FORECAST_ERROR
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 9882
Included observations: 9882 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	2.655286	0.534277	4.969863	0.0000
LIQUIDITY	-0.222283	0.013333	-16.67134	0.0000
LN_MARKET_VALUE	0.116828	0.026977	4.330695	0.0000
ROA__ACTUAL_VALUE	-9.59E-05	0.000758	-0.126535	0.8993
C	-3.248887	0.750236	-4.330489	0.0000

R-squared	0.046902	Mean dependent var	0.072108
Adjusted R-squared	0.046516	S.D. dependent var	1.489665
S.E. of regression	1.454606	Akaike info criterion	3.587854
Sum squared resid	20898.55	Schwarz criterion	3.591496
Log likelihood	-17722.58	Hannan-Quinn criter.	3.589087
F-statistic	121.5113	Durbin-Watson stat	1.142964
Prob(F-statistic)	0.000000		

Από τον παραπάνω πίνακα οι τιμές που παίρνει η εξίσωσή μας θα είναι οι εξής:

FE = -3,25 + 2,65 x LEVERAGE -0,22 x LIQUIDITY - 0,00001 x ROA + 0,11 lnMV

(-4,33) (4,97) (-16,67) (-0,12) (4,33)

Ερμηνεύοντας τα πρόσημα της παλινδρόμησης συμπεραίνουμε ότι η απόκλιση πρόβλεψης έχει θετική σχέση με την μόχλευση. Οσο αυξάνεται η σχέση χρέους με ενεργητικό, αυξάνει και η αδυναμία των αναλυτών να προβλέψουν εύστοχα τα κέρδη των εταιρειών. Μεγάλες αυξομειώσεις στην αναλογία ενεργητικού και παθητικού μπορεί να είναι ένδειξη ταχείας ανάπτυξης των επιχειρήσεων και διαφοροποιούν καθολικά τη λογιστική δομή των εταιρειών. Οι εξωτερικοί αναλυτές αδυνατούν να την παρακολουθήσουν ολοκληρωτικά και έτσι προκαλούνται αστοχίες στις προβλέψεις τους. Εδώ ίσως αποτυπώνεται η ασυμμετρία πληροφόρησης που έχουμε αναφέρει. Οι αναλυτές δεν έχουν ισοδύναμη πρόσβαση στην πληροφορία, αγνοούν ζητήματα που έχουν να κάνουν με τα επενδυτικά σχέδια των εταιρειών ή με τις λειτουργικές ανάγκες για δανεισμό ξένων κεφαλαίων και αποτυγχάνουν να επαληθεύσουν τις προσδοκίες όταν ο δανεισμός αυξάνει λόγω αυξημένης αβεβαιότητας. Επίσης με την αύξηση του δανεισμού υπάρχει μία επιπλέον παράμετρος. Πολλές φορές, οι διοικούντες μία εταιρεία αντλούν κεφάλαια για επενδυτικούς σκοπούς διαφορετικούς από αυτούς που δηλώνουν στο πιστωτικό ίδρυμα κατά την αίτηση χορήγησης δανείου (ασυμμετρία πληροφόρησης στον πιστωτή). Πρόκειται για επενδύσεις υψηλότερης απόδοσης αλλά και μεγαλύτερου κινδύνου. Είτε επιτυγχάνονται οι υπεραποδόσεις είτε αποτυγχάνουν, οι αυξομειώσεις είναι πέρα από την προβλεπτική ικανότητα των εξωτερικών αναλυτών.

Οριακά αρνητική σχέση παρατηρούμε στη σύνδεση των αποκλίσεων πρόβλεψης με τη ρευστότητα. Οσο μεγαλύτερη φερεγγυότητα έχουν οι εταιρείες, τόσο πιο αξιόπιστη είναι η εικόνα που απορρέουν στην αγορά, οι αναλυτές έχουν ευκρινή εικόνα και οι προβλέψεις τους συγκλίνουν με τα πραγματοποιηθέντα κέρδη .

Οι μεταβολές στην αποδοτικότητα του ενεργητικού δεν έχουν επεξηγηματική ικανότητα στο μέγεθος των αποκλίσεων. Οριακά θετική σχέση υφίσταται με την αγοραία αξία των επιχειρήσεων. Οσο μεγενθύνονται οι επιχειρήσεις, τα σφάλματα προβλέψεων είναι μεγαλύτερα. Η αυτοσυσχέτηση των παρατηρέων μέσω του μοντέλου Durbin Watson είναι θετικής μορφής

Η ερμηνευτική ικανότητα της εξίσωσης συνολικά, είναι χαμηλή και μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η πορεία των αποκλίσεων στις προβλέψεις δεν ποσοτικοποιείται μόνο από λογιστικά μεγέθη. Είναι σύμπλεγμα αρκετών ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών, ιδιαίτερα μάλιστα όταν η δραστηριότητα της αγοράς γίνεται σε ένα αβέβαιο και νευρικό περιβάλλον υπό το πρίσμα της οικονομικής ύφεσης στην τελευταία δεκαετία.

Σε άλλο οικονομετρικό μοντέλο θα χρησιμοποιήσουμε την απόδοση των μετοχών σαν εξαρτημένη μεταβλητή, για να ελέγξουμε οικονομετρική σχέση με τον αριθμοδείκτη των προβλέψεων στα Κέρδη ανά Μετοχή προς τα πραγματοποιηθέντα. Σαν απόδοση μετοχών έχουμε συλλέξει τις μεταβολές στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών του NYSE για διάστημα 6 μηνών κάθε έτους ξεκινώντας από την 01/04/200X έως 30/09/200X για τα έτη από 2003 έως 2012. Η λογική είναι να συνδέσουμε τις αποδόσεις των μετοχών με τις αντιδράσεις της αγοράς μετά τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων που γίνεται έως τέλη Μαρτίου, όταν και αξιολογούνται οι προβλέψεις που έγιναν από τους αναλυτές. Μεγάλες τιμές του δείκτη Προβλέψεις / Πραγματοποιηθέντα σημαίνουν ότι οι αναλυτές υπεραισιοδοξούσαν σε σχέση με την πραγματικότητα, μικρές τιμές (<1) δηλώνουν υποτίμηση των κερδών ενώ ιδανικές είναι οι τιμές γύρω από τη μονάδα που ταυτοποιούν επιτυχία των προβλέψεων.

RETURN = C + X1 * (FORECASTED EPS / ACTUAL EPS)

Dependent Variable: RETURN
Method: Least Squares
Date: 06/28/13 Time: 00:51
Sample (adjusted): 1 12494
Included observations: 9752 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FORECASTED_EPS__ACTUAL_E	-0.002144	0.000322	-6.650321	0.0000
C	0.048965	0.002427	20.17727	0.0000

R-squared	0.004516	Mean dependent var	0.046444
Adjusted R-squared	0.004413	S.D. dependent var	0.237228
S.E. of regression	0.236704	Akaike info criterion	-0.043807
Sum squared resid	546.2808	Schwarz criterion	-0.042334
Log likelihood	215.6044	Hannan-Quinn criter.	-0.043308
F-statistic	44.22677	Durbin-Watson stat	1.579726
Prob(F-statistic)	0.000000		

Η εξίσωση παίρνει τη μορφή:

Rt = 0,05 - 0,002 * (FORECASTED EPS / ACTUAL EPS)

(20,17) (-6,65)

Έστω και σε μικρό βαθμό, υπάρχει αρνητική σχέση στα δύο μεγέθη. Τις προβλέψεις των εξωτερικών αναλυτών η αγορά τις εκλαμβάνει πολλές φορές ώς διατύπωση προσδοκιών και μελλοντικών στόχων. Οταν οι αναλυτές υπεραισιοδοξούν και επαληθεύεται η αστοχία τους, η αγορά αντιδρά αρνητικά, θεωρώντας ότι οι εταιρείες δεν ανταποκρίθηκαν στις δυνητικές τους δυνατότητες. Ετσι τις "τιμωρεί" στους χρηματιστηριακούς πίνακες και οι αποδόσεις πέφτουν. Βέβαια η πορεία των αποδόσεων των μετοχών στα χρηματιστήρια είναι ένας πολύπλοκος γρίφος που θα χρειαζόταν αρκετές μεταβλητές για να ερμηνευτεί ικανοποιητικά στο σύνολό του.

Διαφοροποιούμε την εξαρτημένη μεταβλητή μας για να την κάνουμε Forecast Error, αφαιρώντας στον αριθμητή τα πραγματοποιηθέντα από τα προβλεπόμενα και δοκιμάζουμε το μοντέλο:

Rt = C + X1 * (FORECAST ERROR)

Dependent Variable: RETURN
Method: Least Squares
Date: 07/12/13 Time: 12:17
Sample (adjusted): 1 11959
Included observations: 9278 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FORECAST_ERROR	0.001505	0.001364	1.103588	0.2698
C	0.050267	0.002485	20.23008	0.0000

R-squared	0.000131	Mean dependent var	0.050379
Adjusted R-squared	0.000023	S.D. dependent var	0.239144
S.E. of regression	0.239141	Akaike info criterion	-0.023313
Sum squared resid	530.4789	Schwarz criterion	-0.021775
Log likelihood	110.1488	Hannan-Quinn criter.	-0.022790
F-statistic	1.217906	Durbin-Watson stat	1.580419
Prob(F-statistic)	0.269801		

Εδώ η σχέση αλλάζει πρόσημο και γίνεται οριακά θετική. Οσο μεγαλώνει η απόκλιση πρόβλεψης, σε έναν μικρό βαθμό αυξάνει και η απόδοση των μετοχών. Θα ερμηνεύαμε πως μέρος της αγοράς αναγνωρίζει τις αισιόδοξες προσδοκίες των αναλυτών σαν μακροπρόθεσμη ένδειξη, θεωρεί πως οι εταιρείες είναι υποτιμημένες και θα αποδόσουν μελλοντικά.

Σε επόμενο μοντέλο συσχετίζουμε τις αποδόσεις μετοχών με τον δείκτη ACTUAL EARNINGS / TOTAL ASSETS. Θέλουμε να παρατηρήσουμε πως αντιδρά η αγορά μετά την ανακοίνωση των κερδών της εταιρείας με έναν αριθμοδείκτη που ερμηνεύει τα κέρδη σαν ποσοστό του Ενεργητικού. Σε αρνητικές τιμές του δείκτη εμφανίζονται οι ζημιογόνες εταιρείες.

Rt = C + X1 * (ACTUAL EARNINGS / TOTAL ASSETS)

Dependent Variable: RETURN
Method: Least Squares
Date: 07/12/13 Time: 12:31
Sample (adjusted): 1 12625
Included observations: 9859 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ACTUAL_EARNINGS_TOTAL_A S	-0.000227	0.000450	-0.504185	0.6141
C	0.045151	0.002393	18.86729	0.0000

R-squared	0.000026	Mean dependent var	0.045122
Adjusted R-squared	-0.000076	S.D. dependent var	0.237540
S.E. of regression	0.237549	Akaike info criterion	-0.036687
Sum squared resid	556.2236	Schwarz criterion	-0.035227
Log likelihood	182.8481	Hannan-Quinn criter.	-0.036192
F-statistic	0.254203	Durbin-Watson stat	1.570755
Prob(F-statistic)	0.614143		

Το μοντέλο, μας δίνει οριακά αρνητική σχέση. Οσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη που ανακοινώνονται σε σχέση με το Ενεργητικό, οι αποδόσεις των μετοχών πέφτουν. Η αγορά επιρρεάζεται από το φαινόμενο της προσαρμογής και της κυκλικότητας των κερδών (Palepu, Healy, Peak 2008). Αν μία εταιρεία είχε πολύ αυξημένα κέρδη στη χρονιά που πέρασε, αναμένεται πως την επόμενη χρονιά θα προσαρμοστεί στα δεδομένα της αγοράς. Οι αποδόσεις των μετοχών προεξοφλούν αυτή την τάση και δείχνουν πτωτική πορεία.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στο παρακάτω παράρτημα παραθέτουμε επιπρόσθετα στατιστικά χαρακτηριστικά για λογιστικά μεγέθη ισολογισμού των εταιρειών του δείκτη NYSE για την περίοδο 2003-2012.

ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ποσά σε εκατ.

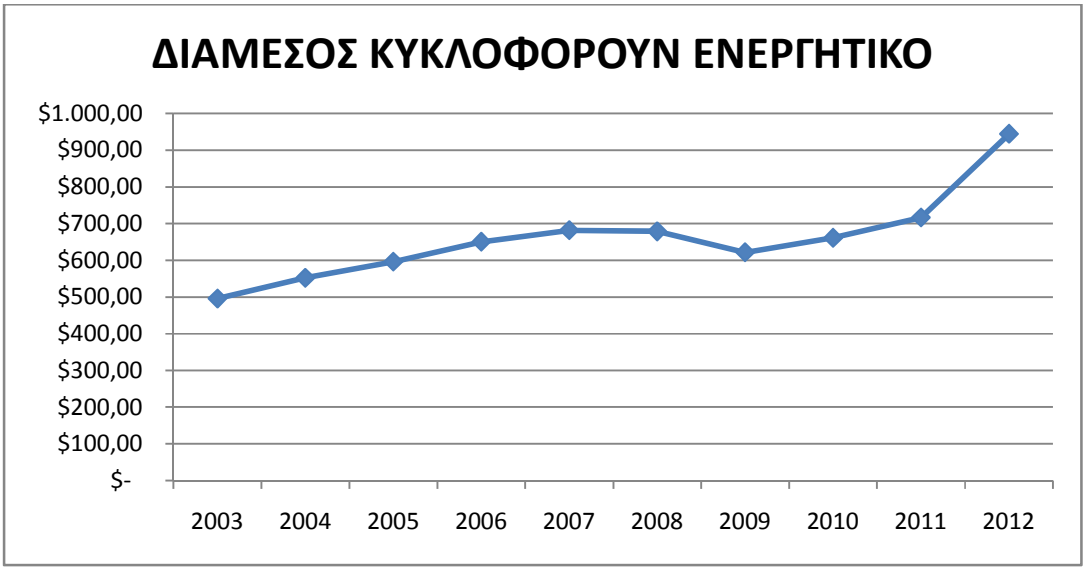


Το ενεργητικό των εταιρειών παρουσίαζε ανωδική τάση μέχρι το 2007, ακολούθησε μικρή πτωση έως και το 2009 με μεγάλη αύξηση μετέπειτα που έφτασε σε υψηλότατα επίπεδα το 2012.

TOTAL ASSETS	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 12.715,67	$ 1.707,54	$ 62.365,31
2004	$ 14.460,40	$ 1.869,74	$ 77.185,78
2005	$ 15.163,77	$ 2.036,68	$ 81.183,99
2006	$ 16.886,57	$ 2.269,91	$ 93.982,81
2007	$ 18.046,61	$ 2.540,26	$ 104.809,13
2008	$ 17.552,58	$ 2.458,64	$ 106.930,93
2009	$ 17.476,98	$ 2.321,03	$ 106.828,69
2010	$ 17.858,48	$ 2.501,04	$ 108.204,51
2011	$ 18.288,92	$ 2.702,27	$ 106.827,00
2012	$ 22.368,23	$ 3.476,08	$ 120.550,22

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Ποσά σε εκατ.

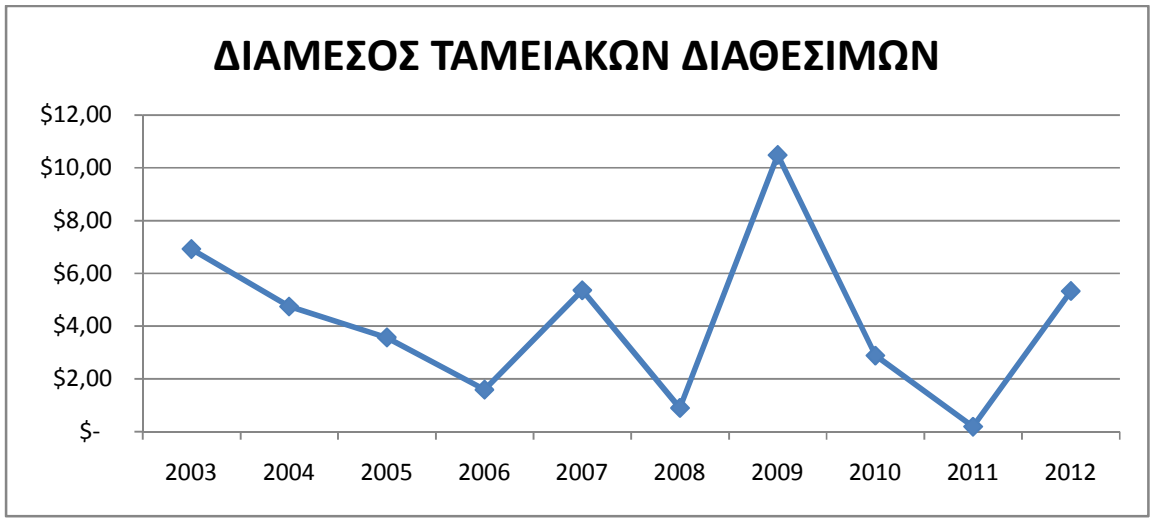


Αναλύοντας επιμέρους το ενεργητικό, παρατηρούμε παρόμοια πορεία στα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

TOTAL CURRENT ASSETS	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 2.189,61	$ 495,84	$ 10.064,30
2004	$ 2.490,88	$ 552,36	$ 11.358,57
2005	$ 2.507,18	$ 596,30	$ 9.952,81
2006	$ 2.582,99	$ 650,36	$ 9.771,17
2007	$ 2.643,54	$ 681,95	$ 8.908,09
2008	$ 2.531,19	$ 678,89	$ 8.094,51
2009	$ 2.449,23	$ 621,89	$ 7.707,78
2010	$ 2.563,32	$ 661,00	$ 7.741,39
2011	$ 2.704,41	$ 716,50	$ 8.217,90
2012	$ 3.302,19	$ 944,05	$ 9.255,26

ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

Ποσά σε εκατ.



Τα ταμειακά διαθέσιμα παρατηρούμε πως έχουν αντίστροφη πορεία με όσα είδαμε μέχρι τώρα, παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις ανα έτος. Τα πρώτα χρόνια κινούνται πτωτικά. Οι εταιρείες έχουν την πεποίθηση ότι τα περιουσιακά στοιχεία και οι απαιτήσεις τους ρευστοποιούνται εύκολα και νιώθουν ασφάλεια. Ομως το 2009 φθάνουν στο υψηλότερο επίπεδο, ίσως επειδή λόγω κρίσης γίνονται συντηρητικές και διακρατούν χρηματικά διαθέσιμα για να παρουσιάσουν υψηλούς δείκτες ρευστότητας και να αντισταθμίσουν τους κινδύνους που παράγωνται από το περιβάλλον αβεβαιότητας. Από τον πίνακα του μέσου όρου βλέπουμε πως σε εξίσου υψηλά επίπεδα ήταν τα χρηματικά διαθέσιμα και το 2008. Πάντως αντιπαρατείθεται ότι το 2009, η τυπική απόκλιση ανάμεσα στα διαθέσιμα των εταιρειών ήταν ιδιαίτερα υψηλή, δηλαδή είχαμε μεγάλη διαφοροποίηση από εταιρεία σε εταιρεία.

CASH AND CASH EQUIVALENTS	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 92,89	$ 6,92	$ 855,27
2004	$ 83,89	$ 4,74	$ 678,52
2005	$ 61,35	$ 3,57	$ 687,82
2006	$ 5,30	$ 1,59	$ 606,46
2007	$ 88,61	$ 5,36	$ 718,76
2008	$ 141,28	$ 0,90	$ 1.791,73
2009	$ 132,06	$ 10,48	$ 2.794,02
2010	$ 24,33	$ 2,88	$ 925,15
2011	$ 58,09	$ 0,19	$ 1.109,96
2012	$ 46,63	$ 5,33	$ 982,19

ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

Ποσά σε εκατ.

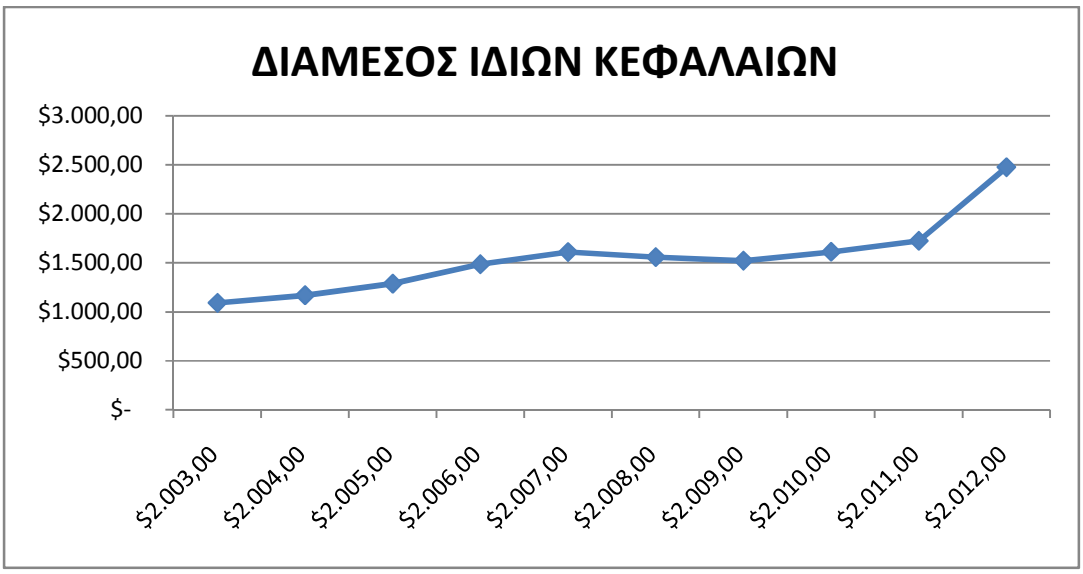


Οι απαιτήσεις έχουν αυξητική τάση τα πρώτα χρόνια με μικρό ρυθμό αύξησης. Μειώνονται το 2008 και το 2009. Σε περιόδους χρηματοπιστωτικής κρίσης, η πιστοληπτική ικανότητα της αγοράς μειώνεται και οι εταιρείες κάνουν αυστηρότερους τους όρους πίστωσης στις εμπορικές τους συναλλαγές. Ορισμένες μάλιστα εταιρείες δέχονται συναλλαγές μόνο μετρητοίς και αυτός είναι ένας λόγος που βλέπουμε και αντίστοιχη μείωση στις συνολικές πωλήσεις. Η αγορά ανακάμπτει από το 2010 και αντίστοιχα επανέρχεται η πιστωτική διευκόλυνση στις εμπορικές συναλλαγές.

TOTAL RECEIVABLES	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 910,19	$ 131,30	$ 6.425,35
2004	$ 1.030,52	$ 146,85	$ 7.419,75
2005	$ 1.056,34	$ 158,82	$ 6.949,71
2006	$ 1.133,85	$ 174,57	$ 7.218,30
2007	$ 1.195,29	$ 191,49	$ 6.960,76
2008	$ 999,21	$ 186,00	$ 4.835,51
2009	$ 855,03	$ 155,52	$ 3.464,42
2010	$ 904,18	$ 166,69	$ 3.732,46
2011	$ 951,11	$ 175,95	$ 3.720,10
2012	$ 1.248,33	$ 256,24	$ 4.611,99

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ποσά σε εκατ.

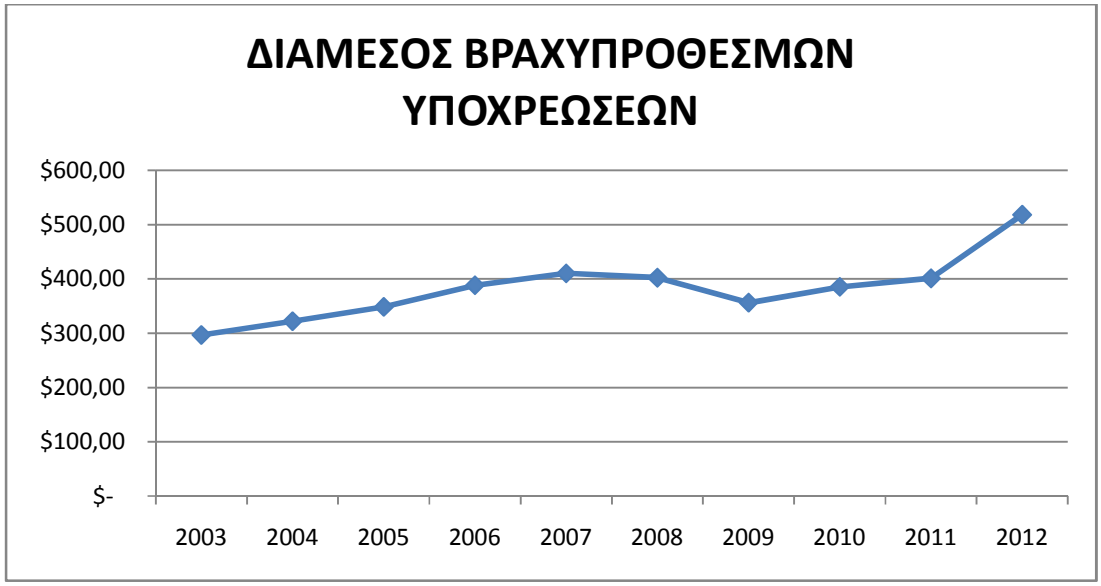


Η Καθαρή Θέση έχει μία γενική σταθερότητα. Στη διετία της νευρικότητας ελέω κρίσης 2007-2009 έγινε δυσκολότερη η χρηματοδότηση από ξένα κεφάλαια και οι εταιρείες ενίσχυαν τις δραστηριότητες τους με χρησιμοποίηση των Ιδίων Κεφάλαιων που μπορεί είτε να είναι αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε χρησιμοποίηση συσσωρευμένων αποθεματικών. Για το λόγο αυτό έχουμε μεγάλη τυπική απόκλιση των Ιδίων Κεφαλαίων σε αυτά τα χρόνια ανάμεσα στις εταιρείες.

TOTAL CAPITAL	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 4.577,46	$ 1.089,76	$ 14.902,54
2004	$ 5.153,77	$ 1.167,19	$ 18.242,04
2005	$ 5.478,08	$ 1.286,50	$ 20.823,60
2006	$ 6.267,97	$ 1.483,52	$ 22.608,11
2007	$ 6.799,25	$ 1.609,45	$ 25.991,95
2008	$ 6.760,14	$ 1.556,73	$ 28.610,03
2009	$ 6.997,27	$ 1.520,98	$ 30.155,90
2010	$ 7.200,81	$ 1.610,45	$ 29.896,73
2011	$ 7.263,59	$ 1.722,64	$ 27.550,02
2012	$ 9.525,82	$ 2.475,28	$ 31.518,50

ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ

Ποσά σε εκατ.

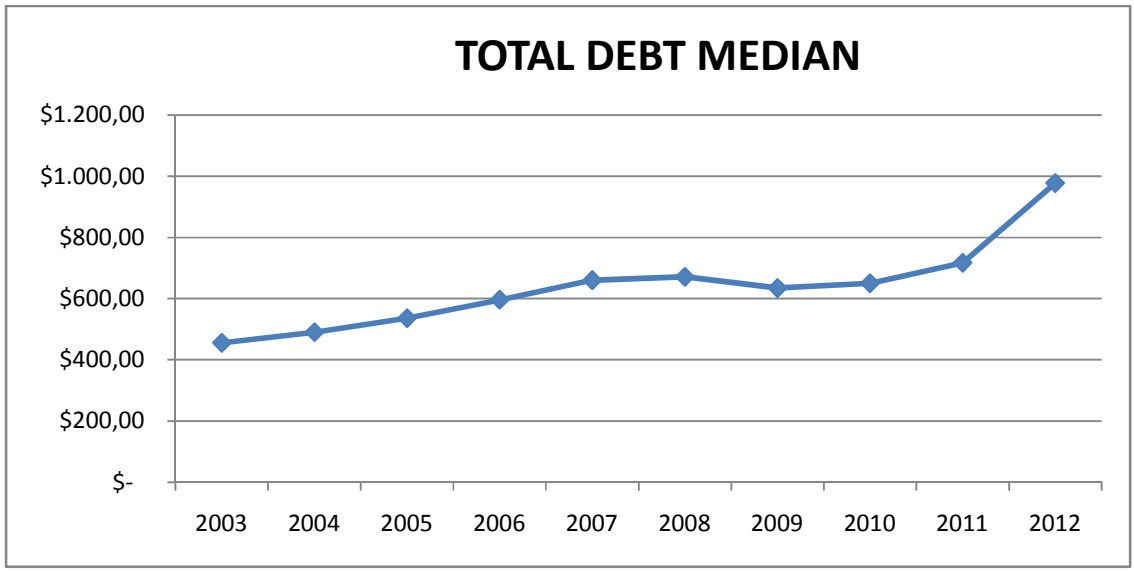


Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μειώνονται μόνο το 2009. Εδώ ο επιρρεασμός της πιστωτικής πολιτικής που συνδιάσαμε παραπάνω με την χρηματοπιστωτική κρίση έχει να κάνει με τους προμηθευτές. Επίσης, σε συμφωνία και με τις ταμειακές ροές που είδαμε νωρίτερα, οι εταιρείες περισσότερο αποπληρώνουν χρέους παρά δανειοδοτούνται εκ νέου.

TOTAL CURRENT LIABILITIES	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 1.663,71	$ 296,93	$ 7.816,78
2004	$ 1.828,18	$ 322,15	$ 8.814,08
2005	$ 1.917,95	$ 348,42	$ 8.507,74
2006	$ 2.023,42	$ 388,43	$ 8.956,35
2007	$ 2.108,20	$ 410,33	$ 9.405,56
2008	$ 2.049,58	$ 402,33	$ 9.201,55
2009	$ 1.782,29	$ 356,33	$ 7.129,68
2010	$ 1.839,96	$ 385,49	$ 6.712,58
2011	$ 1.986,52	$ 401,18	$ 7.414,85
2012	$ 2.379,13	$ 518,53	$ 7.485,27

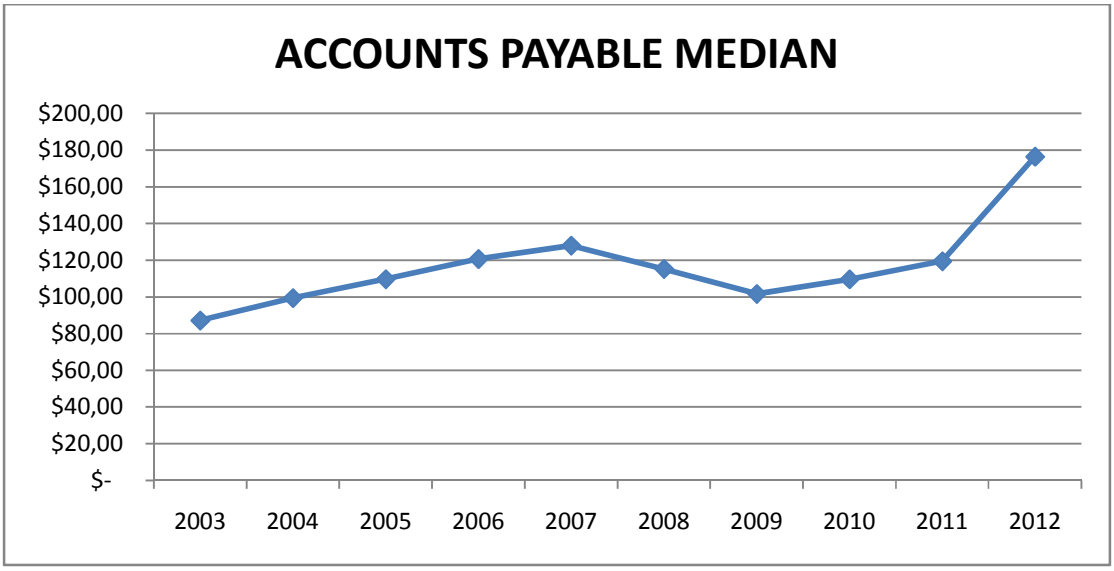
ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ποσά σε εκατ.



Το μέγεθος του χρέους αυξάνεται σταδιακά από το 2003 έως το 2008 που η οικονομία είναι σε στάδιο ανάπτυξης και οι εταιρείες επενδύουν και μεγενθύνουν τις δραστηριοτητες τους επιλέγοντας έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία. Υπάρχει πτώση τα χρόνια της οικονομικής κρίσης στην Αμερική, αφού έγινε δυσμενής η χρηματοδότηση από τραπεζικούς οργανισμούς.

TOTAL DEBT	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	$ 3.260,87	$ 455,17	$ 19.338,80
2004	$ 3.646,12	$ 490,18	$ 23.340,29
2005	$ 3.985,88	$ 535,81	$ 26.814,63
2006	$ 4.643,22	$ 596,00	$ 32.606,56
2007	$ 5.148,23	$ 660,10	$ 36.843,48
2008	$ 5.180,69	$ 670,88	$ 35.975,24
2009	$ 4.833,00	$ 634,39	$ 35.173,48
2010	$ 4.708,23	$ 650,20	$ 34.558,07
2011	$ 4.577,41	$ 717,04	$ 30.448,77
2012	$ 5.430,63	$ 977,75	$ 31.879,56



Οι λογαριασμοί πληρωτέοι αυξάνονται τα πρώτα χρόνια που οι εταιρείες διαθέτουν δυναμική στις πωλήσεις τους για να εμπορεύονται υψηλή πίστωση στις μεταξύ τους συναλλαγές. Το σκηνικό ανατρέπεται τη διετία 2007-2009 που υπάρχει έλλειωη εμπιστοσύνης και οι συναλλαγές γίνονται με μικρότερη έως και μηδενική πίστωση.

ACCOUNTS PAYABLE	ACTUAL AVERAGE	ACTUAL MEDIAN	ACTUAL ST_DEV
2003	466,76	87,19	1.465,98
2004	524,80	99,47	1.679,46
2005	558,92	109,72	1.754,02
2006	608,76	120,74	1.979,12
2007	650,54	128,04	2.114,46
2008	588,12	115,30	1.862,18
2009	568,79	101,68	1.983,56
2010	612,03	109,61	2.182,50
2011	666,10	119,49	2.380,43
2012	886,82	176,40	2.845,61

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Μονογραφίες – Βιβλία

1. Andrew Lo & MacKinlay (1999) A Non-Random Walk Down Wall Street (Princeton University Press)
2. K Laudon and J. Laudon (2007) Management Information Systems
3. Palepu, Healy, Peek 2010 Business analysis and valuation IFRS Edition
4. Σπύρου (2003) Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου (Εκδόσεις Μπένου) Αθήνα 2003

Αρθρογραφία

1. Abarbanell and Lehavy (1999) Biased Forecasts or Biased Earnings?
2. Accounting and Finance Assotiation of Australia (2002), How do analysts forecast earnings
3. Andreas Dische (2001) Dispersion in Analyst Forecasts and the Profitability of Earnings Momentum Strategies
4. Barry and Jennings (1992) Information and diversity of analyst opinion
5. Bernhardt, Campello (2002) The Dynamics of Earnings Forecast Management
6. Bradshaw (2011) Analysts' Forecasts What Do We Know After Decades of Work?
7. Chang, Khanna, Palepu (2000) Analyst activity around the world
8. Clark, Shastri (2001) On information assymetry metrics
9. Cooper, Day, Lewis (1999) Following the leader
10. Friesen, Weller (2006) Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts
11. Halov (2006) Dynamics of asymmetric information
12. Karamanou (2001) Is Analyst Optimism Intentional? Additional Evidence on the Existence of Reporting and Selection Bias in Analyst Earnings Forecasts
13. Liang (2003) Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants Information processing biases
14. Lim (2001) Rationality and analyst forecast bias

15. Matolcsy and Wyatt (2007) The Association between Technological Conditions and the Market Value of Equity

16. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer corporate ownership around the world

17. Stephen Ciccone (2001) Analyst Forecast Properties, Financial Distress, and Business Risk

18. Trueman (1994) Analysts forecasts and herding behavior

19. Zhang (2006) Information Uncertainty and Analyst Forecast Behavior

Διαδικτυακοί τόποι

1 http://www.wikipedia.org/

2 http://www.investopedia.com/

3 http://www.bloomberg.com/

4. http://finance.yahoo.com/