ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΣΕ SEEKING BUYER ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

ΝΤΟΥΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Ιανουάριος,2020 }



Εγκρίνουμε την εργασία του

ΝΤΟΥΝΗ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ

……

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ

……

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΤΖΟΒΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

……

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ

……

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]	**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
ΝΤΟΥΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ	
.....	**.....**



Περιεχόμενα

1 Περίληψη 5

2 Εισαγωγή 7

3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ 13

3.1 Χειραγώγηση Κερδών (Earnings Management) 13

3.1.1 Λογιστική σε Δεδουλευμένη Βάση και Χειραγώγηση Κερδών (Accrual-based earnings management) 19

3.1.2 Χειραγώγηση Κερδών Μέσω των Πραγματικών Δραστηριοτήτων (Real earnings management) 21

3.2 Χειραγώγηση των Κερδών (Earnings Management), Συγχωνεύσεις και Εξαγορές 24

3.2.1 Χειραγώγηση Κερδών και Συγχωνεύσεις-Εξαγορές σε Επίπεδο Χωρών 29

3.3 Προβλέψεις (Forecasting) 32

3.3.1 Προβλέψεις Διοίκησης 34

3.3.2 Προβλέψεις Αναλυτών 38

3.3.3 Αλληλεπιδράσεις Προβλέψεων μεταξύ Αναλυτών και Διοίκησης 40

4 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 43

4.1 Υποθέσεις Έρευνας 43

4.2 Δεδομένα Διπλωματικής Εργασίας 45

4.3 Μεθοδολογία Εμπειρικής Έρευνας 49

4.3.1 Υποδείγματα Χειραγώγησης των Κερδών 49

4.3.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer» 51

5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ 55

5.1 Περιγραφικά Στατιστικά 55

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5.1.1 Φαινόμενο Χειραγώγησης των Κερδών 55
5.1.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer» 57
5.2 Παρουσίαση και Ερμηνεία των Αποτελεσμάτων της Έρευνας 61
5.2.1 Φαινόμενο Χειραγώγησης των Κερδών 61
5.2.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer» 67
6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ 69
6.1 Ανάλυση Εμπειρικών Ευρημάτων 69
6.2 Περιορισμοί και Μελλοντική Έρευνα 72
7 Αρθρογραφία-Βιβλιογραφία 73
8 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 79

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1 Περίληψη

Ο σκοπός της τρέχουσας ερευνητικής μελέτης επικεντρώνεται στην διερεύνηση της επίδρασης δύο πηγών πληροφόρησης στην λήψη αποφάσεων από την σκοπιά των εταιρειών εύρεσης μελλοντικών αγοραστών «Seeking Buyer». Οι πηγές πληροφόρησης που αναλύονται αφορούν τις οικονομικές καταστάσεις καθώς και τις προβλέψεις των αναλυτών. Η τρέχουσα μελέτη αναλύει τόσο τα φαινόμενα χειραγώγησης των κερδών όσο και τις προβλέψεις των αναλυτών στις ευρωπαϊκές «Seeking Buyer» εταιρίες για τα έτη 2000-2018. Με βάση προηγούμενες μελέτες, εξετάσαμε την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων μέσα από την μέτρηση διαφόρων παραδοσιακών υποδειγμάτων που σχετίζονται με το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών. Διαπιστώσαμε ότι οι «Seeking Buyer» εταιρείες δεν προβαίνουν σε φαινόμενα αλλοίωσης των αποτελεσμάτων. Η συμπεριφορά αυτή των εταιρειών μπορεί να ερμηνευτεί από διάφορες εναλλακτικές εξηγήσεις. Από την άλλη πλευρά σημαντική είναι και η εξέταση των προβλέψεων των αναλυτών. Στην παρούσα εργασία, οι αναλυτές ομαδοποιήθηκαν σε δύο ξεχωριστές κατηγορίες ανάλογα με την κατεύθυνση των εκτιμήσεων τους. Πιο συγκεκριμένα, η μια κατηγορία αποτελούνταν από τους αισιόδοξους αναλυτές και η άλλη από τους απαισιόδοξους. Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης έδειξαν ότι οι αναλυτές των εταιρειών «Seeking Buyer» τείνουν να είναι κατά ένα μεγάλο ποσοστό αισιόδοξοι. Επιπροσθέτως, διαπιστώθηκε ότι οι αναλυτές ανεξαρτήτως κατευθύνσεως τείνουν να μην είναι ακριβείς στην διαμόρφωση των εκτιμήσεων τους λαμβάνοντας υπόψη τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη.

Λέξεις Κλειδιά: Χειραγώγηση κερδών, τεχνικές χειραγώγησης κερδών, προβλέψεις αναλυτών, συγχωνεύσεις και εξαγορές, seeking buyer

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2 Εισαγωγή

Κατά καιρούς οι διάφορες εθνικές παραδόσεις και εμπειρίες οδήγησαν στην ανάπτυξη διαφορετικών λογιστικών μοντέλων και πρακτικών. Το γεγονός όμως ότι ζούμε σε μια εποχή ραγδαίων εξελίξεων τόσο στον κοινωνικό-οικονομικό όσο και στον τεχνολογικό τομέα οι πιέσεις στο παγκόσμιο περιβάλλον έθεσαν την ανάγκη υψηλής ποιότητας πληροφόρηση σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων. Οι οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες καταρτίζονται από τις εταιρείες σύμφωνα με τα εκάστοτε λογιστικά πρότυπα, διαδραματίζουν ένα από τα πιο βασικά εργαλεία πληροφόρησης των διαφόρων ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης (επενδυτές, πιστωτές).

Τα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων, τα οποία επιβαρύνονται με την ευθύνη της κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων, διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση από τους εξωτερικούς χρήστες σχετικά με την πραγματική οικονομική θέση της εταιρείας καθώς και για τις αξίες των επενδυτικών ευκαιριών που παρουσιάζονται. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται μια ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ των στελεχών της επιχείρησης και λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Συνεπώς, αποκτά ιδιαίτερη σημασία η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων καθώς και η εξέταση των παραγόντων που την επηρεάζουν. Διαπιστώνεται στην διεθνή βιβλιογραφία ότι υπάρχουν διάφορα υποδείγματα τα οποία μπορούν να απομονώσουν την διακριτική ευχέρεια των στελεχών στην χειραγώγηση των αποτελεσμάτων (Jones, 1991; Leuz et al., 2003).

Ένα από τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη των επιχειρήσεων αποτελούν οι διάφοροι επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να προβούν σε πράξεις εξαγοράς διαφόρων εταιρειών στόχου (target firms). Οι επιχειρήσεις-στόχος, παρατηρείται συχνά σε διάφορες πράξεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, ότι δεν αποτελούν τους εκκινητές των διαπραγματεύσεων, με αποτέλεσμα να μην διαθέτουν το χρόνο να παραποιήσουν τα αποτελέσματα στις οικονομικές τους καταστάσεις. Επομένως ενδιαφέρον αποτελεί η εξέταση του φαινομένου της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων σε εταιρείες, οι οποίες εκφράζουν δημόσια την πρόθεση τους για αναζήτηση υποψήφιου μελλοντικού αγοραστή «Seeking Buyer». Πρόκειται για εταιρείες που βρίσκονται σε διαδικασία αναθεώρησης των στρατηγικών τους αποφάσεων με απώτερο σκοπό την καλύτερη εκμετάλλευση των περιουσιακών τους στοιχείων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι απόψεις σχετικά με την χειραγώγηση των αποτελεσμάτων από τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις διίστανται. Από την μια πλευρά πολλές φορές οι επενδυτές θεωρούν ότι τα τρέχοντα κέρδη σηματοδοτούν μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας-στόχος και επομένως από αυτήν την άποψη οι εταιρείες θα προσπαθήσουν να βελτιώσουν τα αποτελέσματα τους με οποιονδήποτε τρόπο. Από την άλλη πλευρά, όταν οι επιχειρήσεις δεν επιθυμούν να θέσουν σε κίνδυνο μια ενδεχόμενη εξαγορά ή συγχώνευση, θα εμφανίσουν τα λογιστικά αποτελέσματα σύμφωνα με τις εκάστοτε ορθές λογιστικές πολιτικές και εκτιμήσεις, ανεξαρτήτως ενδεχομένου κόστους που μπορεί να προκύψει για τους μετόχους.

Στην παραπάνω ανάλυση προέβησαν οι Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015), οι οποίοι εστίασαν σε εταιρείες «Seeking Buyer», με τον τόπο άσκησης των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων να βρίσκεται στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κατά την διάρκεια των ετών 1990 έως 2012. Οι αρθρογράφοι διαπίστωσαν, ύστερα από την εξέταση διαφόρων μοντέλων χειραγώγησης των αποτελεσμάτων, πως οι εταιρείες «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε αλλοίωση των αποτελεσμάτων τους. Επηρεαζόμενοι από την παραπάνω έρευνα εστιάσαμε την προσοχή μας στην εξέταση του φαινομένου της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων από την πλευρά των ευρωπαϊκών εταιρειών «Seeking Buyer» κατά την διάρκεια των ετών 2000 έως 2018. Ως μέτρο για τον εντοπισμό της χειραγώγησης των κερδών χρησιμοποιήθηκε το ύψος των διαφοροποιημένων δεδουλευμένων (Discretionary Accruals). Η συγκεκριμένη εκτίμηση έγινε μέσα από την εξέταση των κλασσικών υποδειγμάτων της χειραγώγησης των κερδών αλλά και υποδειγμάτων που ενσωματώνουν δείκτες απόδοσης προσδιορισμού των κερδών. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν τόσο το τροποποιημένο υπόδειγμα Jones (Dechow, 1995) όσο και τα υποδείγματα απόδοσης (Performance model) των Kothari et al. (2005,2016).

Τα αποτελέσματα της έρευνας στο δείγμα που χρησιμοποιήθηκε έδειξαν ότι υπάρχει μια αρνητική και ταυτόχρονα στατιστικά σημαντική επίδραση στο ύψος των μη κανονικών δεδουλευμένων στοιχείων που αναγνωρίζουν οι επιχειρήσεις «Seeking Buyer». Συνεπώς τα αποτελέσματα μας καταδεικνύουν ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες προσπαθούν να μειώσουν τις ενέργειες χειραγώγησης των αποτελεσμάτων προκειμένου να βελτιωθούν οι δυνατότητες προσέλκυσης υποψηφίων αγοραστών. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να εξετασθεί από δύο οπτικές πλευρές (Anagnostopoulou και Tsekrekos, 2015): (α) από την άποψη του οικονομικότερου τιμήματος ολοκλήρωσης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης και (β) από την αναγνώριση όλων των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προβλημάτων κατά το έτος της δημόσιας ανακοίνωσης με απώτερο σκοπό μια «νέα» αρχή μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης-εξαγοράς. Επομένως, τα ευρήματα μας συνάδουν με αυτά των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015), ενώ αντίθετα έρχονται σε αντίθεση με τους Ascioglou et al. (2002) και Anilowski et al. (2009) οι οποίοι διαπιστώνουν φαινόμενα αλλοίωσης των αποτελεσμάτων πριν από την ολοκλήρωση ενδεχόμενων εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Άλλη μια βασική πηγή πληροφόρησης των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης (επενδυτές, πιστωτές) αποτελούν οι προβλέψεις των αναλυτών. Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές είναι σημαντικοί διαμεσολαβητές των κεφαλαιαγορών καθώς χρησιμοποιούν πληροφορίες από διάφορες πηγές προκειμένου να καταστήσουν τις αγορές αρκετά πιο αποδοτικές. Με άλλα λόγια, βασικός σκοπός των αναλυτών είναι η μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ των στελεχών των επιχειρήσεων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Στην επίτευξη αυτού του στόχου σημαντική πηγή απόκτησης πληροφοριών αποτελούν οι εθελοντικές προβλέψεις των διοικούντων την επιχείρηση. (Chronopoulos και Siougle, 2018).

Η ανησυχία που διακατέχει τους αναλυτές είναι ιδιαίτερα έντονη όταν τα πραγματικά αριθμητικά στοιχεία, όπως αυτά δημοσιεύονται στις οικονομικές καταστάσεις, δεν εμπίπτουν στα προβλεπόμενα όρια (άνω και κάτω όριο) όπως αυτά έχουν καθοριστεί από τους ιδίους. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να τονισθεί το γεγονός ότι η ίδια πρόβλεψη μπορεί να μεταφέρει καλά και άσχημα νέα σε διάφορες ομάδες επενδυτών. Επομένως, κρίνεται σημαντική η εξέταση της κατεύθυνσης και της ακρίβειας των προβλέψεων όπως αυτές καταρτίζονται από τους αναλυτές.

Ιδιαίτερα ενδιαφέρον αποτελεί η έρευνα της κατεύθυνσης και της ακρίβειας των προβλέψεων των αναλυτών των εταιρειών που εκφράζουν δημόσια την πρόθεση τους περί αναζήτησης υποψηφίων μελλοντικών αγοραστών (Seeking Buyer). Σύμφωνα με όσα γνωρίζουμε δεν υπάρχει πρόσφατη μελέτη που να διερευνά την ακρίβεια και την κατεύθυνση των προβλέψεων σε μια συγκεκριμένη ομάδα εταιρειών όπως οι «Seeking Buyer». Βασιζόμενοι στην έρευνα των Chronopoulos και Siougle (2018), οι οποίοι εστίασαν σε προβλέψεις των διοικητικών στελεχών, η παρούσα μελέτη κατατάσσει τις εκτιμήσεις των αναλυτών σε αισιόδοξες (optimistic) και απαισιόδοξες (pessimistic). Με άλλα λόγια, δημιουργήθηκε ένα εύρος με το ανώτερο και το κατώτερο όριο να αφορούν αισιόδοξες εκτιμήσεις των αναλυτών και αντίστοιχα ένα εύρος με απαισιόδοξες εκτιμήσεις.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Παρατηρείται έντονα στην διεθνή βιβλιογραφία (Abarbanell και Lehavy, 2003) οι αναλυτές να τιμωρούν επιχειρήσεις οι οποίες πρόκειται να προβούν σε ενδεχόμενη συγχώνευση ή εξαγορά θεωρώντας πως οι συγκεκριμένες εταιρείες θα παραποιήσουν τα αποτελέσματα τους με σκοπό την απολαβή όσο το δυνατόν περισσότερων ωφελειών από την ολοκλήρωση της συμφωνίας και την εξαπάτηση λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Όμως στην συγκεκριμένη έρευνα, λόγω της φύσης των συγκεκριμένων εταιρειών, οι αναλυτές φαίνεται να είναι δεκτικοί ως προς τις ανακοινώσεις «Seeking Buyer». Με άλλα λόγια, ένα μεγάλο ποσοστό των αναλυτών προβαίνουν σε αισιόδοξες παρά απαισιόδοξες εκτιμήσεις. Τα συγκεκριμένα ευρήματα έρχονται να επιβεβαιώσουν τις έρευνες των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) καθώς και των Murdoch and Madura (2011) που έδειξαν ότι η αγορά αποτιμάει θετικά τις ανακοινώσεις των εταιρειών «Seeking Buyer».

Επιπροσθέτως, ύστερα από τον διαχωρισμό των εκτιμήσεων και την δημιουργία δύο διαστημάτων, υπολογίστηκε το σφάλμα των εκτιμήσεων για κάθε μια κατηγορία ξεχωριστά. Τα ευρήματα αυτής της μελέτης έδειξαν ότι οι αναλυτές ανεξαρτήτου κατεύθυνσης δεν προσδιορίζουν τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Επομένως οι αναλυτές που εμφανίζονται διστακτικοί (απαισιόδοξοι) ως προς το αποτέλεσμα των συγκεκριμένων ανακοινώσεων τείνουν να τιμωρούν τις επιχειρήσεις με τις εκτιμήσεις τους. Φαίνεται λοιπόν ότι οι αναλυτές ενσωματώνουν στην ανάλυση τους την πρόθεση των συγκεκριμένων εταιρειών να είναι οι εκκινητές ενδεχόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών και αντιδρούν ανάλογα με την κατεύθυνση που έχουν πάρει.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Σύμφωνα με την δομή της παρούσας εργασίας, μετά την εισαγωγή ακολουθεί η βιβλιογραφική επισκόπηση (ενότητα 3) όπου αναφέρονται τα αποτελέσματα διαφόρων ερευνών και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτές. Η βιβλιογραφική επισκόπηση εστιάζει σε θέματα που απορρέουν από την χειραγώγηση των κερδών και τη σχετική συσχέτιση με ενδεχόμενες συγχωνεύσεις-εξαγορές καθώς επίσης δίνει έμφαση σε έρευνες με κυρίαρχο ερευνητικό σκοπό την εξέταση των εκτιμήσεων εκ μέρους των διοικούντων και των αναλυτών. Στην συνέχεια στην ενότητα 4 παρουσιάζεται η ερευνητική μεθοδολογία. Στην συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζεται η ανάλυση των υποθέσεων, τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν καθώς και η μεθοδολογική προσέγγιση που χρησιμοποιήθηκε. Ακολουθεί στην ενότητα 5 η παρουσίαση των ευρημάτων, συμπεριλαμβανομένων των περιγραφικών στατιστικών και των αποτελεσμάτων της κύριας ανάλυσης. Τέλος παρατίθενται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

3.1 Χειραγώγηση Κερδών (Earnings Management)

Οι εταιρείες και οι επιχειρήσεις υποχρεούνται τόσο από τα Ελληνικά όσο και από το Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα να συντάσσουν χρηματοοικονομικές καταστάσεις και εκθέσεις. Με αυτό τον τρόπο δίνεται η δυνατότητα στην εκάστοτε επιχείρηση να μεταφέρει πληροφόρηση στα ενδιαφερόμενα μέρη προκειμένου αυτοί να λάβουν οικονομικές αποφάσεις. Ένα ερώτημα το οποίο τίθεται στην διεθνή βιβλιογραφία είναι κατά πόσο είναι αξιόπιστες αυτές οι καταστάσεις. Στο χώρο των επιχειρήσεων, τη σπουδαιότερη έκφανση της δημιουργικής λογιστικής συνιστά η χειραγώγηση των κερδών. Τα κέρδη αποτελούν ένα από τα πιο σημαντικά μεγέθη που μπορούν να εκφράσουν την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης.

Οι Healy και Wahlen (1999) διατύπωσαν το δικό τους ορισμό περί του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών ως: «Χειραγώγηση κερδών πραγματοποιείται από τους διοικούντες μιας επιχείρησης όταν τα στελέχη χρησιμοποιούν την κρίση τους σε διάφορα λογιστικά ζητήματα, ώστε να παραπλανήσουν ορισμένους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους ή να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα διάφορα λογιστικά δεδομένα».

Η χειραγώγηση των κερδών αποτελεί έναν ιδιαίτερο ελκυστικό τρόπο για μια επιχείρηση προκειμένου να εμφανίσει ικανοποιητικά αποτελέσματα. Διότι σε αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση για να βελτιώσει την οικονομική της απόδοση θα πρέπει να προβεί σε πολλές και διαφορετικές ενέργειες οι οποίες μπορεί να προκαλέσουν ανθρωπιστικά προβλήματα π.χ. απολύσεις.

Πολλοί ερευνητές τα τελευταία έτη έχουν ασχοληθεί με το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών ως ένα μέτρο αξιολόγησης της εκάστοτε επιχείρησης (Kothari et al.,2016; Kothari et al.,2005). Αυτή η έμφαση στα κέρδη επιβεβαιώνεται και από τους Healy και Wahlen (1999) οι οποίοι πιστεύουν πως οι επενδυτές βλέπουν τα κέρδη ως μιας παροχή περισσότερης πληροφορίας από ότι οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Άλλο ένα επιστημονικό άρθρο που υποστηρίζει την παραπάνω άποψη είναι της Dechow (1994) η οποία υποστηρίζει ότι τα τωρινά κέρδη είναι καλύτερος δείκτης πρόβλεψης σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Υπάρχουν πολλοί τρόποι με τους οποίους παραποιούνται τα αποτελέσματα. Μια εταιρεία μπορεί να χειραγωγήσει τα λογιστικά κέρδη διενεργώντας κατάλληλους λογιστικούς χειρισμούς όπως: επιτυγχάνοντας την είσπραξη εσόδων, την αναβολή εμφάνισης διαφόρων εξόδων ή μέσω διαφόρων λογιστικών διαδικασιών. Επιπροσθέτως, η κρίση περί διαφόρων λογιστικών ζητημάτων είναι απαραίτητη από τους διοικούντες μια επιχείρηση για την ορθή καταγραφή των γεγονότων στις οικονομικές καταστάσεις. Για παράδειγμα κρίση απαιτείται ενδεικτικά στον υπολογισμό των αποσβέσεων παγίων περιουσιακών στοιχείων, στην επιλογή κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης των αποθεμάτων καθώς και στην δημιουργία αντιπροσωπευτικών προβλέψεων.

Η Zhang (2013), επηρεασμένη από παρόμοιες μελέτες στο φαινόμενο της χειραγώγησης κερδών, υποστήριξε ότι οι διοικούντες μια επιχείρηση, σε περιόδους που η τελευταία παρουσιάζει θετικά αποτελέσματα, θα προσπαθήσουν να μειώσουν τα κέρδη δημιουργώντας κατάλληλα αποθεματικά ή προβλέψεις για την αύξηση των κερδών σε μελλοντικές χρήσεις. Αντιθέτως, όταν η επιχείρηση παρουσιάζει αρνητικά αποτελέσματα οι διοικούντες, λόγω της ευχέρειας τους να επηρεάζουν τα αποτελέσματα, θα αναγνωρίσουν ανεπαρκείς προβλέψεις στην τρέχουσα χρήση με αποτέλεσμα την αύξηση κερδών στην τρέχουσα χρήση. Η αναγνώριση τέτοιων προβλέψεων ή αποθεματικών γίνεται συνήθως στο τέλος της διαχειριστικής περιόδου και δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να παραποιεί τα κέρδη της με τους παραπάνω δύο τρόπους. Στην διεθνή βιβλιογραφία η συγκεκριμένα έρευνα εμφανίζεται ως «cookie-jar accounting» και ως «Income Smoothing».

Οι Tucker και Zarowin (2006) εξέτασαν τον όρο του «Income Smoothing» και την συσχέτιση αυτού με το κατά πόσο παρέχει αξιόπιστες πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη. Οι αρθρογράφοι διαπίστωσαν πως, όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος είναι η μεταβλητή του «Income Smoothing» τόσο περισσότερη πληροφόρηση μας δίνει η τιμή της μετοχής για τα μελλοντικά κέρδη. Από την άλλη πλευρά όσο μικρότερη σε μέγεθος είναι η μεταβλητή του «Income Smoothing» τόσο λιγότερη πληροφόρηση μας δίνει η τιμή της μετοχής για τα μελλοντικά κέρδη. Με άλλα λόγια, όσο η μεταβλητή του «Income Smoothing» παρέχει ασφαλείς (μη ασφαλείς) πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό τόσο περισσότερο (λιγότερο) προβλέπει την τιμή της μετοχής τα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ένας τρόπος με τον οποίο καθίσταται δυνατή η μέτρηση πιθανών ζημιών, που θα είχε η επιχείρηση αν δεν προέβαινε σε διαχείριση των αποτελεσμάτων, παρουσιάζεται από τους Leuz et al. (2003) οι οποίοι αναφέρουν το δείκτη μικρής κερδοφορίας έναντι μικρής ζημίας όπου προσδιορίζουν τον βαθμό στον οποίο τα στελέχη πρέπει να διαχειρίζονται τα κέρδη για να αποφύγουν να εμφανίσουν ζημίες. Οι αρθρογράφοι παρατήρησαν επίσης αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μεταβολής των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες.

Επιπροσθέτως, στην έρευνα των Healy και Wahlen (1999) έγινε αναφορά και σε τρία διαφορετικά κίνητρα που οδηγούν τα στελέχη της διοίκησης σε τεχνικές διαχείρισης κερδών. Τα κίνητρα αυτά αφορούν: (α) τις προσδοκίες και αξιολογήσεις από διάφορους χρηματοπιστωτικούς φορείς, (β) τις συμβάσεις οι οποίες είναι οριοθετημένες με λογιστικούς αριθμούς που πρέπει να εκπληρωθούν και (γ) τους αντιμονοπωλιακούς ή άλλους κυβερνητικούς ελέγχους.

Τα εκάστοτε λογιστικά πρότυπα που ακολουθεί η κάθε εταιρεία θέτουν νόμους και κανόνες. Οι συγκεκριμένοι κανόνες πολλές φορές αφήνουν την επίλυση διαφόρων ζητημάτων στην διακριτική ευχέρεια των στελεχών. Η εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων έχει επιφέρει σημαντικές αλλαγές στο λογιστικό χειρισμό των οικονομικών συναλλαγών σε παγκόσμια κλίμακα. Υποστηρίζεται συχνά στην Διεθνή Βιβλιογραφία ότι η εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων αύξησε αισθητά την ποιότητα με την οποία διαμορφώνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων [Barth, Landsman και Lang (2008), Barth, Landsman, Lang και Williams (2012) και Liu,Yao, Hu και Liu (2011)]. Από την άλλη πλευρά οι He et al. (2012) διαπίστωσαν σε έρευνα τους σχετικά με την υποχρεωτική εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στην Κίνα, ότι η εφαρμογή νέων λογιστικών προτύπων δίνει μεγαλύτερη ευχέρεια στους διοικούντες ως προς τον επηρεασμό των κερδών. Επιπλέον, οι Tendeloo και Vanstraelen (2005) παρατήρησαν Γερμανικές επιχειρήσεις όπου διαπίστωσαν την ίδια συμπεριφορά, σχετικά με τις πρακτικές διαχείρισης κερδών, τόσο στις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα όσο και στις εταιρείες που εφαρμόζουν τα Γερμανικά Λογιστικά Πρότυπα.

Παρατηρείται συχνά η συσχέτιση των υιοθετούμενων λογιστικών προτύπων με πρακτικές διαχείρισης κερδών. Οι Healy και Wahlen (1999) υποστήριξαν ότι τα πρότυπα προσθέτουν αξία εάν επιτρέπουν στις οικονομικές καταστάσεις να απεικονίζουν αποτελεσματικά την οικονομική

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

θέση και επίδοση της εταιρείας με έγκαιρο και αξιόπιστο τρόπο. Οι αρθρογράφοι επίσης διέκριναν δύο ειδών οικονομικές καταστάσεις ανάλογα με τα στοιχεία της σχετικότητας και της έγκαιρης πληροφόρησης. Τα πρότυπα τα οποία παρέχουν μεγάλη έμφαση στην αξιοπιστία των λογιστικών δεδομένων εστιάζουν λιγότερα στα δύο παραπάνω στοιχεία. Αντίθετα, τα πρότυπα που δίνουν μεγάλη έμφαση στα δύο παραπάνω στοιχεία, παρέχουν πληροφορίες που πρέπει να εξετάζονται με επαγγελματικό σκεπτικισμό από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων. Στην συγκεκριμένη έρευνα γίνεται αναφορά και στην συχνότητα που οι κανονιστικοί φορείς και φορείς εκδόσεως προτύπων πρέπει να εμπιστεύονται την κρίση των διοικούντων επί συγκεκριμένων λογιστικών γεγονότων. Κάποια βασικές μεταβλητές που σχετίζονται με το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών είναι: (α) το μέγεθος και η συχνότητα, (β) οι συγκεκριμένοι λογαριασμοί δεδουλευμένων και οι λογιστικές πολιτικές που επιφέρουν το φαινόμενο καθώς και (γ) τα διάφορα κίνητρα διαφόρων μερών σχετικά με το συγκεκριμένο φαινόμενο.

Οι Ewert και Wagenhofer (2005) με την σειρά τους υποστήριξαν ότι πιο αυστηρά πρότυπα λογιστικής, τα οποία θα έχουν ξεκάθαρους κανόνες, θα αυξήσουν την ποιότητα των κερδών μη αφήνοντας περιθώρια διαχείρισης του αποτελέσματος στους διοικούντες της κάθε επιχείρησης. Στην συγκεκριμένη έρευνα διαπιστώθηκε πως η εφαρμογή πιο αυστηρών λογιστικών προτύπων θα οδηγήσει σε ισχυρή συσχέτιση των δημοσιευμένων κερδών και τιμής της μετοχής η οποία εκφράζει την αντίδραση της αγοράς σε διάφορες χρηματιστηριακές αγορές.

Σύμφωνα με τους Healy και Wahlen (1999) η κρίση από την πλευρά των διοικούντων περί διάφορων λογιστικών ζητημάτων επιφέρει διάφορα κόστη και οφέλη. Τα κόστη εστιάζονται κυρίως στο γεγονός ότι εμφανίζονται φαινόμενα χειραγώγησης κερδών. Από την άλλη πλευρά η γνώμη της διοίκησης, η οποία αποτυπώνεται στις οικονομικές καταστάσεις, τείνει να δίνει χρήσιμη πληροφόρηση στους εξωτερικούς χρήστες. Οι αρθρογράφοι κάνουν αναφορά και στις δανειακές συμβάσεις και πως αυτές σχετίζονται με το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών όσο και οι διάφορες ανταμοιβές (bonus) των στελεχών.

Η Jones (1991) με την σειρά της εξέτασε το φαινόμενο της διαχείρισης των κερδών μέσα από διάφορους εισαγόμενους δασμούς που επιβάλλονται στις ΗΠΑ. Στη συγκεκριμένη περίπτωση το ποσό που επιβάλλεται ως δασμός προκύπτει μέσα από τον συνυπολογισμό διαφόρων παραγόντων. Ένας από αυτούς είναι τα κέρδη του κάθε κλάδου. Επομένως, η αρθρογράφος

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διαπιστώνει ότι οι διοικούντες προσπαθούν να μειώσουν τα κέρδη για να μην επιβαρύνονται με δασμούς μέσω της τεχνικής χειραγώγησης των κερδών.

Σημαντικό παράγοντα στην χειραγώγηση των κερδών έχει το Διοικητικό Συμβούλιο της κάθε επιχείρησης. Οι Coles, Daniel και Naveen (2008) παρατήρησαν ότι όσο μεγαλύτερο το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου τόσο λιγότερο παρατηρείται το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών. Σε άλλη μελέτη των Forker (1992) και Dechow et al. (1996) σημειώθηκε ότι εταιρείες που προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης κερδών τείνουν να έχουν το ίδιο πρόσωπο ως Διευθύνοντα Σύμβουλο (CEO) και πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου.

Καθίσταται επιτακτικό για τον εντοπισμό επιχειρήσεων που προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης των κερδών να λαμβάνεται υπόψη το νομικό καθεστώς της εκάστοτε χώρας. Οι Haw et al. (2004) ανέφεραν ότι οι πρακτικές διαχείρισης των κερδών από τους διοικούντες καθίστανται αδύνατον να πραγματοποιηθούν σε χώρες με υψηλή νομική προστασία. Ακολούθως και το άρθρο των Leuz et al. (2003) υποστηρίζει ότι η τεχνική της παραποίησης των κερδών εφαρμόζεται πιο εύκολα σε χώρες με χαμηλή νομική προστασία, διότι στις χώρες αυτές τα στελέχη μπορούν να καρπώνονται πολλά προσωπικά οφέλη και να παραπλανούν την οικονομική επίδοση της εταιρείας.

Οι Leuz et al. (2003) πρόσθεσαν ότι χώρες οι οποίες παρέχουν υψηλή προστασία προς τους επενδυτές τείνουν να έχουν πιο αυστηρά πρότυπα χωρίς να αφήνουν περιθώρια στα στελέχη να διαχειρίζονται τα κέρδη τους με διάφορες λογιστικές μεθόδους. Παρόλα αυτά οι συγγραφείς θεωρούν ότι η μεταβλητή που σχετίζεται με την προστασία των επενδυτών είναι πιο αντιπροσωπευτική από τα εκάστοτε πρότυπα ή λογιστικούς κανόνες προκειμένου να παρατηρήσει κανείς το φαινόμενο της διαχείρισης των κερδών. Στην έρευνα τους οι αρθρογράφοι έδειξαν ότι οι εταιρείες που βρίσκονται σε χώρες με: (α) αναπτυγμένη κεφαλαιαγορά, (β) ισχυρό νομικό καθεστώς, (γ) ισχυρά δικαιώματα των επενδυτών και (δ) διασκορπισμένη δομή εταιρικής ιδιοκτησίας, δεν προβαίνουν σε τεχνικές διαχείρισης κερδών.

Αντίθετα, τονίζεται το γεγονός ότι ακόμα και σε ισχυρό νομικό καθεστώς παρατηρείται πολλές φορές το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών (Gopalan, et al., 2011). Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι εάν τα οφέλη που καρπώνονται τα στελέχη παραμείνουν σταθερά, τότε η ισχυρή νομική προστασία ίσως τους ενθαρρύνει να προβαίνουν σε τεχνικές διαχείρισης κερδών

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επειδή έχουν την τάση να αποκρύψουν τα οφέλη όταν αντιμετωπίζουν υψηλότερες ποινές. Παρόλα αυτά η έρευνα των Leuz et al. (2003) απορρίπτει την συγκεκριμένη θετική συσχέτιση των δύο παραγόντων.

Τα στελέχη των επιχειρήσεων, σύμφωνα με το άρθρο των Leuz et al. (2003), έχουν την τάση να διαχειρίζονται τα κέρδη για να αποκρύψουν τόσο την πραγματική απόδοση της εκάστοτε εταιρείας όσο και τα ιδιωτικά οφέλη αυτών από τους εξωτερικούς επενδυτές. Δηλαδή, παρέχουν λιγότερες πληροφορίες σε σχέση με αυτές που θα ανέμενε το επενδυτικό κοινό. Παρόλα αυτά, η Zhang (2013) μέσα από διάφορες αναλύσεις κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα υψηλής ποιότητας κέρδη προσελκύουν επενδυτές με εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά από τους ήδη υπάρχοντες. Αυτοί οι νέοι επενδυτές, σύμφωνα με την άποψη της αρθρογράφου, είναι πιθανόν να απαιτούν από την εκάστοτε επιχείρηση την απεικόνιση διαφανών πληροφοριών.

Οι Gopalan και Jayaraman (2011) διαπίστωσαν πως στον βαθμό που οι σύνθετες δομές ιδιοκτησίας είναι δύσκολο να κατανοηθούν από εξωτερικούς φορείς, τα στελέχη της επιχείρησης θα αυξήσουν την δομή της πληροφόρησης στις οικονομικές καταστάσεις. Όμως τα στελέχη θα προβούν σε αυτήν την πράξη μόνο εάν τα οφέλη από αυτήν την ενέργεια υπερβαίνουν τα σχετικά κόστη. Οι συγκεκριμένοι συγγραφείς παρατήρησαν επίσης ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του νομικού καθεστώτος και της ασύμμετρης πληροφόρησης σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις. Πιο συγκεκριμένα, σε ισχυρό νομικό καθεστώς παρατηρείται οι επιχειρήσεις να διατυπώνουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες στις οικονομικές καταστάσεις.

Οι Gopalan και Jayaraman (2011) διέκριναν δύο παράγοντες που συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με την τεχνική της διαχείρισης κερδών. Ο πρώτος παράγοντας εστιάζεται στην διαφορά μεταξύ των δικαιωμάτων επι των μετρητών και του ελέγχου (control vs cash-flow rights) που έχουν τα στελέχη. Όσο μεγαλύτερη είναι η συγκεκριμένη διαφορά τόσο περισσότερο παρατηρείται το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών (earnings management). Ο δεύτερος αναφέρεται στην προστασία που παρέχεται από θεσμικούς φορείς στους επενδυτές. Όσο μικρότερη είναι αυτή η προστασία τόσο περισσότερο παρατηρείται το συγκεκριμένο φαινόμενο. Στο ίδιο συμπέρασμα βέβαια κατέληξε και η έρευνα των Leuz et al.(2003). Βέβαια οι Gopalan και Jayaraman (2011) εστίασαν στο γεγονός ότι πολλές εταιρείες, ακόμη και με μικρή προστασία των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επενδυτών από το κράτος, θα εμφανίσουν πλήρως όλες τις πληροφορίες στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ώστε να μπορούν να εξασφαλίζουν χαμηλό κόστος δανεισμού.

Στην έρευνα των Wang et al. (2018) παρατηρήθηκε ότι τόσο οι ελεγκτές όσο και οι εκάστοτε φορείς λογιστικής δίνουν μεγάλη έμφαση στην λογιστική των δεδουλευμένων, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών, τα οποία βασίζονται σε πραγματικά γεγονότα. Είναι επομένως πολύ σημαντικό το γεγονός να εξεταστούν και οι τρόποι χειραγώγησης των κερδών καθώς και οι διάφορες συνέπειες τους. Στην συνέχεια της παρούσας ενότητας γίνεται διαχωρισμός του φαινομένου της χειραγώγησης κερδών ανάμεσα σε δεδουλευμένη και πραγματική βάση.

3.1.1 Λογιστική σε Δεδουλευμένη Βάση και Χειραγώγηση Κερδών (Accrual-based earnings management)

Οι δύο μέθοδοι λογιστικής όσον αφορά την αναγνώριση διαφόρων στοιχείων (πχ πωλήσεις, κόστος πωλήσεων, διοικητικές δαπάνες) επικεντρώνονται σε ταμειακή βάση και σε δεδουλευμένη βάση. Η λογιστική σε ταμειακή βάση αντιμετωπίζεται κυρίως από δημόσιους οργανισμούς οι οποίοι αναγνωρίζουν έσοδα και δαπάνες μόνο όταν υπάρξει πληρωμή. Αντίθετα η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση εφαρμόζεται σχεδόν από το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών του ιδιωτικού τομέα και οι οποίοι αναγνωρίζουν έσοδα και έξοδα όταν αυτά καθίσταται απαιτητά.

Τα κέρδη μιας επιχείρησης μπορούν να υποστούν χειραγώγηση όταν οι διοικούντες αυτήν έχουν την διακριτική ευχέρεια από τα εκάστοτε πρότυπα να διαμορφώνουν τα υπόλοιπα κάποιων λογαριασμών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αυτών αποτελούν τα ακόλουθα: (α) ζημιές από επισφαλείς απαιτήσεις, (β) διενέργεια απομείωσης περιουσιακών στοιχείων και (γ) εκτίμηση υπολειμματικής αξίας για την διενέργεια αποσβέσεων.

Οι εταιρείες μπορούν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες τους είτε με δανεισμό είτε με έκδοση μετοχών. Επιχειρήσεις οι οποίες στηρίζονται στα ίδια κεφάλαια δέχονται πιέσεις σχετικά με την απόδοση της μετοχής της εταιρείας ώστε η τιμή της μετοχής να κρατείται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Παρόμοια πίεση δέχεται η εταιρεία και σε περίπτωση που προβεί σε δανεισμό καθώς θα πρέπει να τηρούνται κάποιοι στόχοι σε διάφορους χρηματοοικονομικούς

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

δείκτες. Οι επιχειρήσεις για να ικανοποιήσουν τα συμφέροντα και των δύο μερών (μετόχων, δανειστών) προβαίνουν σε τεχνικές διαχείρισης κερδών.

Στην έρευνα των Wang et al. (2018) διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό επιλέγουν να χειραγωγήσουν το κονδύλι των πωλήσεων για να παραποιήσουν τα κέρδη τους. Ενώ όταν οι εταιρείες καταφεύγουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου παραποιούν τα κέρδη τους χρησιμοποιώντας είτε τις πωλήσεις είτε δημιουργώντας υπερβολικό διαθέσιμο απόθεμα.

Παρόλα αυτά μόλις ολοκληρωθούν οι χρηματοδοτικές πολιτικές, η απόδοση της επιχείρησης αναμένεται να μεταφερθεί σε χαμηλά επίπεδα λόγω της αντιστροφής των διαφόρων κονδυλίων (π.χ. έσοδα), αναγκάζοντας με αυτόν τον τρόπο τους μετόχους και δανειστές να αξιολογήσουν την ορθή αξία της επιχείρησης (Papanastasopoulos et al., 2011).

Πολλά επιστημονικά άρθρα, όπως αυτά που παρουσιάζονται κατωτέρω, εστιάζουν σε επιχειρήσεις που ασκούν μεγάλη επιρροή στην διαμόρφωση των αποτελεσμάτων τους για να ικανοποιήσουν συγκεκριμένους στόχους που έχουν τεθεί από εξωτερικούς φορείς (π.χ. αναλυτές, επενδυτές). Στην έρευνα των Burgstahler και Eames (1998) παρατηρήθηκε οι εταιρείες να ακολουθούν κατάλληλες λογιστικές πολιτικές για να αποφύγουν να δημοσιεύσουν κέρδη χαμηλότερα από τον στόχο που έχουν θέσει οι αναλυτές. Επιπροσθέτως, οι Abarbanell and Lehavy (2003) διαπίστωσαν περιπτώσεις όπου οι αναλυτές προτείνουν σε επενδυτές να αγοράσουν μια εταιρεία, όπου η συγκεκριμένη εταιρεία προβαίνει σε τεχνικές διαχείρισης κερδών για να ικανοποιήσει τους στόχους των αναλυτών. Αντίθετα, όταν οι αναλυτές προτείνουν στους επενδυτές να πουλήσουν μια εταιρεία, η εταιρεία αυτή θα προσπαθήσει να εμφανίσει αρνητικά δεδουλευμένα. Τέλος, οι Healy και Wahlen (1999) επιβεβαιώνουν τις παραπάνω έρευνες λέγοντας ότι η διοίκηση μιας εταιρείας θα επηρεάσει τα κέρδη της σε περίπτωση μη ικανοποίησης των προσδοκιών των επενδυτών.

Παρατηρείται συχνά οι επιχειρήσεις να εφαρμόζουν την λογιστική των δεδουλευμένων σε ξεχωριστούς λογαριασμούς. Η συγκεκριμένη τεχνική διατυπώνεται στην διεθνή βιβλιογραφία ως «abnormal accruals». Ο Louis (2003) διαπίστωσε αρνητική συσχέτιση μεταξύ των «abnormal accruals» και της μακροπρόθεσμης απόδοσης των μετοχών για τις αγοράστριες επιχειρήσεις. Παρατηρήθηκε οι αγοράστριες επιχειρήσεις να παρουσιάζουν θετική συσχέτιση μεταξύ της

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

υπερβολικής αισιοδοξίας των στελεχών τους και του ύψους των αποθεμάτων με αποτέλεσμα να εμφανίζουν θετικά «abnormal accruals». Όμως το ύψος των αποθεμάτων κάποια στιγμή θα μειωθεί και οι προσδοκίες των στελεχών θα αποδειχθούν υπερβολικές με αποτέλεσμα να υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των «abnormal accruals» και της μακροπρόθεσμης απόδοσης των μετοχών.

Καταλήγουμε επομένως στο συμπέρασμα πως η λογιστική των δεδουλευμένων λόγω του ότι ασχολείται με τις προβλεπόμενες μελλοντικές ταμειακές συνέπειες υπόκεινται στην κρίση και την υποκειμενικότητα των διοικούντων την επιχείρηση. Τα λογιστικά πρότυπα και οι αρχές που διέπουν μια επιχείρηση σε πολλές περιπτώσεις παρέχουν την ευχέρεια στα διοικητικά στελέχη να χρησιμοποιούν τις γνώσεις τους για την επιχείρηση με σκοπό την καλύτερη απεικόνιση εσωτερικών πληροφοριών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

3.1.2 Χειραγώγηση Κερδών Μέσω των Πραγματικών Δραστηριοτήτων (Real earnings management)

Ο Roychowdhury (2006) ορίζει την χειραγώγηση ως «αποκλίσεις από τις συνήθεις λειτουργικές επιχειρηματικές πρακτικές, που προέρχονται από την επιθυμία των διοικούντων να παραπλανήσουν τους λοιπούς ενδιαφερόμενους ώστε να πιστέψουν ότι έχουν επιτευχθεί οι στόχοι χρηματοοικονομικής αναφοράς που έχουν τεθεί». Παρατίθενται πολλά παραδείγματα στην διεθνή βιβλιογραφία (Beyer et al., 2018) σχετικά με την χειραγώγηση κερδών με πραγματικές ενέργειες όπως: (α) προσφορά εκπτώσεων για αύξηση των πωλήσεων, (β) αύξηση της παραγωγής με σκοπό την αύξηση του τελικού αποθέματος και την μείωση του κόστους πωληθέντων και (γ) επιθετική μείωση δαπανών διακριτικής ευχέρειας π.χ. Ε&Α, Διαφήμισης, Συντήρησης.

Άλλος ένας τρόπος πραγματικής χειραγώγησης των αποτελεσμάτων σχετίζεται με την πώληση παγίων με κέρδος με σκοπό την αύξηση της τρέχουσας χρήσης κερδών. Επιπροσθέτως στην διεθνή βιβλιογραφία έχει παρατηρηθεί (Beckman et al., 2019) ότι οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σε λειτουργικές ή χρηματοοικονομικές μισθώσεις με κύριο στόχο την αύξηση των κερδών. Οι συγκεκριμένες ενέργειες εστιάζουν κυρίως στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων αποτελεσμάτων παρά σε μακροπρόθεσμη επιτυχία.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι Dechow και Sloan (1991) παρατήρησαν ότι στο τελευταίο χρόνο τους οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι μειώνουν τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη και εν συνεχεία την προσωπική τους αμοιβή. Η Zhang (2013) υποστήριξε ότι πολλές επιχειρήσεις δεν εμφανίζουν διάφορα κονδύλια (π.χ. Έρευνα και Ανάπτυξη, Πατέντες) λόγω περιορισμού γνωστοποίησης. Οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις προβαίνουν σε αυτήν την ενέργεια διότι αυτές οι πληροφορίες επιφέρουν ανεπιθύμητο πολιτικό/κοινωνικό έλεγχο ή πιθανή κατάχρηση από βασικούς ανταγωνιστές του κλάδου. Όσον αφορά τους ελέγχους έχει παρατηρηθεί ότι συχνά δίνουν κίνητρα στους διοικούντες τις εταιρείες να διαχειρίζονται λογαριασμούς τόσο της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως όσο και του Ισολογισμού όπου ελέγχονται πιο συχνά.

Οι Beyer et al. (2018) αναφέρθηκαν στο κατά πόσο οι πραγματικές ενέργειες της διοίκησης μπορούν να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρθηκαν στο γεγονός ότι οι εκπτώσεις επί των πωλήσεων θα ωθήσουν τους πελάτες είτε να καθυστερήσουν τις αγορές τους είτε να διαπραγματευτούν με μεγαλύτερη αγοραστική δύναμη μια περαιτέρω έκπτωση. Επιπλέον, η αύξηση του τελικού αποθέματος δημιουργεί προβλήματα απαξίωσης των αποθεμάτων. Τέλος, οι επιχειρήσεις που περιορίζουν δαπάνες διακριτικής ευχέρειας θα καταστήσουν μακροπρόθεσμα αβέβαιη την επιχειρηματική τους λειτουργία. Οι αρθρογράφοι διαπίστωσαν θετική συσχέτιση μεταξύ της χειραγώγησης κερδών με πραγματικές ενέργειες και μελλοντική κερδοφορία για εταιρείες με λιγότερο ισχυρό περιβάλλον πληροφόρησης (robust information), υψηλό κόστος των πραγματικών ενεργειών χειραγώγησης των κερδών και λιγότερα κίνητρα για την εκπλήρωση βραχυπρόθεσμων κριτηρίων απόδοσης. Αυτές οι εταιρείες επίσης είναι λιγότερο πιθανό να παρουσιάσουν ευκαιριακή συμπεριφορά (opportunistic behavior) η οποία επιφέρει αρνητικές μελλοντικές συνέπειες.

Πολλές εταιρείες διαθέτουν μετοχές σε διάφορες χρηματοοικονομικές αγορές ανά τον κόσμο με αποτέλεσμα να συμμετέχουν και σε πολλά χρηματοοικονομικά γεγονότα. Τα γεγονότα αυτά αποκαλούνται στην διεθνή βιβλιογραφία ως «cross-listing events». Σημαντική είναι η σύνδεση των πραγματικών ενεργειών σχετικά με την χειραγώγηση των κερδών από την πλευρά της διοίκησης σε σχέση με την μακροπρόθεσμη απόδοση της εταιρείας. Οι Beckmann et al. (2019) εξετάζοντας τα χρηματοοικονομικά γεγονότα «cross-listing events», παρατήρησαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο παραγόντων η οποία οφείλεται στο γεγονός ότι μειώνοντας διάφορα κονδύλια εξόδων (π.χ. έρευνας και ανάπτυξης) υπάρχει λιγότερη παραγωγή

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ευρεσιτεχνιών και χαμηλότερη καινοτόμος απόδοση που επιβραδύνει και την τεχνολογική πρόοδο της κάθε επιχείρησης.

Στην έρευνα των Beyer et al. (2018) υπήρξε και διαχωρισμός των εταιρειών σε δύο μεγέθη: Μικρές και Μεγάλες. Η διάκριση των εταιρειών σε μεγάλες και μικρές μετράται μέσω του ύψους των περιουσιακών στοιχείων και των τιμών των μετοχών. Παρατηρήθηκε συχνά ότι οι μικρές εταιρείες προβαίνουν σε πραγματικές ενέργειες χειραγώγησης κερδών για να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Η εξήγηση που δίνουν οι αρθρογράφοι εστιάζεται στην φήμη και στην αξιοπιστία που θέλουν να δημιουργήσουν οι μικρές εταιρείες στα ενδιαφερόμενα μέρη. Πιο συγκεκριμένα, στις μικρές εταιρείες παρατηρείται το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς υπάρχει μικρός αριθμός αναλυτών που εστιάζουν την προσοχή τους σε αυτές.

Σημαντικό ρόλο στην χειραγώγηση των κερδών από τους διοικούντες μιας επιχείρησης διαδραματίζει και ο επιχειρηματικός κίνδυνος που η εκάστοτε εταιρεία αντιμετωπίζει. Οι Wang (2018) αναφέρθηκαν στο ύψος του επιχειρηματικού κινδύνου σε σχέση με το σύστημα εσωτερικού ελέγχου, την επιθεώρηση των επενδυτών και τις πρακτικές χειραγώγησης των κερδών από τα στελέχη. Πιο συγκεκριμένα, η εν λόγω έρευνα έδειξε πως ένα χαμηλό σύστημα επιχειρηματικού κινδύνου σηματοδοτεί ανεπαρκή εσωτερικό έλεγχο, ισχυρό έλεγχο εκ μέρους των επενδυτών ώστε με αυτό τον τρόπο να περιορίζει στα στελέχη τεχνικές διαχείρισης κερδών. Με άλλα λόγια, η αδυναμία του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης αυξάνει την δυνατότητα χειραγώγησης των κερδών μέσω δεδουλευμένης βάσης από τα στελέχη.

Στην συνέχεια της βιβλιογραφικής επισκόπησης θα γίνει αφορά στην σύνδεση του φαινομένου της χειραγώγησης κερδών με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.2 Χειραγώγηση των Κερδών (Earnings Management), Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Στο κόσμο των επιχειρήσεων συχνά παρατηρούνται διάφορες αγοροπωλησίες και συγχωνεύσεις μεταξύ πολλών οργανισμών. Οι συγκεκριμένες συναλλαγές διακρίνονται ως επιθετικές και μη επιθετικές από την πλευρά της αγοράστριας-απορροφώσας επιχείρησης. Επιπροσθέτως οι συναλλαγές αυτές μπορούν να πραγματοποιηθούν είτε μέσω διαπραγμάτευσης είτε δημοπρασίας. Οι συγχωνεύσεις έχουν αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό επηρεάζοντας ισχυρές αγορές όπως είναι αυτές των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Δυτικής Ευρώπης (Goergen και Renneboog, 2004). Ταυτόχρονα και τα δυο μέρη που προβαίνουν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά επιθυμούν να αποκομίσουν το μέγιστο δυνατό κέρδος. Γι' αυτό το λόγο θα προσπαθήσουν να παραποιήσουν διάφορα λογιστικά μεγέθη με σκοπό την παραπλάνηση του συναλλασσόμενου μέρους.

Έχει διαπιστωθεί ότι η ανακοίνωση εχθρικών προσφορών εξαγοράς δημιουργεί μεγαλύτερους στόχους και αποδόσεις από ότι η ανακοίνωση φιλικών συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Επιπροσθέτως έχει παρατηρηθεί ότι η υπερβολική δια κράτηση μετρητών καθώς και η στρατηγική διαφοροποίησης είναι καταλυτικοί παράγοντες για να καταστρέψουν την αξία στην εταιρεία-στόχο (Goergen και Renneboog, 2004).

Μια εξίσου σημαντική κατηγορία που πρέπει να εξεταστεί είναι οι συνέργειες. Οι συνέργειες σύμφωνα με τους Goergen και Renneboog (2004) διαχωρίζονται σε λειτουργικές (operating) και ενημερωτικές (informational). Οι λειτουργικές συνέργειες έχουν εφαρμογή σε οικονομίες όπου εφαρμόζονται οικονομίες κλίμακας και οι ενημερωτικές έχουν εφαρμογή εάν η αξία των συγχωνευμένων επιχειρήσεων είναι υψηλότερη από το ποσό των επιμέρους αξιών.

Οι Healy και Wahlen (1999) αναφέρθηκαν στο γεγονός ότι συχνά οι διοικούντες την επιχείρηση προβαίνουν σε τεχνικές διαχείρισης κερδών πριν την προσφορά εξαγοράς με την χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών εργαλείων από διάφορους υποψήφιους αγοραστές. Επιπροσθέτως η συγκεκριμένη τεχνική ασκείται από τους διοικούντες μιας επιχείρησης είτε για να μειώσουν διάφορα κανονιστικά κόστη ή για να αυξήσουν διάφορα κανονιστικά οφέλη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η DeAngelo (1988) αναφέρθηκε στο γεγονός ότι τα κέρδη έχουν σημαντικό ρόλο στις εξαγορές. Παρόλα αυτά μετά από εξέταση της μεταβολής των δεδουλευμένων, απέδειξε ότι η αποκτώσα επιχείρηση δεν φαίνεται να προβαίνει σε τεχνικές διαχείρισης κερδών. Οι Healy και Wahlen (1999) στηριζόμενοι σε άλλες παρόμοιες έρευνες αναφέρθηκαν στο γεγονός ότι οι εταιρείες πριν από δημόσιες προσφορές και εξαγορές έχουν την τάση να αυξάνουν τα στοιχεία των δεδουλευμένων.

Σε ένα καθεστώς στο οποίο προστατεύονται πλήρως τα δικαιώματα των εξωτερικών επενδυτών, εμποδίζονται τα στελέχη των επιχειρήσεων να αποκρύψουν εσωτερικούς παράγοντες και συνεπώς παρατηρείται περιορισμός του φαινομένου της διαχείρισης κερδών από την ίδια την επιχείρηση. Κατά συνέπεια το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών αυξάνεται όταν παρατηρείται ότι τα στελέχη έχουν ιδιωτικά οφέλη δίχως να τα γνωστοποιούν. Αντίθετα το συγκεκριμένο φαινόμενο δεν συναντάται σε καθεστώς χώρας που δίνεται έμφαση στην προστασία των επενδυτών (Leuz et al.,2003).

Οι επιχειρήσεις και τα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συχνά στην προσπάθεια απόκτησης ή διάθεσης μετρητών προβαίνουν στην χρησιμοποίηση διάφορων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Κύριο χρηματοοικονομικό εργαλείο στο κόσμο των επιχειρήσεων έχουν αναδειχθεί τα παράγωγα και πιο συγκεκριμένα οι συμβάσεις ανταλλαγής («Swaps»). Ο Louis (2003), σε ένα δείγμα εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου, διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις που επιζητούν χρήματα μέσα από τις συγκεκριμένες συμβάσεις αυξάνουν τα κέρδη τους ένα τρίμηνο πριν από την επίσημη εκχώρηση στην συγκεκριμένη σύμβαση. Ο αρθρογράφος παρατήρησε μείωση της τιμής της μετοχής σε ένα διάστημα μετά την εκχώρηση στην σύμβαση. Παρόλα αυτά η μεταβολή της τιμής της μετοχής της εκάστοτε εταιρείας δεν πραγματοποιείται απευθείας μετά την εξαγορά των swaps αλλά ακολουθείται μια ομαλή πορεία στην διακύμανση της. Αυτή η ομαλή μετάβαση στη μείωση της μετοχής πραγματοποιείται μέσω μιας πίεσης που ασκούν οι διοικούντες στους αναλυτές της επιχείρησης ώστε να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις τους σε ομαλά επίπεδα.

Τα ευρήματα της έρευνας του Louis (2003) έρχονται να συμπληρώσουν το άρθρο των Ascioglou et al. (2002) οι οποίοι παρατήρησαν υψηλό όγκο συναλλαγών και θετικές αποδόσεις της εταιρείας-στόχος ακριβώς πριν την επίσημη ανακοίνωση της συγχώνευσης. Πιο

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συγκεκριμένα, προέκυψε το συμπέρασμα πως μια αύξηση των συναλλαγών σε χρηματιστηριακές αγορές οδηγεί σε αύξηση της συσχέτισης της ροής των συναλλαγών εντός και εκτός από το χρηματιστήριο των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (από εδώ και πέρα ΗΠΑ).

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις τις περισσότερες φορές πραγματοποιούνται είτε με την ανταλλαγή μετοχών είτε με την καταβολή μετρητών. Στην έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τον Louis (2003) διαπιστώθηκε πως οι επιχειρήσεις οι οποίες προβαίνουν στην εξαγορά άλλης επιχείρησης με την διάθεση μετρητών τείνουν να διαθέτουν υψηλότερης αξίας περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τις εταιρείες που χρησιμοποιούν τις μετοχές. Από την άλλη πλευρά διαπιστώθηκε πως η αγορά θεωρεί τις εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορές με την διάθεση μετοχών να αναπτύσσονται ταχύτερα σε σχέση με τις εταιρείες που διαθέτουν μόνο μετρητά. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στην σχετική ευαισθησία που δείχνουν οι αγοράζουσες επιχειρήσεις στην χειραγώγηση των αποτελεσμάτων τους.

Οι Campa και Hernando (2004) σε έρευνα τους παρατήρησαν ότι οι συγχωνεύσεις σε κλάδους οι οποίοι είναι ή ήταν κάτω από κυβερνητικό έλεγχο προσθέτουν λιγότερη αξία από ότι οι εξαγορές σε μη ελεγχόμενους κλάδους που προσθέτουν περισσότερη αξία. Στις εταιρείες που είναι κάτω από κυβερνητικό έλεγχο η δημιουργία χαμηλής αξίας καθίσταται σημαντικά αρνητική όταν η συγχώνευση αφορά δύο επιχειρήσεις από διαφορετικές χώρες και οφείλεται κυρίως στην χαμηλότερη απόδοση που αποκομίζουν οι μέτοχοι της επιχείρησης στόχου κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης.

Πολλές φορές οι αγοράστριες εταιρείες προβαίνουν σε εξαγορές επιχειρήσεων με την χρησιμοποίηση μετρητών. Οι Goergen και Renneboog (2004) υποστήριξαν ότι αν τα στελέχη γνωρίζουν ότι οι μετοχές τους αξίζουν περισσότερο από την αγοραία τιμή τους τότε θα προβούν στην εξαγορά με μετρητά. Πιο συγκεκριμένα, μελλοντικές αλλαγές στην τιμή των μετοχών θα ωφελήσουν μόνο τους μετόχους της εταιρείας που υποβάλλει την προσφορά.

Παρατηρείται συχνά ότι πραγματοποιούνται συγχωνεύσεις και εξαγορές μέσω ανταλλαγής μετοχών. Δύο είναι οι λόγοι, όπως εντοπίσθηκαν στην διεθνή βιβλιογραφία, που ωθούν τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν τις μετοχές αντί των μετρητών για την εξαγορά και συγχώνευση άλλων εταιρειών. Πρώτον, οι αγοράστριες εταιρείες προσπαθούν να αυξήσουν τα κέρδη με σκοπό την αύξηση της τιμής της μετοχής τους και την χρησιμοποίηση λιγότερων μετοχών για την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ολοκλήρωση της εξαγοράς (Erickson, Wang, 1999). Δεύτερον, οι διοικούντες της αγοραζόμενης επιχείρησης συχνά προσχωρούν σε μια συγχώνευση ακόμα και αν γνωρίζουν ότι οι μετοχές της αγοράζουσας είναι υπερτιμημένες (Shleifer and Vishny, 2003). Η προσχώρηση της αγοραζόμενης επιχείρησης σε μια τέτοια συναλλαγή μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους όπως είναι: (α) η επιτάχυνση ασκήσεως των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών στα στελέχη της αγοραζόμενης επιχείρησης, (β) η παροχή στα στελέχη της αγοραζόμενης επιχείρησης γενναιόδωρων αποζημιώσεων αποχώρησης ή διατηρώντας τους σε κορυφαίες θέσεις.

Οι Erickson και Wang (1999) παρατήρησαν πως ο βαθμός χειραγώγησης των κερδών είναι μια αυξανόμενη συνάρτηση των οικονομικών συμφερόντων που διακυβεύονται σε εξαγορές όπως αυτό μετριέται με το μέγεθος της σχετικής συμφωνίας. Πιο συγκεκριμένα, εάν το μέγεθος της επιχείρησης στόχου είναι σχετικά μικρό σε σχέση με το μέγεθος της απορροφώσας-αγοράστριας επιχείρησης τότε τα οικονομικά οφέλη από την αύξηση της τιμής της μετοχής θα είναι σχεδόν ανεπαίσθητα. Σε αντίθετη περίπτωση όπου το μέγεθος της επιχείρησης στόχου είναι μεγαλύτερο από αυτό της απορροφώσας-αγοράστριας τα οικονομικά οφέλη είναι σχετικά υψηλά. Οι Erickson και Wang (1999) διαπίστωσαν πως η αγορά γνωρίζει ότι η επιχείρηση, ανεξαρτήτως εάν χειραγωγεί τα κέρδη της, αυξάνει τα κέρδη της πριν την απόκτηση διαφόρων χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως τα swaps. Ως συνέπεια αυτού η αγορά μειώνει την τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης εξαγοράς των συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Ακόμα και αν η εταιρεία στόχος αναμένει να μην χρησιμοποιούνται τεχνικές αλλοίωσης των αποτελεσμάτων από την αγοράστρια εταιρεία, εξακολουθεί η εταιρεία στόχος να έχει την υποχρέωση να εξερευνήσει το γεγονός της χειραγώγησης κερδών.

Οι Healy και Wahlen (1999) μέσα από μια ανασκόπηση επιστημονικών άρθρων εντόπισαν ότι πριν από δημόσιες προσφορές μετοχών πολλά στελέχη επιχειρήσεων διογκώνουν τα κέρδη σε μια προσπάθεια αύξησης των προσδοκιών των επενδυτών για μελλοντικές αποδόσεις και αύξησης της τιμής διάθεσης. Επομένως, η τεχνική της διαχείρισης των κερδών από τα στελέχη της εκάστοτε επιχείρησης πριν από εκδόσεις νέων μετοχών επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την τιμή αυτών των μετοχών. Για παράδειγμα οι Dechow et al.(1996) παρατήρησαν πως όταν ανακοινωθεί για πρώτη φορά στο κοινό ότι κάποιες εταιρείες προβαίνουν σε τεχνικές διαχείρισης κερδών τότε κατά μέσο όρο η τιμή της μετοχής των συγκεκριμένων εταιρειών μειώνεται κατά 9%. Άλλος ένας σημαντικός παράγοντας που έχει άμεση σχέση με το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών αφορά τον έλεγχο των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οικονομικών καταστάσεων. Οι Healy και Wahlen (1999) θεωρούν ότι πολλές φορές ο ημιτελής έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από τους εξωτερικούς ελεγκτές δημιουργεί ευκαιρίες στα διευθυντικά στελέχη για διαχείριση των αποτελεσμάτων.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον στις συγχωνεύσεις διαδραματίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας που αποκτά η αγοράστρια επιχείρηση. Όπως διαπιστώνεται από την έρευνα των Erickson και Wang (1999), οι εταιρείες που αποκτούν ένα ισχυρό ποσοστό τείνουν να έχουν και μεγαλύτερη διακριτική ευχέρεια ως προς την χρήση διαφόρων λογιστικών πολιτικών.

Στις παραπάνω περιπτώσεις εξετάστηκε το γεγονός η απορροφώσα ή αγοράστρια επιχείρηση να είναι αυτή που επιθυμεί πρώτη να συμμετέχει σε μια συγχώνευση ή εξαγορά και να προβαίνει σε τεχνικές χειραγώγησης κερδών. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη αφορά την χειραγώγηση των κερδών από την πλευρά της επιχείρησης-στόχου. Οι Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) παρατήρησαν ότι οι εταιρείες-στόχος μειώνουν τα κέρδη τους πριν από την ημερομηνία που ανακοινώνουν την πρόθεση τους για να αποκτηθούν ακόμα και δύο χρόνια πριν από την επίσημη ανακοίνωση της εξαγοράς. Μια πιθανή εξήγηση για την συγκεκριμένη πρόθεση σχετίζεται με το γεγονός ότι οι εταιρείες-στόχος επιλέγουν να αναγνωρίζουν όλα τα προβλήματα στο έτος που ανακοινώνουν την δημόσια πρόθεση τους να αποκτηθούν με σκοπό την δημιουργία ενός διεθνούς «brand» μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Οι αρθρογράφοι ανάμεσα στις εταιρείες-στόχους οι οποίες επιθυμούν την απόκτηση τους από μια αγοράστρια επιχείρηση, παρατήρησαν πως οι εταιρείες που προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης κερδών διαθέτουν τα δύο ακόλουθα χαρακτηριστικά: (α) λιγότερο κερδοφόρες και (β) χαμηλότερης ανάπτυξης.

Οι Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αγορά αποτιμάει θετικά την ενέργεια της εταιρείας στόχου περί επιθυμίας αυτής για μελλοντική απόκτηση από την αγοράστρια επιχείρηση. Αυτό υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά πιστεύουν ότι η διοίκηση κάνει την καλύτερη επιχειρηματική επιλογή στο συγκεκριμένο χρονικό σημείο. Οι αρθρογράφοι παρατήρησαν ότι εν αντιθέσει με τους αναλυτές της αγοράς, οι πιθανοί αγοραστές εκτιμούν αρνητικά την απόφαση των επιχειρήσεων να χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα κάτω, θεωρώντας ότι τα προβλήματα που έχουν οι εταιρείες-στόχος δεν σταματούν στο σημείο της εξαγοράς αλλά θα συνεχίσουν να υφίστανται για πολλά έτη ακόμα. Σε συνέχεια αυτού,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

παρατηρήθηκε στην συγκεκριμένη έρευνα οι εταιρείες-στόχος που δεν προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης κερδών να ολοκληρώνουν πιο γρήγορα την παραπάνω συναλλαγή από ότι οι εταιρείες που προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών.

Παρόλες τις τεχνικές αύξησης των κερδών από την διοίκηση της επιχείρησης πριν από κάθε πράξη αγοράς ή συγχώνευσης, διαπιστώνεται ότι οι ελεγκτές έρχονται στο προσκήνιο με σκοπό να βοηθήσουν τους επενδυτές στην λήψη ορθολογικών αποφάσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι Lennox et al. (2018) διαπίστωσαν πολλές προσαρμογές των ελεγκτών στις οικονομικές καταστάσεις της αποκτώσας επιχείρησης πριν την πράξη της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Τα συγκεκριμένα ευρήματα προήλθαν από την παρατήρηση των πιστοποιητικών ελέγχων που δημοσιεύει η εκάστοτε ελεγκτική εταιρεία. Οι αρθρογράφοι συσχέτισαν επίσης τις προσαρμογές των ελεγκτών με το μέγεθος, με την απόδοση της εταιρείας, την ηλικία της εταιρείας και το κατά πόσο η ελεγκτική εταιρεία είναι καινούργια όπου διαπίστωσαν να υπάρχει αρνητική συσχέτιση. Στην συγκεκριμένη έρευνα παρατηρήθηκε θετική συσχέτιση μεταξύ των προσαρμογών των ελεγκτών με την μόχλευση και το ποσοστό ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Παρόλα αυτά θα πρέπει να διατυπωθούν οι συνέπειες που μπορεί να έχει η αγοράστρια επιχείρηση από την χειραγώγηση των αποτελεσμάτων της. Πιο συγκεκριμένα, αν η επιχείρηση στόχος διαπιστώσει ότι η απορροφώσα-αγοράστρια επιχείρηση χειραγωγεί τα κέρδη της τότε είναι πολύ πιθανόν είτε να ακυρώσει την εξαγορά είτε να μειώσει το τίμημα. Όμως οι επιχειρήσεις και πιο συγκεκριμένα τα στελέχη αυτών χρησιμοποιούν διάφορες λογιστικές διαδικασίες οι οποίες εφαρμόζονται με βάση τα εκάστοτε πρότυπα. Στις συγκεκριμένες περιπτώσεις η εταιρεία στόχος είναι δύσκολο να μπορεί να εντοπίσει κατά πόσο οι εταιρείες προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης κερδών. Οι ίδιες επιπτώσεις θεωρούμε ότι υπάρχουν και για τις εταιρείες-στόχος ή «Seeking Buyer» οι οποίες επιθυμούν να πραγματοποιηθεί μια εξαγορά.

3.2.1 Χειραγώγηση Κερδών και Συγχωνεύσεις-Εξαγορές σε Επίπεδο Χωρών

Στο παρόν κεφάλαιο αναφέρονται διάφορες έρευνες που σχετίζονται με την χειραγώγηση κερδών καθώς και τις συγχωνεύσεις εξαγορές όπως αυτές εφαρμόζονται σε επίπεδο χωρών.

Στην έρευνα των Lennox et al.(2018) η οποία πραγματοποιήθηκε στην Κίνα διαπιστώθηκε ότι η νομική ευθύνη των εταιρειών εις βάρος των διαφόρων μερών σε περίπτωση χειραγώγησης των κερδών είναι σχετικά χαμηλή. Αυτό υποδηλώνει ότι είναι πιο εύκολο για τα στελέχη της

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιχείρησης να παραποιήσουν τα κέρδη καθώς επίσης και οι ελεγκτές δεν υφίστανται κάποια πίεση για τον εντοπισμό και την αποτροπή διαφόρων μορφών χειραγώγησης.

Οι Beckman et al. (2019) διαπίστωσαν πως για εταιρείες οι οποίες εδρεύουν στις ΗΠΑ και εφαρμόζουν Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα είναι αρκετά δύσκολη η απεικόνιση λογιστικών γεγονότων σε δεδουλευμένη βάση με σκοπό την χειραγώγηση των κερδών. Σε αντίθεση με τις εταιρείες στον ίδιο τόπο εγκατάστασης που εφαρμόζουν τα Αμερικάνικα Λογιστικά Πρότυπα.

Οι Wang et al. (2018) ερεύνησαν την συσχέτιση της εξωτερικής χρηματοδότησης με την χειραγώγηση των κερδών σε μια αναδυόμενη αγορά όπως η Ταιβάν. Στην συγκεκριμένη χώρα επικρατεί το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης όπου ενισχύει την ικανότητα των διοικούντων να κρύβουν πληροφορίες σχετικά με τις πραγματικές οικονομικές επιδόσεις και παρεμποδίζει την αποτελεσματική λειτουργία συστημάτων εσωτερικού ελέγχου.

Στις οικονομίες με ισχυρή επιβολή (π.χ. ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο) δεν παρατηρείται το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών σε αντίθεση με χώρες αδύναμης επιβολής (π.χ. Ιταλία, Ινδία) όπου εκεί το συγκεκριμένο φαινόμενο είναι σύνηθες. Με άλλα λόγια οι αρθρογράφοι θεωρούν ότι το νομικό και θεσμικό περιβάλλον διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στο τρόπο που η επιχείρηση εμφανίζει τα κέρδη της. Γίνεται στην συγκεκριμένη έρευνα και διαχωρισμός μεταξύ των χωρών σχετικά με το νομικό καθεστώς, δηλαδή σε code-law και common-law. Οι LaPorta et al. (1998) ανέφεραν ότι χώρες με νομικό καθεστώς common-law προστατεύουν σε μεγάλο βαθμό τους εξωτερικούς επενδυτές σε αντίθεση με τις code-law.

Το συμπέρασμα των La Porta et al. (1998) επιβεβαιώνεται και από το άρθρο των Gopalan και Jayaraman (2011) όπου παρατηρούν μεγαλύτερη διαχείριση κερδών σε χώρες με νομικό καθεστώς code-law σε αντίθεση με αυτές που ανήκουν στο νομικό καθεστώς των common-law. Βέβαια οι αρθρογράφοι στο συγκεκριμένο άρθρο κάνουν την διάκριση μεταξύ εταιρειών ελεγχομένων είτε από οικογένειες είτε από χρηματοπιστωτικούς-κυβερνητικούς φορείς (Insiders) οι οποίοι γενικά τείνουν να διαχειρίζονται πολλές φορές τα κέρδη τους. Οι συγκεκριμένες εταιρείες σε νομικά καθεστώτα common-law τείνουν να μην παρουσιάζουν τόσο συχνά το συγκεκριμένο φαινόμενο. Επιπροσθέτως, διαπιστώνεται πως οι εταιρείες «Insiders» τείνουν να προσελκύουν λιγότερα ξένα κεφάλαια σε σχέση με άλλες εταιρείες αλλά μόνο όταν βρίσκονται σε περιβάλλοντα με χαμηλή προστασία των επενδυτών (Leuz et al.[2009]).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι Spyrou και Siougle (2007) εξέτασαν κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσδίδουν αξία στις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η αγορά αντιλαμβάνεται ότι η δημιουργία αξίας είναι διαφορετική μεταξύ διαφόρων κλάδων της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές αντιδρούν αρνητικά στις ανακοινώσεις εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο των τροφίμων και της ιχθυοπαραγωγής και θετικά στους κλάδους που ασχολούνται με την διαφήμιση και την τεχνολογία. Επομένως, φαίνεται πως ο κλάδος στον οποίο βρίσκεται μια εταιρεία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην έκβαση μιας ενδεχόμενης συγχώνευσης-εξαγοράς.

Οι Ascioglou et al. (2002) βρήκαν μια στατιστικά σημαντική αύξηση στην συσχέτιση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (NYSE) και του δείκτη Nasdaq ακριβώς πριν την επίσημη ανακοίνωση μιας συγχώνευσης.

Στο άρθρο των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) παρατηρήθηκε χειραγώγηση των κερδών σε εταιρείες που ανήκουν στις ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα οι εταιρείες-στόχος του συγκεκριμένου δείγματος είναι μη εισηγμένες. Το δείγμα που πάρθηκε από τους αρθρογράφους αφορούσε διαφορετικούς κλάδους. Οι κλάδοι με τις περισσότερες εταιρείες αφορούσαν τις επιχειρηματικές υπηρεσίες και τα χημικά προϊόντα. Στην συνέχεια το δείγμα αφορούσε ηλεκτρικό εξοπλισμό και εταιρείες εξαγωγής πετρελαίου και αερίου.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.3 Προβλέψεις (Forecasting)

Σύμφωνα με τον ορισμό που διατύπωσαν οι Αγιακλόγλου και Οικονόμου (2004) «η πρόβλεψη αποτελεί μια αναγκαία και από τις πλέον βασικές λειτουργίες της διοίκησης των επιχειρήσεων. Η πρόβλεψη αποτελεί μια απαραίτητη πηγή πληροφόρησης, η οποία υποστηρίζει την λήψη αποφάσεων. Μάλιστα, όσο πιο ακριβής είναι η πρόβλεψη, τόσο πιο σωστή αναμένεται να είναι και η απόφαση που λαμβάνεται». Οι διάφοροι οργανισμοί ή επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την πρόβλεψη με σκοπό είτε να εξετάσουν τον ορθότερο τρόπο κατανομής των διαφόρων εξόδων είτε να μπορέσουν να προϋπολογίσουν όσο το δυνατόν καλύτερα τα διάφορα έσοδα τους.

Στην κατάρτιση των προβλέψεων συμμετέχουν διάφορα μέρη της επιχείρησης (stakeholders) καθώς και η ίδια η διοίκηση της επιχείρησης. Στην παρούσα έρευνα γίνεται αναφορά στους αναλυτές, οι οποίοι βρίσκονται εκτός επιχείρησης, καθώς και στην διοίκηση της επιχείρησης. Ο τρόπος που καταρτίζεται μια πρόβλεψη σχετίζεται με την επιλογή ενός κατάλληλου συνόλου δεδομένων από το οποίο θα προκύψουν και οι αντίστοιχες εκτιμήσεις. Είναι σημαντικό να διευκρινισθεί επίσης το γεγονός ότι τα διάφορα μέρη που διενεργούν την πρόβλεψη μετά το πέρας της δημοσίευσης των πραγματικών αποτελεσμάτων προβαίνουν στην σύγκριση αυτών με τα προβλεπόμενα ποσά. Η ενέργεια αυτή διενεργείται τόσο από τους αναλυτές όσο και από την ίδια την διοίκηση με σκοπό την βελτίωση όσο τον δυνατόν καλύτερα του μοντέλου πρόβλεψης.

Οι διάφοροι επενδυτές μετρούν την απόδοση μιας μετοχής με βάση την ισχύ των κερδών μιας εταιρείας. Επομένως, για να μπορέσουν να κάνουν μια σωστή εκτίμηση οι επενδυτές χρειάζονται πληροφορίες σχετικά με τα προβλεπόμενα κέρδη. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές αναζητούν μια σωστή εκτίμηση των κερδών ανά μετοχή (ΚΑΜ) τόσο του τρέχοντος όσο και του επομένου έτους. Οι αναλυτές και τα στελέχη της επιχείρησης βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη που ενδέχεται να έχει η εκάστοτε εταιρεία καθώς και στην κερδοφορία αυτής.

Σε συνέχεια της παραπάνω ανάλυσης μας σχετικά με το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών είναι ενδιαφέρον να διενεργηθεί η συσχέτιση αυτού του φαινομένου με την διαδικασία των προβλέψεων. Οι Loukianova et al. (2017) αναφέρθηκαν στο πόσο σημαντικό είναι το γεγονός της πρόβλεψης της χειραγώγησης των κερδών μιας εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, οι αρθρογράφοι επικεντρώνονται στον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την πρόθεση μιας

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εταιρείας να διαχειριστεί τα κέρδη της στο μέλλον. Λαμβάνοντας υπόψη τις σωρευτικές ζημίες που μπορεί να υποστούν διάφορα μέρη της επιχείρησης (stakeholders) από την χειραγώγηση των κερδών, η κατάρτιση των προβλέψεων αποκτά σπουδαίο ρόλο στην ενημέρωση των συγκεκριμένων μερών.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως η κατάρτιση των προβλέψεων έχουν ως τελικό αποδέκτη διάφορα μέρη της επιχείρησης (stakeholders). Οι Beyer et al. (2010) εστιάζουν στις προβλέψεις που καταρτίζονται από την πλευρά της διοίκησης και υποστηρίζουν ότι αυτές παρέχουν περισσότερες πληροφορίες στους επενδυτές της επιχείρησης από οποιαδήποτε άλλη λογιστική πηγή.

Είναι εμφανές το γεγονός ότι πολλές φορές υπάρχει ασσυμετρία στην πληροφόρηση, όσον αφορά την διενέργεια προβλέψεων, μεταξύ των αναλυτών και των μελών της διοίκησης της επιχείρησης. Η διεθνής βιβλιογραφία δείχνει ότι οι διοικούντες προβαίνουν σε εθελοντική αποκάλυψη των πληροφοριών μέσα από την διενέργεια των προβλέψεων για να μπορέσουν να μειώσουν το φαινόμενο της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Παρόλα αυτά πολλές φορές τα στελέχη των επιχειρήσεων εκμεταλλεύονται την ευχέρεια που τους δίνεται ώστε να εξυπηρετήσουν προσωπικά τους οφέλη (Cheng et al., 2013).

Επίσης, διαφορετικό είναι και το κόστος που επιβαρύνονται οι δύο αυτές ομάδες για την δημιουργία των προβλέψεων. Όσον αφορά τους αναλυτές για να μην υποπέσουν σε ουσιώδη σφάλματα χρειάζεται να έχουν επαρκείς πληροφορίες για διάφορα μέρη που επηρεάζουν την επιχείρηση όπως π.χ.: προμηθευτές, πελάτες, ανταγωνιστές κ.α. Από την πλευρά της διοίκησης οι συγκεκριμένες πληροφορίες δίνονται από το εσωτερικό σύστημα της επιχείρησης.

Στην συνέχεια της βιβλιογραφικής επισκόπησης δίνεται έμφαση σε μια περαιτέρω ανάλυση των προβλέψεων που καταρτίζονται τόσο από την πλευρά της διοίκησης όσο και από την πλευρά των αναλυτών καθώς και στη σχετική αλληλεπίδραση των συγκεκριμένων δύο μερών. Παρόμοια μελέτη διενεργήθηκε και από τους Altschuler et al. (2015) οι οποίοι όμως επικεντρώθηκαν στην αναζήτηση ιδιωτικών πληροφοριών από την πλευρά των αναλυτών και στο κατά πόσο αυτές οι πληροφορίες αποκτώνται από τις προβλέψεις που γνωστοποιούν τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η έρευνα που διενεργείται είναι σημαντική για τους ακόλουθους λόγους. Πρώτον, οι αναλυτές και τα στελέχη της διοίκησης αποτελούν τις κυριότερες πηγές εμπιστοσύνης για την αξιολόγηση μιας εταιρείας. Δεύτερον, μέσα από τις προβλέψεις των αναλυτών και της διοίκησης είμαστε σε θέση να διακρίνουμε διαφόρους παράγοντες που επιδρούν στην απόδοση της εκάστοτε επιχείρησης. Παρόλο που οι προηγούμενες μελέτες, σύμφωνα με όσα γνωρίζουμε, συνήθως επικεντρώνονται στις προβλέψεις της διοίκησης και των αναλυτών ως δύο ξεχωριστά σημεία, η συγκεκριμένη μελέτη εξετάζει και τις δυο πλευρές αλλά και την σχετική αλληλεπίδραση αυτών.

3.3.1 Προβλέψεις Διοίκησης

Στην διεθνή βιβλιογραφία έχει διαπιστωθεί εμπεριστατωμένα ότι οι προβλέψεις οι οποίες καταρτίζονται από την πλευρά της διοίκησης αποτελούν σημαντική πηγή πληροφόρησης για τα διάφορα συμμετέχοντα μέλη των κεφαλαιαγορών. (Siougle, 2007). Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων εκδίδουν προβλέψεις με σκοπό την αποκάλυψη πληροφοριών προς το επενδυτικό κοινό και την αποφυγή φαινομένων ασύμμετρης πληροφόρησης.

Μετά την εφαρμογή του Κανονισμού περί Δίκαιης Γνωστοποίησης (Reg. FD 2000) διαπιστώθηκαν αλλαγές τόσο στην συχνότητα όσο και στην μορφή των προβλέψεων της διοίκησης. Πιο συγκεκριμένα με αυτόν τον κανονισμό οι επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες σε διάφορες χρηματοπιστωτικές αγορές, είναι υποχρεωμένες να αποκαλύπτουν οποιαδήποτε πληροφορία σε όλο το επενδυτικό κοινό και όχι μεροληπτικά σε ορισμένα μέρη.

Οι Lang και Lundholm (1993) και οι Kasznik και Lev (1995) παρατήρησαν ότι οι διοικούντες μια επιχείρηση είναι πιθανότερο να παρέχουν προβλέψεις κερδών και άλλες εθελοντικές γνωστοποιήσεις όταν η επιχείρηση είναι μεγάλου μεγέθους καθώς επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακος. Επίσης η επιχείρηση δημοσιεύει προβλέψεις στο κοινό όταν τα κέρδη είναι εύκολα προσδιορισμένα (Waymire, 1985).

Οι Hribar και Yang (2016) εξέτασαν το φαινόμενο της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης των στελεχών της διοίκησης στην κατάρτιση των προβλέψεων. Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει το λόγο για τον οποίο τα στελέχη δεν πετυχαίνουν τις προβλέψεις που έχουν θέσει όταν το κόστος της μη επίτευξης είναι αρκετά μεγάλο. Πιο συγκεκριμένα, τα στελέχη της επιχείρησης αποφασίζουν για το ποσό της πρόβλεψης, το επίπεδο της πρόβλεψης και την ακρίβεια αυτής. Οι αρθρογράφοι διαχώρισαν το φαινόμενο της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης σε δύο τύπους

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ανθρώπων της διοίκησης: σε ανθρώπους με υπερβολική αισιοδοξία (over-optimism) σχετικά με την έκβαση διαφόρων αποτελεσμάτων και σε ανθρώπους που υποτιμούν την αβεβαιότητα (miscalibration) όταν προβλέπουν αβέβαια γεγονότα.

Όσον αφορά την ακρίβεια της πρόβλεψης οι Cheng et al. (2013) διαπίστωσαν ότι όσο ακριβέστερη είναι η πρόβλεψη τόσο πιο πιθανό είναι αυτή να αποδειχθεί λανθασμένη. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι τα πραγματικά αποτελέσματα ενδέχεται να ξεπεράσουν το εύρος των προβλέψεων και ως συνέπεια αυτού να βαίνει σε υψηλότερα επίπεδα ο κίνδυνος γνωστοποίησης (risk disclosure). Οι διοικούντες τις επιχειρήσεις έχουν ως κίνητρο να αυξάνουν την ακρίβεια των προβλέψεων σε δυο περιπτώσεις. Πρώτον, όταν αποκαλύπτουν θετικά νέα πριν την πώληση μετοχών και δεύτερον όταν αποκαλύπτουν αρνητικά νέα πριν την αγορά μετοχών.

Η Siougle (2007) σε έρευνα της σχετικά με εταιρείες ανεύρεσης κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο Αθηνών απέδειξε ότι οι εταιρείες είναι πολύ αισιόδοξες στην διενέργεια των προβλέψεων αντί να ενεργούν με ορθολογικό τρόπο με μοναδικό σκοπό την παραπλάνηση των λοιπών ενδιαφερόμενων (stakeholders). Στο συγκεκριμένο γεγονός παρατηρείται μια ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των επενδυτών και των στελεχών της διοίκησης. Ως συνέπεια αυτού, όπως αποδεικνύεται από την παραπάνω έρευνα, είναι να μειωθεί η αξιοπιστία της εκάστοτε εταιρείας, πράγμα το οποίο είναι σημαντικό στην λειτουργία μιας αναδυόμενης κεφαλαιαγοράς. Επιπροσθέτως, αυτή η ασύμμετρη πληροφόρηση ωθεί τους επενδυτές να αγοράζουν μετοχές με αποτέλεσμα την εσφαλμένη κατανομή του επενδυμένου κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, χαμηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης δημιουργεί και χαμηλό κόστος κεφαλαίου. Από την άλλη πλευρά είναι σημαντικό να διευκρινισθεί το γεγονός ότι πολλά χρηματιστήρια δίνουν το δικαίωμα στους επενδυτές σε περίπτωση παραπλάνησης τους να ασκήσουν τα έννομα δικαιώματα τους με απώτερο σκοπό την άμεση αποζημίωση τους.

Η Siougle (2007) διαπίστωσε ότι το μέγεθος των συγκεκριμένων εταιρειών, ο αριθμός των κοινών μετοχών και η φήμη των ελεγκτών δεν συσχετίζονται με την ακρίβεια των προβλέψεων που καταρτίζονται από την εκάστοτε εταιρεία, σε αντίθεση με την συσχέτιση των προβλέψεων και τις προοπτικές ανάπτυξης. Πιο συγκεκριμένα, όταν μια εταιρεία αντιμετωπίζει υψηλές προοπτικές ανάπτυξης τείνει να αντιμετωπίζει πιο αισιόδοξα τις προβλέψεις. Ακόμα μια

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

θετική συσχέτιση που παρατηρήθηκε σχετίζεται με το κατά πόσο κέρδη προηγούμενων χρήσεων ερμηνεύουν την μελλοντική τιμή της μετοχής.

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την ακρίβεια των προβλέψεων σχετίζεται με τα κίνητρα της κάθε μιας επιχείρησης. Σε έρευνα των Brockman et al. (2008) διαπιστώθηκε να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της συχνότητας των προβλέψεων της διοίκησης και των προσωπικών κινήτρων των διοικητικών στελεχών. Πιο συγκεκριμένα παρατηρήθηκε πως πριν από την διενέργεια επαναγοράς μετοχών η συχνότητα και το μέγεθος των αρνητικών ειδήσεων (θετικών ειδήσεων) είναι υψηλότερες (χαμηλότερες).

Οι Hribar και Yang (2016) διαπίστωσαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης των διοικούντων την επιχείρηση και της έκδοσης εθελοντικών προβλέψεων. Επίσης στην συγκεκριμένη έρευνα παρατηρήθηκε ότι οι διοικούντες με υπέρμετρη αυτοπεποίθηση είναι πιο πιθανόν να διενεργήσουν προβλέψεις ακόμα και αν οι συγκεκριμένες προβλέψεις δεν επιβεβαιώνουν τα δημοσιευμένα αποτελέσματα.

Παρατηρείται ότι σε περιπτώσεις υπέρμετρης αυτοπεποίθησης, τα στελέχη της διοίκησης καταρτίζουν προβλέψεις με μεγαλύτερη συχνότητα πράγμα το οποίο αυξάνει την πιθανότητα τα προβλεπόμενα να διαφέρουν αισθητά από τα πραγματικά αποτελέσματα. Επιπροσθέτως οι Hribar και Yang (2016) έδειξαν ότι οι διοικούντες με υπέρμετρη αυτοπεποίθηση καταρτίζουν προβλέψεις επηρεαζόμενοι από την υπερβολική αισιοδοξία τους. Αυτή η απόκλιση των προβλέψεων με τα πραγματικά αποτελέσματα έχει σημαντικές επιπτώσεις στην φήμη, στην αξιοπιστία και στις προοπτικές καριέρας των διοικούντων (Hutton και Stocken, 2009; Mergenthaler, Rajgopal και Srinivasan, 2011).

Οι Hribar και Yang (2016) διαπίστωσαν πως αποδοτικές εταιρείες όπως αυτές προσδιορίζονται από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) είναι πιο πιθανόν να πετύχουν τα αποτελέσματα των προβλέψεων εν συγκρίσει με τις μη αποδοτικές εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν αποκλίσεις από τα πραγματικά αποτελέσματα.

Οι εταιρείες που διαθέτουν στελέχη με υπέρμετρη αυτοπεποίθηση, σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία, παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: αρχικά τείνουν να μην διαθέτουν μέρισμα στους μετόχους (Ben – David et al. 2013), επιπροσθέτως επενδύουν σε πρότζεκτ χαμηλού κινδύνου τα οποία τελικά οδηγούν στην μακροπρόθεσμη μείωση της αξίας της επιχείρησης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

(Malmendier και Tate 2008). Πολλές φορές όμως παρατηρείται τα στελέχη να επενδύουν σε πρότζεκτ υψηλού κινδύνου τα οποία τους προσδίδουν πιο πρωτοποριακά αποτελέσματα (Hribar και Yang 2016).

Άλλος ένας σημαντικός παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη στην αξιολόγηση των προβλέψεων της διοίκησης αφορά το γεγονός της εμπιστοσύνης που μπορούν να δώσουν οι επενδυτές σε ένα εύρος προβλέψεων πριν από την απεικόνιση των πραγματικών αριθμητικών στοιχείων. Τα ευρήματα των Siougle και Chronopoulos (2018) έδειξαν ότι υπάρχει σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο μέσα στα όρια των προβλέψεων που καταρτίζονται από την διοίκηση. Βέβαια οι αρθρογράφοι επισήμαναν ότι αυτό το συμπέρασμα είναι στατιστικά σημαντικό για την μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή σε αντίθεση με το ύψος των πωλήσεων. Στην έρευνα αυτήν εξετάζεται και η κατεύθυνση της πρόβλεψης διαχωρίζοντας τους διοικούντες σε αισιόδοξους και απαισιόδοξους. Με τον συγκεκριμένο διαχωρισμό διαπιστώθηκε πως οι εταιρείες με απαισιόδοξες προβλέψεις από την πλευρά των διοικούντων δίνουν πιο ακριβή όρια προβλέψεων στους ενδεχόμενους επενδυτές. Η αισιόδοξη στάση των διοικούντων σύμφωνα με την συγκεκριμένη έρευνα σηματοδοτεί υπερβολική αισιοδοξία η οποία και δεν επιβεβαιώνεται από τα πραγματικά στοιχεία του έτους.

Οι διοικήσεις προβαίνουν στην κατάρτιση των προβλέψεων με κύριο σκοπό την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Τις περισσότερες φορές η συγκεκριμένη ενημέρωση έχει ισχυρό αντίκρισμα στην τιμή της εκάστοτε μετοχής. Οι Cheng et al. (2013) στην έρευνα τους διαπίστωσαν ότι οι διοικούντες τις επιχειρήσεις επιλέγουν στρατηγικά την ακρίβεια των προβλέψεων τους. Πιο συγκεκριμένα, διαπίστωσαν την αύξηση της τιμής της μετοχής πριν από πωλήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών (insider sales) και την μείωση αυτής πριν από αγορά εμπιστευτικών πληροφοριών (insider purchases). Είναι σημαντικό να διευκρινισθεί το γεγονός ότι τόσο η αγορά όσο και η πώληση εμπιστευτικών πληροφοριών αποτελούν μια νόμιμη ενέργεια.

Οι Cheng et al. (2013) διαπίστωσαν επίσης ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των προβλεπόμενων ειδήσεων σχετικά με την εικόνα μιας μετοχής και της ακρίβειας των προβλέψεων σε περιπτώσεις πώλησης εμπιστευτικών πληροφοριών. Αντίθετα σε περιπτώσεις αγοράς εμπιστευτικών πληροφοριών παρατηρήθηκε αρνητική συσχέτιση των προβλεπόμενων ειδήσεων και της ακρίβειας των προβλέψεων. Ένα από τα ευρήματα της έρευνας σχετίζεται και με την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιμονή των στελεχών σχετικά με την ακρίβεια των προβλέψεων. Πιο συγκεκριμένα, επιχειρήσεις που εξέδιδαν ακριβέστερες προβλέψεις στο παρελθόν μπορεί να συνεχίσουν να εκδίδουν ακριβείς προβλέψεις και στο μέλλον.

3.3.2 Προβλέψεις Αναλυτών

Οι αναλυτές αποτελούν ένα σημαντικό και χρήσιμο κομμάτι της κεφαλαιαγοράς καθώς επιδιώκουν να παράγουν νέες και χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές-πελάτες τους. Για την καλύτερη ενημέρωση-εξυπηρέτηση αυτών χρησιμοποιούν και επεξεργάζονται διαθέσιμες πληροφορίες ώστε να καταλήξουν σε ένα εύλογο συμπέρασμα σχετικά με την πρόβλεψη της κάθε μια επιχείρησης. Με άλλα λόγια οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές είναι σημαντικοί διαμεσολαβητές των κεφαλαιαγορών οι οποίοι κατανοούν ποιες πληροφορίες πρέπει να χρησιμοποιήσουν ώστε να καταστήσουν τις αγορές αρκετά πιο αποδοτικές.

Πολλές φορές παρατηρείται το γεγονός να προβαίνουν οι αναλυτές σε ενδεχόμενες προβλέψεις πριν αυτές καταρτισθούν από την πλευρά της διοίκησης. Οι Altschuler et al. (2015) απαντάνε στην συγκεκριμένη πρόταση μέσα από μια σειρά επιχειρημάτων. Αρχικά, οι ακριβείς και έγκυρες προβλέψεις των αναλυτών είναι πολύ χρήσιμες για τους διαφόρους επενδυτές. Οι επενδυτές εκτιμούν τις έγκυρες πληροφορίες επειδή διευκολύνουν την διαπραγμάτευση σε πραγματικό χρόνο και αποφεύγουν τους αναλυτές που τους στερούν την ευκαιρία για την δημιουργία κερδών μέσω διαφόρων συναλλαγών. Δεύτερον, η αποφυγή έγκαιρων προβλέψεων από την πλευρά των αναλυτών μπορεί να δημιουργήσει την αντίληψη ότι ο αναλυτής αποφεύγει να διενεργήσει έρευνα σχετικά με την πρόβλεψη διαφόρων κονδυλίων της επιχείρησης.

Πολλοί λίγοι θα μπορούσαν να διαφωνήσουν με το γεγονός ότι οι προβλέψεις που καταρτίζονται από την πλευρά της διοίκησης παρέχουν περισσότερη πληροφόρηση από τις προβλέψεις που καταρτίζονται από τους αναλυτές. Παρόλα αυτά όπως υποστηρίζεται και από τους Altschuler et al. (2015), η ακρίβεια των προβλέψεων από τα στελέχη της διοίκησης πολλές φορές θα είναι άγνωστη μέχρι την επίσημη ανακοίνωση των κερδών μιας επιχείρησης. Επιπροσθέτως οι προβλέψεις που καταρτίζονται εκ μέρος των αναλυτών έχουν μεγάλη σημασία όταν τα κέρδη καθώς και διάφορες λογιστικές μέθοδοι μεταβάλλονται αισθητά. Σε περίπτωση τέτοιων ασυνήθιστων μεταβολών τα στελέχη της επιχείρησης δεν προβαίνουν συχνά στην κατάρτιση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προβλέψεων με αποτέλεσμα να μην καθίσταται εύκολη η δυνατότητα απόκτησης κατάλληλων πληροφοριών όσο αφορά την κατάρτιση προβλέψεων από τους αναλυτές.

Οι Altschuler et al. (2015) εξέτασαν κατά πόσο οι αναλυτές για να καταρτίσουν μια πλήρη πρόβλεψη, πριν αυτή δημοσιευθεί από την πλευρά της διοίκησης, προβαίνουν σε ένα δαπανηρό έξοδο όπως είναι η απόκτηση ιδιωτικών πληροφοριών της διοίκησης της επιχείρησης. Κατέληξαν τελικά στο συμπέρασμα πως οι αναλυτές αποκτούν λιγότερες ιδιωτικές πληροφορίες όταν αναμένεται πρόβλεψη από την διοίκηση της επιχείρησης. Το παραπάνω συμπέρασμα όμως μετριάζεται όταν υπάρχουν μεγαλύτερα δυνητικά κέρδη που μπορούν να καρπωθούν από την πλευρά των αναλυτών. Η έρευνα των αρθρογράφων σε ορισμένους Αμερικάνους αναλυτές έδειξε ότι οι συγκεκριμένοι τείνουν να αποκτούν ιδιωτικές πληροφορίες για την επιχείρηση πριν αυτές υπολογισθούν και από την πλευρά των στελεχών της διοίκησης.

Σε συνέχεια των παραπάνω κρίνεται αναγκαίο να εξεταστεί η χρησιμοποίηση των αναλυτών από την επενδυτική αγορά σε περιπτώσεις διαφόρων μετασχηματισμών της επιχείρησης. Οι Dereeper και Mashwani (2018) εξέτασαν την μεταβολή του αριθμού των αναλυτών σε περίπτωση διάσπασης μιας επιχείρησης σε δυο νομικές οντότητες. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται το φαινόμενο ένα μέρος της επιχείρησης να διασπάται και να πωλείται στην χρηματιστηριακή αγορά. Ουσιαστικά από εκείνη την στιγμή και μετά θεωρούμε ότι οι δύο οντότητες παρουσιάζουν σχέση μητρικής-θυγατρικής. Οι αρθρογράφοι ανέμεναν ότι σε αυτή την περίπτωση οι αναλυτές που είχαν εξειδίκευση σε ένα τμήμα θα παρακολουθούν μόνο στο συγκεκριμένο τμήμα που εξειδικεύονται. Ωστόσο, τα αποτελέσματα των ερευνητών έδειξαν ότι οι αναλυτές θα συνεχίσουν να παρακολουθούσαν την ίδια την επιχείρηση και ότι ο αντίκτυπος μεταξύ του αριθμού των αναλυτών πριν και μετά το συμβάν της διάσπασης είναι σημαντικός.

Μια λογική εξήγηση για τα ευρήματα των Dereeper και Mashwani (2018) σχετίζεται με το γεγονός ότι οι αναλυτές που έχουν περισσότερες ιδιωτικές πληροφορίες πριν από οποιαδήποτε διάσπαση παρέχουν περισσότερες πληροφορίες στην αγορά από ότι οι αναλυτές με μηδενική πληροφόρηση σχετικά με την εικόνα της επιχείρησης. Οι αρθρογράφοι επιπλέον παρατήρησαν ότι οι εκτιμήσεις των αναλυτών, οι οποίοι εξειδικεύονται στο κομμάτι της θυγατρικής επιχείρησης που διαχωρίστηκε, δεν παρουσιάζουν καμία μεταβολή είτε αυτή αφορά το κομμάτι της μητρικής είτε της θυγατρικής.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στην προσπάθεια διενέργειας των προβλέψεων από την πλευρά των αναλυτών τίθεται το ζήτημα της σωστής προσέγγισης διαφόρων χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Τα χαρακτηριστικά αυτά ποικίλουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Οι Bhandari et. al (2018) ασχολήθηκαν με τις εσωτερικές επιπρόσθετες αμοιβές (bonus) των στελεχών και κατά πόσο αυτές επηρεάζουν τις προβλέψεις των κερδών. Οι συγκεκριμένες αμοιβές μοιάζουν με συμβάσεις χρέους καθώς αντιπροσωπεύουν μια σταθερή υποχρέωση για την επιχείρηση όπου θα πρέπει να πραγματοποιεί μελλοντικές πληρωμές σε διάφορα στελέχη. Σύμφωνα με τους αρθρογράφους διαπιστώθηκε ότι το συγκεκριμένο μέτρο βελτιώνει σε μεγάλο βαθμό την ακρίβεια των αναλυτών.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 6.615 εταιρείες, οι Bhandari et. al (2018) διαπίστωσαν ότι η ακρίβεια της πρόβλεψης των κερδών αυξάνεται σε αντίθεση με την μεταβλητότητα αυτών και των αναθεωρήσεων που μειώνονται λόγω των επιπρόσθετων αμοιβών των στελεχών. Μια σωστή ερμηνεία του συγκεκριμένου γεγονότος μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι τα στελέχη υιοθετούν λιγότερο επικίνδυνες στρατηγικές καθιστώντας τα κέρδη πιο προβλέψιμα. Επιπροσθέτως, οι αρθρογράφοι διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που προβαίνουν στην παροχή των παραπάνω αμοιβών στηρίζονται στην αυξημένη απεικόνιση πληροφοριών προς το επενδυτικό κοινό, διαθέτουν πολλά επιχειρησιακά τμήματα, είναι λιγότερο εστιασμένες σε τεχνικές έρευνας και ανάπτυξης και παρουσιάζουν χαμηλή αύξηση των πωλήσεων.

3.3.3 Αλληλεπιδράσεις Προβλέψεων μεταξύ Αναλυτών και Διοίκησης

Στην διεθνή βιβλιογραφία παρατίθεται συχνά η διάκριση μεταξύ των προβλέψεων που γίνονται από την πλευρά των αναλυτών και των προβλέψεων που δημοσιεύει επίσημα η διοίκηση της εκάστοτε επιχείρησης. Οι Hutton et al. (2012) έδειξαν ότι πολλές φορές οι προβλέψεις των αναλυτών σε σχέση με αυτών της διοίκησης είναι πιο ακριβείς ακόμα και αν αυτές διενεργούνται πριν την επίσημη δημοσίευση από την πλευρά της διοίκησης της επιχείρησης.

Οι Altschuler et al. (2015) διαπίστωσαν ότι οι προβλέψεις της διοίκησης μιας επιχείρησης μειώνουν τον όγκο των ιδιωτικών πληροφοριών, που ενδεχομένως οι αναλυτές να χρειαζόταν ιδιαίτερα όταν τα κέρδη της επιχείρησης δείχνουν μια ιδιαίτερη αστάθεια. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα έρχεται σε συνέχεια της μη συχνής απεικόνισης των προβλέψεων από την επιχείρηση όταν τα κέρδη της είναι ευμετάβλητα. Οι αρθρογράφοι κατέληξαν ότι η σχέση μεταξύ των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προβλέψεων της διοίκησης και του κόστους απόκτησης ιδιωτικών πληροφοριών από τους αναλυτές θα πρέπει να στηρίζεται σε μια ανάλυση κόστους οφέλους.

Στην έρευνα των Siougle και Chronopoulos (2018) διαπιστώθηκε πως η εφαρμογή ενός εύρους προβλέψεων από την διοίκηση της επιχείρησης φαίνεται να έχει ιδιαίτερη επίδραση και στους αναλυτές αντίστοιχα. Στην συγκεκριμένη έρευνα διαπιστώθηκε επιπλέον το γεγονός πως η εφαρμογή ενός εύρους προβλέψεων από την πλευρά της διοίκησης συσχετίζεται αρνητικά με την μελλοντική απόδοση των μετοχών της εκάστοτε εταιρείας. Με άλλα λόγια η συγκεκριμένη μορφή κατάρτισης των προβλέψεων αντιμετωπίζεται τόσο από τους επενδυτές όσο και από τους αναλυτές ως σήμα προγνωστικού σφάλματος και ως πιθανή αβεβαιότητα σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης.

Στο ζήτημα των αλληλεπιδράσεων των προβλέψεων μεταξύ των αναλυτών και της διοίκησης αναφέρθηκαν οι Tang και Zhang (2018) όπου διενεργήθηκε μια κατηγοριοποίηση ανάμεσα σε υψηλή (high) και χαμηλή (low) επικάλυψη (overlap). Τα στελέχη ακολουθούν καταστάσεις υψηλής επικάλυψης (high-overlap) μόνο εάν: (α) οι ιδιωτικές πληροφορίες που έχουν στην κατοχή τους είναι σχεδόν μηδαμινές και προσφεύγουν στις εκτιμήσεις των αναλυτών, (β) οι πηγές πληροφόρησης ταυτίζονται με αυτές των αναλυτών. Αντίθετα, τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε προβλέψεις με χαμηλή επικάλυψη (low-overlap) με σκοπό να ενημερώσουν το επενδυτικό κοινό για τις ιδιωτικές πληροφορίες που έχουν στην κατοχή τους. Οι προβλέψεις με χαμηλή επικάλυψη συνοδεύονται από αντιδράσεις των αναλυτών και των επενδυτών και δίδουν υψηλότερη ακρίβεια εν συγκρίσει με τις προβλέψεις των αναλυτών. Οι αναλυτές σε προβλέψεις χαμηλής επικάλυψης, αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους ώστε να εναρμονιστούν με το εύρος των προβλέψεων της διοίκησης βελτιώνοντας παράλληλα και την ακρίβεια τους. Παρόλα αυτά οι αρθρογράφοι επισήμαναν πως είναι λιγότερο πιθανό να προχωρήσουν σε επίτευξη συναίνεσης όπως αυτό συμβαίνει στην πρόβλεψη υψηλής επικάλυψης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1 Υποθέσεις Έρευνας

Ο μεθοδολογικός σχεδιασμός της παρούσας εργασίας καθοδηγήθηκε από τον ευρύτερο ερευνητικό σκοπό, με γνώμονα την ορθότερη εξέταση της επίδρασης του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών σε εταιρείες οι οποίες δηλώνουν δημόσια την επιθυμία τους να αποκτηθούν από μια άλλη εταιρεία (πλέον «Seeking Buyer»). Η συγκεκριμένη συσχέτιση εξετάστηκε και από τους Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015), οι οποίοι όμως εστίασαν την έρευνα τους στις εταιρείες των ΗΠΑ σε αντίθεση με το δείγμα μας το οποίο επικεντρώνεται σε εταιρείες της Ευρώπης. Μέσα από αυτήν την προσπάθεια προσπαθήσαμε να εξετάσουμε την επίδραση της διακριτικής ευχέρειας των στελεχών στις οικονομικές καταστάσεις με ενδεχόμενες πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης δίνει την δυνατότητα για χειραγώγηση των αποτελεσμάτων από την πλευρά των διοικητικών στελεχών. Οι εταιρείες «Seeking Buyer» θα προσπαθήσουν τις περισσότερες φορές να μην παραποιήσουν τα κέρδη τους με κύριο γνώμονα την εξασφάλιση μιας ομαλής και ταυτόχρονα ωφέλιμης εξαγοράς. Αυτή η πρόθεση πηγάζει από την επιθυμία της επιχείρησης να εμφανίσει μια εικόνα, προς διάφορες αγοράστριες επιχειρήσεις, η οποία θα δείχνει την ανάγκη της επιχείρησης να εξαγοραστεί ενώ παράλληλα θα αφήνει ανοιχτά περιθώρια για μελλοντική ανάπτυξη (Anagnostopoulou και Tsekrekos, 2015).

Μέσω της απομόνωσης των συγκεκριμένων εταιρειών «Seeking Buyer» μας δίνεται η δυνατότητα να εξετάσουμε την ακόλουθη υπόθεση:

> ***H_0:*** *Οι εταιρείες «Seeking Buyers» οι οποίες εκδίδουν δημόσιες ανακοινώσεις για εύρεση αγοραστών δεν υιοθετούν τεχνικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους.*

Στο συγκεκριμένο σημείο σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η χρηματοοικονομική πληροφόρηση η οποία σε κάποιο βαθμό μειώνει το χάσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η θεσμοθέτηση για την προώθηση της διευθυντικής ευθύνης από την SOX (2002) αποτελεί ένα καθοριστικό βήμα στην επίλυση διαφόρων φαινομένων χειραγώγησης των κερδών. Οι χρηματοδότες απαιτούν πρόσβαση σε ιδιωτικές πληροφορίες της επιχείρησης με απώτερο σκοπό

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

την ορθή αποτίμηση της. Η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης είναι πιθανό να οδηγήσει σε εσφαλμένη αποτίμηση και ανισοκατανομή των διαθέσιμων επενδυτικών πόρων (Chronopoulos, 2017). Η θεσμοθέτηση οδηγιών σχετικά με τις παροχές εσωτερικής πληροφόρησης (Reg FD, 2000; SOX, 2002) έρχονται να ενισχύσουν το σκοπό των εταιρειών «Seeking Buyer» και παράλληλα να διευκολύνουν την δουλειά των αναλυτών. Σύμφωνα με τον Chronopoulos (2017) οι εταιρείες δημοσιοποιούν εκτιμήσεις στα ακόλουθα χρονικά διαστήματα: (α) μετά από την δημοσιοποίηση ιστορικών μεγεθών της προηγούμενης χρήσης και (β) πριν από την δημοσιοποίηση μεγεθών της τρέχουσας χρήσης.

Λαμβάνοντας υπόψη τις συγκεκριμένες πληροφορίες στη παρούσα διπλωματική εργασία γίνεται αναφορά στις προβλέψεις των αναλυτών των επιχειρήσεων «Seeking Buyer». Εν συνεχεία των ευρημάτων των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) θεωρούμε ότι οι προβλέψεις των αναλυτών αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο για τους εξωτερικούς χρήστες, στην συγκεκριμένη περίπτωση κυρίως μελλοντικούς αγοραστές, προκειμένου να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Με άλλα λόγια το εργαλείο των προβλέψεων προσδίδει υψηλής ποιότητας λογιστικά μεγέθη των συγκεκριμένων εταιρειών.

Εν συνεχεία της έρευνας των Chronopoulos και Siougle (2018), η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία εξετάζει την κατεύθυνση και την ακρίβεια των προβλέψεων όπως αυτές διενεργούνται από τους αναλυτές. Η δομή αυτής της εργασίας διαφοροποιείται από το άρθρο των Chronopoulos και Siougle (2018) σε δύο βασικούς τομείς: (α) εστιάζει σε εταιρείες «Seeking Buyer» που βρίσκονται εντός Ευρώπης (β) δίνει έμφαση στις προβλέψεις που διενεργούνται από την πλευρά των αναλυτών. Στην διεθνή βιβλιογραφία των προβλέψεων (Chronopoulos, 2017; Hribar και Yang, 2016) γίνεται εκτενής αναφορά σχετικά με το εάν οι εκτιμήσεις τόσο της διοίκησης όσο και των αναλυτών είναι μεγαλύτερες-αισιόδοξες (Optimistic) ή χαμηλότερες-απαισιόδοξες (Pessimistic) από το λογιστικό μέγεθος που πραγματικά απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις. Διαπιστώνεται συχνά σε φαινόμενα συγχωνεύσεων και εξαγορών (Abarbanell και Lehavy, 2003) οι αναλυτές να αντιμετωπίζουν τις εταιρείες που προβαίνουν σε εξαγορά μιας άλλης εταιρείας πιο συντηρητικά θέλοντας με αυτόν τον τρόπο να προστατέψουν τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders). Στην προκειμένη όμως περίπτωση εξετάζουμε το ενδεχόμενο εξαγοράς εταιρείας-στόχου με πρωτοβουλία της τελευταίας. Λαμβάνοντας υπόψη τόσο τις έρευνες των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) όσο και των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Murdoch and Madura (2011), θεωρούμε ότι οι αναλυτές πείθονται από την έκδοση των ανακοινώσεων εταιρειών «Seeking Buyer», εκλαμβάνοντας τις ως ένα θετικό σημάδι για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη που απαρτίζουν την συγκεκριμένη πράξη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι αναλυτές να διακατέχονται από ένα αίσθημα αισιοδοξίας στο στάδιο λήψης της απόφασης έκδοσης των προβλέψεων. Επομένως για τους αισιόδοξους αναλυτές κρίνεται σκόπιμο να δημοσιεύσουν πρώτα τις εκτιμήσεις τους, ώστε να μπορούν να εκφράσουν την θετική τους άποψη για τις συγκεκριμένες εταιρείες, και σε δεύτερο στάδιο να είναι πιο ακριβείς ως προς το πραγματικό λογιστικό μέγεθος (Chronopoulos και Siougle, 2018).

Από την άλλη πλευρά, οι αναλυτές οι οποίοι είναι σε μεγάλο βαθμό συγκρατημένοι σχετικά με τις ανακοινώσεις των εταιρειών «Seeking Buyer» τείνουν να είναι πιο απαισιόδοξοι και να εμφανίζουν εκτιμήσεις κάτω από τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Με άλλα λόγια, οι απαισιόδοξοι αναλυτές θα προσπαθήσουν να τιμωρήσουν τις επιχειρήσεις με την έκδοση όσο το δυνατόν χαμηλότερων εκτιμήσεων από τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Βασιζόμενοι στα παραπάνω, αναμένουμε οι αναλυτές των εταιρειών «Seeking Buyer» (ανεξαρτήτως κατεύθυνσης) να δημοσιεύουν προβλέψεις οι οποίες να μην προσδιορίζουν το πραγματικό μέγεθος των κερδών που εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις. Ως αποτέλεσμα των προηγουμένων διατυπώνονται οι ακόλουθες υποθέσεις:

$H1_a$: *Οι αναλυτές των εταιρειών «Seeking Buyer» παρουσιάζουν εκτιμήσεις κερδών που είναι αισιόδοξες ως προς το οριστικό λογιστικό μέγεθος.*

$H1_b$: *Οι προβλέψεις των κερδών των αναλυτών σε εταιρείες που εκδίδουν ανακοινώσεις «Seeking Buyer», τείνουν να μην είναι ακριβείς ως προς το πραγματικό λογιστικό μέγεθος ανεξαρτήτως της κατεύθυνσής αυτών.*

4.2 Δεδομένα Διπλωματικής Εργασίας

Η εμπειρική ανάλυση βασίστηκε στη συλλογή πρωτογενών δεδομένων, τα οποία αντλήθηκαν σε ηλεκτρονική μορφή από τις βάσεις: Thomson Reuters και Thomson Reuters M&A. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως το δείγμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας αφορά εταιρείες σε χώρες εντός Ευρώπης. Η χρονική διάρκεια όπου κυμαίνεται το δείγμα αφορά την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περίοδο 2000-2018. Τα στοιχεία επιλέχθηκαν σε ετήσια βάση με σκοπό την μείωση της εποχικότητας που υπάρχει στα εξαμηνιαία στοιχεία. Επιπλέον, τα ετήσια στοιχεία θεωρούνται πιο αξιόπιστα λόγω των διαφόρων ελέγχων που γίνονται. Για σκοπούς συγκρισιμότητας αφαιρέθηκαν από το δείγμα οι εταιρείες οι οποίες ανήκουν στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο αντίστοιχα.

Η επιλογή του δείγματος βασίστηκε σε εταιρείες οι οποίες ταξινομούνται από την Thomson Reuters M&A ως Seeking Buyer. Η βάση προσδιορίζει τις συγκεκριμένες εταιρείες δίνοντας τον ακόλουθο ορισμό «Η εταιρεία-στόχος (Target Company) έχει ανακοινώσει δημόσια στην αγορά τα σχέδια της για αναζήτηση αγοραστή ή αγοραστών είτε για τα περιουσιακά της στοιχεία είτε για την ίδια την εταιρεία». Όπως αναφέρεται στο δείγμα των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) στις ανακοινώσεις των παραπάνω εταιρειών δίνεται έμφαση στις στρατηγικές εκτιμήσεις των διοικούντων τις επιχειρήσεις παρά σε οποιαδήποτε άλλη ενέργεια. Με βάση την πλατφόρμα της Thomson Reuters M&A και πιο συγκεκριμένα τα κριτήρια που εμφανίζει η συγκεκριμένη πλατφόρμα επιλέχθηκαν τα εξής:

- Deal Status: “S Buyer”,
- Μορφή Διαπραγμάτευσης (Form of the Deal): Απόκτηση περιουσιακών στοιχείων (Acquisition of Assets).
- Το μέρος στο οποίο διενεργήθηκαν οι συγκεκριμένες αγοροπωλησίες αφορά την Ευρώπη,
- Το μέρος όπου ευρίσκεται η εταιρεία-στόχος είναι η Ευρώπη
- Καθορίστηκε η κατάσταση Target Public Status ως Public.

Επιπροσθέτως της παραπάνω αναζήτησης, διενεργήθηκε αναζήτηση σε δεδομένα της Thomson Reuters και πιο συγκεκριμένα στα κομμάτια των I/B/E/S Estimates και των ιστορικών λογιστικών μεγεθών. Η μεταβλητή I/B/E/S Estimates εστιάζει σε προβλέψεις που αποκαλύπτονται από διαφόρους αναλυτές και αφορά την μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή (EPS). Η χρησιμοποίηση της συγκεκριμένης μεταβλητής τυγχάνει σημαντικής μελέτης από διάφορες μελέτες (King et al., 1990; Hribar et al., 2016) στον τομέα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Μετά την εφαρμογή των παραπάνω κριτηρίων προέκυψε ένα δείγμα 105 εταιρειών. Από το συγκεκριμένο δείγμα παρατηρήθηκαν να εμφανίζουν δεδομένα στην Thomson Reuters μόνο οι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

61 εταιρείες (6.288 παρατηρήσεις). Από τις 61 εταιρείες οι 9 (190 παρατηρήσεις) εξαιρέθηκαν από το δείγμα μας καθώς ανήκουν στον κλάδο των χρηματοοικονομικών εταιρειών, όπως αναφέρεται και στην έρευνα των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) καθίσταται δύσκολος ο υπολογισμός των δεδουλευμένων για αυτές τις εταιρείες. Επομένως το τελικό μας δείγμα αποτελείται από 52 εταιρείες (988 παρατηρήσεις εταιρειών) και από τις οποίες στο υπόδειγμα μας τυγχάνουν εφαρμογής μόλις οι 411 παρατηρήσεις εταιρειών. Ύστερα από αναζήτηση στην βάση της Thomson Reuters και συγκεκριμένα στην μεταβλητή I/B/E/S των κερδών ανά μετοχή από αυτές τις 63 εταιρείες δίνονται προβλέψεις των αναλυτών μόνο για τις 37 εταιρείες (310 παρατηρήσεις). Ενδεικτικό αναφοράς αποτελεί το γεγονός ότι στα δεδομένα των προβλέψεων αφαιρέθηκαν οι ακραίες παρατηρήσεις που βρίσκονται πάνω του 1% και 99% αντίστοιχα. Ο τελικός αριθμός των παρατηρήσεων του δείγματος εμφανίζονται στον πίνακα 1. Ακόμα, στον πίνακα 2 παρουσιάζονται τα έτη και ο αριθμός των ανακοινώσεων που εκδόθηκαν από την εκάστοτε εταιρεία σύμφωνα με το δείγμα που προκύπτει από την Thomson Reuters M&A.

Πίνακας 1: Προσδιορισμός Τελικού Δείγματος Εταιρειών Seeking Buyer

Επιλογή Δείγματος	Παρατηρήσεις που Αφαιρέθηκαν	Παρατηρήσεις που Απέμειναν
Αρχικό Δείγμα: Ετήσιες Παρατηρήσεις εταιρειών όπως αυτές αντλήθηκαν από την Thomson Reuters (2000-2018)		1.178
Εξαιρούνται οι παρατηρήσεις των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού και ασφαλιστικού τομέα	190	988
Εξαιρούνται οι ετήσιες παρατηρήσεις των εταιρειών οι οποίες δεν παρουσίαζαν δεδομένα για όλες τις μεταβλητές των υποδειγμάτων	577	411

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 2:Αριθμός ανακοινώσεων αναζήτησης αγοραστών ανά έτος

Έτη	**Ανακοινώσεις ανά Έτος**
2000	12
2001	23
2002	15
2003	5
2004	3
2005	8
2006	6
2007	1
2008	11
2009	6
2010	5
2011	3
2012	1
2013	1
2014	5
Σύνολο	**105**

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.3 Μεθοδολογία Εμπειρικής Έρευνας

4.3.1 Υποδείγματα Χειραγώγησης των Κερδών

Στο πρώτο στάδιο της παρούσας διπλωματικής παρουσιάζονται οι μεταβλητές και τα υποδείγματα τα οποία χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών. Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία (Jones, 1991; Dechow et al., 1995; Kothari et al; 2005.2016) υπάρχουν διάφορα εμπειρικά υποδείγματα τα οποία προσπαθούν να προσδιορίσουν το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών. Η παρούσα διπλωματική εργασία στηρίζεται σε τρία μοντέλα τα οποία κατά κύριο λόγο αναφέρονται στην χειραγώγηση των κερδών από την λογιστικοποίηση γεγονότων σε δεδουλευμένη βάση (Accrual-Based). Τα μοντέλα αυτά είναι: (α) το τροποποιημένο υπόδειγμα του Jones (Modified Jones model) (Dechow et al.;1995), (β) το μοντέλο που σχετίζεται με την αποδοτικότητα (Performance adjusted model) (Kothari et al.; 2016) χρησιμοποιώντας ως ανεξάρτητη μεταβλητή το καθαρό κέρδος και (γ) το μοντέλο που σχετίζεται με την αποδοτικότητα (Performance adjusted model) (Kothari et al.; 2005) χρησιμοποιώντας ως ανεξάρτητη μεταβλητή τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού. Μέσω αυτών των τριών μοντέλων χρησιμοποιούμε μια ποικιλία πρακτικών από τα οποία μπορούμε να εντοπίσουμε διάφορες εσκεμμένες και διακριτές αποφάσεις των στελεχών για χειραγώγηση των κερδών. Επιπροσθέτως, με τα παρακάτω τρία μοντέλα επιμετράμε το μη φυσιολογικό τμήμα των δεδουλευμένων (discretionary accruals), δηλαδή εκείνο το τμήμα στο οποίο δίνεται διακριτική ευχέρεια στα διοικητικά στελέχη.

Modified Jones Model

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{\mathrm{i,t}}}{ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}} + \varepsilon_{i,t} \qquad \text{Eq. (1)}$$

Με την χρησιμοποίηση των παραμέτρων που προέρχονται από την εκτίμηση της παραπάνω παλινδρόμησης προκύπτει το μη φυσιολογικό τμήμα των δεδουλευμένων (discretionary accruals):

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{a}_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{a}_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{a}_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} \qquad \text{Eq. (2)}$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Επεξήγηση Μεταβλητών:

$TA_{i,t}$= Συνολικά δεδουλευμένα στοιχεία (total accruals) για την επιχείρηση i σε χρόνο t. Αντιπροσωπεύει την διαφορά των κερδών από συνήθεις δραστηριότητες (Net Income Before Extraordinary Items) και των Ταμειακών Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες (Cash Flow from Operations)[1].

$NIBE_{i,t}$= Κέρδη από συνήθεις δραστηριότητες για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$CFO_{i,t}$= Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$ASSETS_{i,t-1}$= Σύνολο ενεργητικού (total assets) για την επιχείρηση i σε χρόνο t-1.

$\Delta REV_{i,t}$= Μεταβολή των εσόδων (revenues) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$\Delta AR_{i,t}$= Μεταβολή των εισπρακτέων λογαριασμών για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$PPE_{i,t}$ = Σύνολο ενσώματων παγίων (property, plant and equipment) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$DA_{i,t}$= Μη κανονικά δεδουλευμένα (discretionary accruals) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

$\varepsilon_{i,t}$= Τυχαίος όρος (error term) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

<u>Performance Net Income-adjusted model</u>

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{NetIncome_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \qquad \text{Eq. (3)}$$

[1] Αξίζει να τονισθεί ότι για τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών χρησιμοποιήθηκε ο κωδικός WC04201. Η χρησιμοποίηση αυτού του κωδικού σε αντίθεση με τον κωδικό WC06915 οφείλεται στο δείγμα μας που εστιάζει σε ευρωπαϊκές εταιρείες.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Με την χρησιμοποίηση των παραμέτρων που προέρχονται από την εκτίμηση της παραπάνω παλινδρόμησης προκύπτει το μη φυσιολογικό τμήμα των δεδουλευμένων (discretionary accruals):

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\beta}_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\beta}_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\beta}_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\beta}_4 \frac{NetIncome_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} \quad \text{Eq. (4)}$$

$NetIncome$= Καθαρό κέρδος για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

Οι Kothari et al. (2005) ισχυρίζονται ότι η διαίρεση της κάθε μιας ανεξάρτητης μεταβλητής με το σύνολο του ενεργητικού τον χρόνο t-1 γίνεται με απώτερο σκοπό της μείωση της επίδρασης της ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα.

Performance ROA-adjusted model

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \gamma_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{\mathrm{i,t}}}{ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}} + \gamma_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}} + \gamma_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq. (5)}$$

Με την χρησιμοποίηση των παραμέτρων που προέρχονται από την εκτίμηση της παραπάνω παλινδρόμησης προκύπτει το μη φυσιολογικό τμήμα των δεδουλευμένων (discretionary accruals):

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\gamma}_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\gamma}_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\gamma}_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} - \hat{\gamma}_4 ROA_{i,t} \quad \text{Eq. (6)}$$

$ROA_{i,t}$= Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

4.3.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer»

Οι αναλυτές των επιχειρήσεων έχουν ως κύριο στόχο την αποκάλυψη νέων πληροφοριών και την μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Με την επίτευξη αυτού του στόχου επιτυγχάνεται τόσο η υψηλότερη ρευστότητα όσο και το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Η εξέταση της κατεύθυνσης των προβλέψεων αποτελεί ένα πολύ σημαντικό παράγοντα καθώς μέσα

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

από αυτήν οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να μπορέσουν να αξιολογήσουν πιο αποτελεσματικά μια μελλοντική τους επένδυση. Εν συνεχεία του άρθρου των Chronopoulos και Siougle (2018) είναι σημαντικό να κατανοήσουμε αν οι προβλέψεις των αναλυτών μπορούν να βελτιώσουν την αντίληψη των επενδυτών στο χρονικό διάστημα μεταξύ της ανακοίνωσης των προβλέψεων και των επίσημων αριθμητικών στοιχείων του έτους.

Προκειμένου να εξετάσουμε την κατεύθυνση των προβλέψεων, δηλαδή την υπόθεση $H3_a$, είναι αναγκαίο να κατηγοριοποιήσουμε τους αναλυτές σε αισιόδοξους και απαισιόδοξους ως προς τον σχηματισμό των προβλέψεων. Για την παραπάνω ταξινόμηση σε αισιόδοξες και απαισιόδοξες προβλέψεις, ενδεικτικός τρόπος υπολογισμού αποτελεί ο προσδιορισμός του πρόσημου που θα προκύψει από το σφάλμα της πρόβλεψης των αναλυτών. Στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία θα πραγματοποιηθεί μέτρηση των προβλέψεων σχετικά με την μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή (EPS). Σε περίπτωση που το εκτιμώμενο μέγεθος είναι χαμηλότερο από το δημοσιοποιημένο λογιστικό μέγεθος οι αναλυτές χαρακτηρίζονται ως απαισιόδοξοι κατά την δημιουργία των προβλέψεων. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή όταν τα εκτιμώμενα υπερβαίνουν τα οριστικά λογιστικά μεγέθη στο τέλος της λογιστικής χρήσης, οι αναλυτές διακατέχονται από αισιοδοξία στην δημιουργία των προβλέψεων. Εάν:

Πίνακας 3:Ταξινόμηση αναλυτών σε σχέση με την κατεύθυνση των προβλέψεων

			Κατεύθυνση Προβλέψεων
Προβλεπόμενο Ποσό Κερδών ανά Μετοχή	>	Οριστικά Κέρδη ανά Μετοχή	Αισιόδοξες
Προβλεπόμενο Ποσό Κερδών ανά Μετοχή	<	Οριστικά Κέρδη ανά Μετοχή	Απαισιόδοξες

Σημαντικό επίσης καθίσταται το γεγονός της εξέτασης της ακρίβειας των προβλέψεων και πιο συγκεκριμένα της υπόθεσης $H3_b$. Εν συνεχεία της μεθοδολογίας που χρησιμοποιήσαν οι Chronopoulos και Siougle (2018) καθώς και Siougle (2007), καθίσταται αναγκαίο να υπολογισθεί η απόλυτη τιμή του σφάλματος που προκύπτει από τις προβλέψεις των αναλυτών (Forecast Error). Είναι χρήσιμο να τονισθεί ότι και σε αυτό το σημείο ακολουθείται η ταξινόμηση των αναλυτών σε αισιόδοξους και απαισιόδοξους σχετικά με την κατεύθυνση των προβλέψεων. Με άλλα λόγια

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προκύπτουν δύο διαστήματα, το πρώτο διάστημα αφορά αναλυτές με αισιόδοξες προβλέψεις και το δεύτερο διάστημα αφορά αναλυτές με προβλέψεις απαισιόδοξες.

Το σφάλμα ορίζεται ως:

$$\boldsymbol{FE = EPSFA_{i,t} - EPSA_{i,t}} \quad \text{Eq. (7)}$$

Η απόλυτη τιμή του σφάλματος ορίζεται ως:

$$\boldsymbol{FE = |EPSFA_{i,t} - EPSA_{i,t}|} \quad \text{Eq. (8)}$$

Όπου:

FE: Σφάλμα που προκύπτει από τις προβλέψεις των αναλυτών για την επιχείρηση

$EPSFA_{i,t}$: Οι προβλέψεις των αναλυτών όπως αυτές προκύπτουν από την μεταβλητή I/B/E/S της Datastream.

$EPSA_{i,t}$: Τα πραγματικά μεγέθη των κερδών ανά μετοχή που δημοσιοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις για την επιχείρηση i σε χρόνο t.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στις παραπάνω εξισώσεις αντλήθηκαν μέσα από την βάση της Thomson Reuters. Επιπροσθέτως, οι κωδικοί για την κάθε μια μεταβλητή αντλήθηκαν μέσα από την Worldscope Datatype Definition Guide (2007). Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την δομή και το περιεχόμενο της κάθε μιας μεταβλητής από τις παραπάνω 7 εξισώσεις, ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στο παράρτημα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1 Περιγραφικά Στατιστικά

5.1.1 Φαινόμενο Χειραγώγησης των Κερδών

Στην ενότητα αυτή παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία (descriptive statistics) για τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στα παραπάνω μοντέλα. Πιο συγκεκριμένα στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται ο αριθμός των παρατηρήσεων (Obs), ο μέσος όρος (Mean), η τυπική απόκλιση (Std.Dev), η ελάχιστη (Min) και η μέγιστη τιμή (Max) του δείγματος για την κάθε μια μεταβλητή. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι τα στατιστικά στοιχεία αφορούν όλη την διάρκεια της προς εξέτασης περιόδου. Τα περιγραφικά στοιχεία αφορούν μεταβλητές των ακόλουθων υποδειγμάτων:

1) Τροποποιημένο Υπόδειγμα Jones (Modified Jones Model)

Στον πίνακα 4 που ακολουθεί παρουσιάζονται τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στο τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones σύμφωνα με τους Dechow et al. (1995). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι τα συνολικά δεδουλευμένα ($TA_{i,t}$) είναι κατά μέσον όρο αρνητικά (-0,068) γεγονός που υποδεικνύει μείωση του φαινομένου τη χειραγώγησης των κερδών. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα επιβεβαιώνει σε κάποιο βαθμό και τα ευρήματα των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015).

Πίνακας 4:Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Τροποποιημένο Υπόδειγμα Jones (Dechow, 1995)

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev**	**Min**	**Max**
$TA_{\mathrm{i,t}}/ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}$	411	-.067668	.126407	-.933296	.769141
$1/ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}$	411	.000015	.000032	1.06e-08	.000284
$(\Delta REV_{\mathrm{i,t}} - \Delta AR_{\mathrm{i,t}})$ $/ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}$	411	.055337	.278816	-.898788	2.223659
$PPE_{\mathrm{i,t}}/$ $ASSETS_{\mathrm{i,t-1}}$	411	.692816	.618434	.000329	4.372353

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2) Υπόδειγμα Χειραγώγησης των Κερδών Σχετιζόμενο με την Απόδοση (Performance ROA or Net Income -adjusted model)

Μια ακόμα μέτρηση του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών παρέχεται και από τους Kothari et al.(2005). Όπως διαπιστώνεται και στην ενότητα 3 η μόνη διαφορά των μοντέλων των Kothari et al.(2005) και Dechow et al.(1995) εστιάζεται στην μεταβλητή του Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA). Οι Kothari et al. (2016) αντικατέστησαν την μεταβλητή των ROA, ο οποίος παρέχεται απευθείας από την βάση της Thomson Reuters με την μεταβλητή των Net Income. Εν συνεχεία των παραπάνω, στους πίνακες 5 και 6 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στοιχεία που προέκυψαν, για τις εταιρείες Seeking buyer, από τα υποδείγματα των Kothari et al. (2005,2016). Γίνεται εύκολα αντιληπτό, από την εξέταση των στοιχείων και από τα δύο μοντέλα, πως τα συνολικά δεδουλευμένα ($TA_{i,t}$) είναι κατά μέσον όρο αρνητικά. Πιο συγκεκριμένα, στα μοντέλα των Kothari et al. (2005,2016) παρατηρείται τα συνολικά δεδουλευμένα να είναι κατά μέσον όρο (-0.067). Εξάγεται εύλογα επομένως το συμπέρασμα ότι και με βάση αυτά τα μοντέλα υπάρχει μείωση του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών

Πίνακας 5:Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Μοντέλο Kothari et al. (2005)

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev**	**Min**	**Max**
$TA_{i,t}/ASSETS_{i,t-1}$	410	-.06748	.1265	-.93329	.76914
$1/ASSETS_{i,t-1}$	410	.00002	.00003	1.06e-08	0.00028
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})$ $/ASSETS_{i,t-1}$	410	.055609	.27910	-0.89879	2.2237
$PPE_{i,t}/$ $ASSETS_{i,t-1}$	410	.69308	.61917	.00032	4.372
$ROA_{i,t}$	410	-.0340	.02165	-1.4406	0.7472

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 6:Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Μοντέλο Kothari et al. (2016)

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev.**	**Min**	**Max**
$TA_{i,t}/ASSETS_{i,t-1}$	411	-.06767	.12641	-.93330	.76914
$1/ASSETS_{i,t-1}$	411	.00002	.00003	1.06e-08	0.00028
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})$ $/ASSETS_{i,t-1}$	411	.05534	.27882	-.8988	2.22366
$PPE_{i,t}/$ $ASSETS_{i,t-1}$	411	.69282	.61843	.00033	4.37235
$Net\ Income_{i,t}/$ $ASSETS_{i,t-1}$	411	-.06632	.30069	-2.95070	.63413

5.1.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer»

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα περιγραφικά στοιχεία σχετικά με τις προβλέψεις των αναλυτών. Τονίζεται ότι η συγκεκριμένη έρευνα εστιάζει στην μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή μέσα από τον προσδιορισμό δύο διαστημάτων. Στους πίνακες 7 και 8 παρουσιάζονται οι ανώτερες και κατώτερες τιμές των Κερδών ανά Μετοχή όπως αυτές παρέχονται από τους αναλυτές της εκάστοτε εταιρείας. Στους συγκεκριμένους πίνακες δίνεται και ο διαχωρισμός των αναλυτών σε αισιόδοξους και απαισιόδοξους. Παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος των κερδών ανά μετοχή όπως αυτά εκτιμώνται από τους αισιόδοξους αναλυτές ανέρχεται σε 4,8. Εν αντιθέσει με τους απαισιόδοξους αναλυτές που εκτιμούν κατά μέσον όρο τα κέρδη ανά μετοχή σε 0,60.

Πίνακας 7: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Αισιόδοξων Προβλέψεων εκ μέρους των Αναλυτών

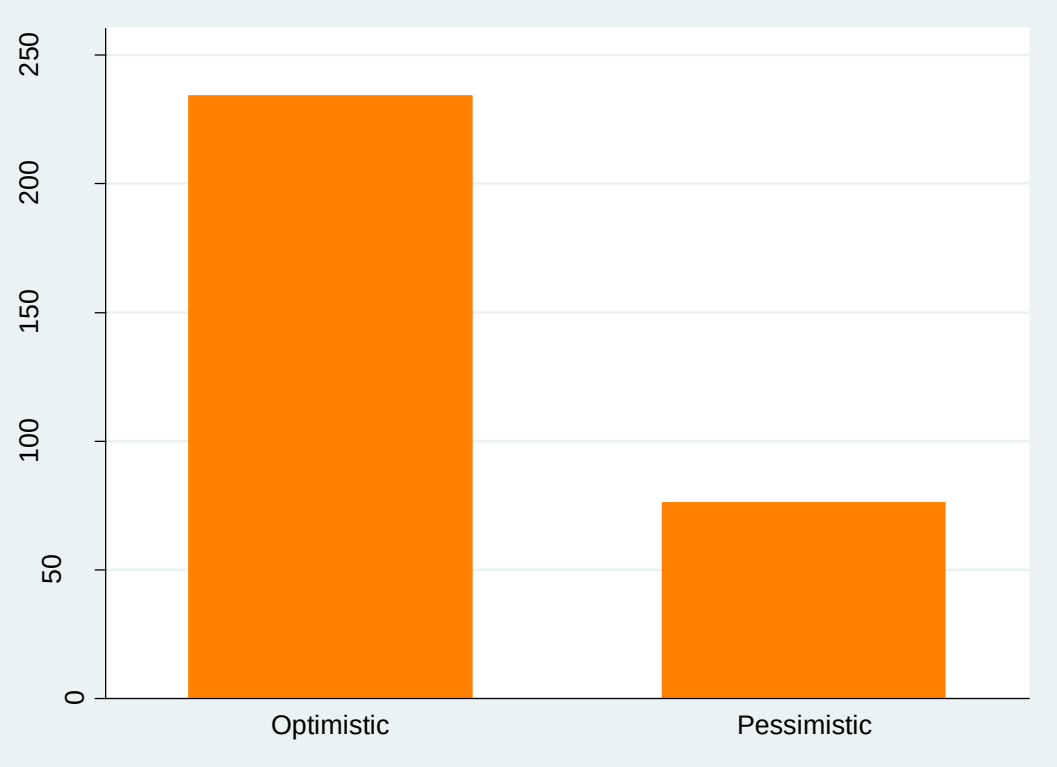
Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev.**	**Min**	**Max**
Προβλέψεις Αναλυτών	234	4.799	8.060	-2.3	47.418

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 8: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Απαισιόδοξων Προβλέψεων εκ μέρους των Αναλυτών

Variables	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Προβλέψεις Αναλυτών	76	.599	4.7903	-18.57	17.28

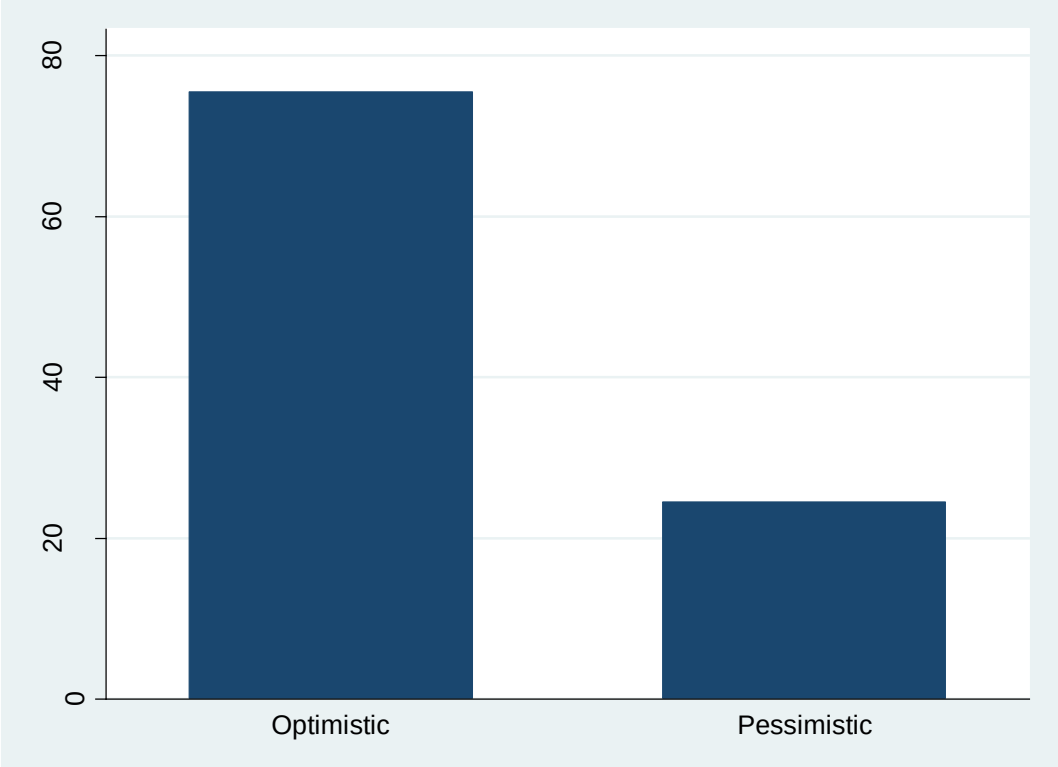
Στα διαγράμματα 1 και 2 παρατίθεται ο σχετικός διαχωρισμός των αναλυτών σε αισιόδοξους (Optimistic) και απαισιόδοξους (Pessimistic) όπως αυτά προέκυψαν από το δείγμα της παρούσας έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε 234 αναλυτές (περίπου 75%) να είναι αισιόδοξοι (optimistic) έναντι 76 αναλυτών (περίπου 25%) να είναι απαισιόδοξοι[2].



Διάγραμμα 1: Προσδιορισμός αναλυτών οι οποίοι διαχωρίζονται ανά κατεύθυνση βάση των προβλέψεων τους.

[2] Ο προσδιορισμός της κατεύθυνσης των αναλυτών παραμένει ακόμα και μετά την εξέταση των προβλέψεων που εκδόθηκαν στο διάστημα των ετών [-2,+2] από την ημερομηνία έκδοσης των ανακοινώσεων «Seeking Buyer».

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



Διάγραμμα 2: Προσδιορισμός αναλυτών (σε ποσοστό) οι οποίοι διαχωρίζονται ανά κατεύθυνση βάση των προβλέψεων τους.

Οι παραπάνω πίνακες (7 και 8) παρουσιάζουν τα αποτελέσματα που αφορούν την κατεύθυνση των προβλέψεων. Η κατεύθυνση των προβλέψεων έχει καθοριστεί χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το πρόσημο που προκύπτει από την μέτρηση του σφάλματος των προβλέψεων. Οι αισιόδοξοι αναλυτές προβλέπουν τιμές πάνω από τους πραγματικούς λογιστικούς αριθμούς του έτους. Αντίθετα οι απαισιόδοξοι αναλυτές προβλέπουν τιμές κάτω από τους πραγματικούς λογιστικούς αριθμούς του έτους. Από τα ευρήματα των παραπάνω πινάκων αλλά και των διαγραμμάτων 1,2 διαπιστώνεται ότι οι αναλυτές είναι σε ένα μεγάλο βαθμό αισιόδοξοι (75% έναντι 25%). Το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνει την υπόθεση $H1_a$. Επιπροσθέτως, επιβεβαιώνει, με την μορφή των προβλέψεων, τα ευρήματα των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) καθώς και των Murdoch and Madura (2011). Συνάγεται επομένως το συμπέρασμα ότι η αγορά αξιολογεί θετικά την επίπτωση των ανακοινώσεων των εταιρειών «Seeking Buyer».

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 9: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Κερδών Ανά Μετοχή

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev.**	**Min**	**Max**
Κέρδη ανά Μετοχή	310	.987	3.399	-20.162	18.737

Πίνακας 10: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Κερδών Ανά Μετοχή όταν οι προβλέψεις καταρτίζονται από αισιόδοξους αναλυτές

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev.**	**Min**	**Max**
Κέρδη ανά Μετοχή	234	.4424	3.137	-20.162	12.91

Πίνακας 11: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Κερδών Ανά Μετοχή όταν οι προβλέψεις καταρτίζονται από απαισιόδοξους αναλυτές

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev.**	**Min**	**Max**
Κέρδη ανά Μετοχή	76	2.662	3.644	-.397	18.737

Τέλος, κρίνεται αναγκαία η παράθεση των περιγραφικών στοιχείων των πραγματικών κερδών ανά μετοχή. Στον πίνακα 9 παρουσιάζονται οι ανώτερες και κατώτερες τιμές των πραγματικών κερδών ανά μετοχή (Actual Earnings Per Share) όπως αυτές εμφανίζονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εκάστοτε εταιρείας. Ο μέσος όρος των πραγματικών κερδών ανά μετοχή ανέρχεται στα 0,987. Είναι σημαντικό να σημειωθεί το γεγονός πως οι παρατηρήσεις των κερδών ανά μετοχή αφορούν εταιρείες και χρονιές για τις οποίες υπάρχουν και αντίστοιχες προβλέψεις από τους αναλυτές. Επηρεαζόμενοι από την κατεύθυνση των αναλυτών, στους πίνακες 10 και 11 διενεργήσαμε μια διάκριση των πραγματικών κερδών ανά μετοχή εν συσχετίσει με την κατεύθυνση των προβλέψεων εκ μέρους των αναλυτών (αισιόδοξοι, απαισιόδοξοι). Διαπιστώνεται ότι οι αισιόδοξοι και οι απαισιόδοξοι αναλυτές τείνουν να παρουσιάζουν αξιοσημείωτα υψηλή απόκλιση από τα πραγματικά μεγέθη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5.2 Παρουσίαση και Ερμηνεία των Αποτελεσμάτων της Έρευνας

5.2.1 Φαινόμενο Χειραγώγησης των Κερδών

Στην συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τις τρείς παλινδρομήσεις που ακολουθήσαμε. Η υπόθεση H0 εξετάζει την σχέση μεταξύ των μη κανονικών δεδουλευμένων (discretionary accruals) και των εταιρειών «Seeking Buyer». Για την εκτίμηση της παραπάνω υπόθεσης εξετάσαμε το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones (Dechow et al., 1995) καθώς και τα δύο μοντέλα των Kothari et al. (2005, 2016) που εν συνεχεία του υποδείγματος της Jones ενσωματώνουν έναν παράγοντα απόδοσης ως ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι συντελεστές της παλινδρόμησης (Coef.) σε κάθε πίνακα παρουσιάζουν την σχέση των συνολικών δεδουλευμένων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές του κάθε υποδείγματος. Επίσης εξετάζεται η στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών σε επίπεδα 1%, 5% και 10%.

1) Τροποποιημένο Υπόδειγμα Jones (Modified Jones Model)

Στον πίνακα 12 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης OLS από το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones [Eq. (1)] όπως και τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μη κανονικά δεδουλευμένων (discretionary accruals). Ιδιαίτερη σημασία στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων δίνεται στους συντελεστές της παλινδρόμησης. Ο συντελεστής α_1 παρουσιάζεται στατιστικά ασήμαντος και επομένως δεν επηρεάζει το αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής των δεδουλευμένων. Από την άλλη πλευρά οι συντελεστές α_2 (-0,083) και α_3 (-0,052) είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδα σημαντικότητας 10% και 1% αντίστοιχα. Επομένως μια αύξηση στον συντελεστή που απεικονίζει την μεταβολή των εσόδων μείον την μεταβολή των λογαριασμών εισπρακτέων εκτιμάται ότι έχει αρνητική επίδραση στα συνολικά δεδουλευμένα της εκάστοτε εταιρείας. Αντίστοιχα μια αύξηση στα ενσώματα πάγια εκτιμάται ότι έχει αρνητική επίδραση στα συνολικά δεδουλευμένα. Ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared για το συγκεκριμένο υπόδειγμα ισούται με 22,9%. Επομένως το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones, όπως αυτό παρουσιάζεται από τους Dechow et al. (1995) για τις ευρωπαϊκές εταιρείες «Seeking Buyer», εξηγεί το 22,9% της μεταβλητότητας των συνολικών δεδουλευμένων. Διαπιστώνεται ότι τα μη κανονικά δεδουλευμένα είναι αρνητικά κατά μέσον όρο και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα καταδεικνύει το

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

γεγονός ότι οι εταιρείες «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους.

2) Υπόδειγμα Χειραγώγησης των Κερδών Σχετιζόμενο με την Απόδοση (Performance ROA or Net Income-adjusted model).

Στους πίνακες 13 και 14 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης OLS από τα υποδείγματα [Eq. (2), Eq. (3)] των Kothari et al. (2005,2016) όπως και τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μη κανονικά δεδουλευμένων (discretionary accruals). Οι συντελεστές β_1 και γ_1 παρουσιάζονται και στα δύο μοντέλα στατιστικά ασήμαντοι και επομένως δεν επηρεάζουν το αποτέλεσμα της εξαρτημένης μεταβλητής των δεδουλευμένων. Από την άλλη πλευρά οι συντελεστές β_2 (-0,101) και γ_2(-0,108) είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδα σημαντικότητας 5% και 1% αντίστοιχα . Δηλαδή μια αύξηση στον συντελεστή που απεικονίζει την μεταβολή των εσόδων μείον την μεταβολή των λογαριασμών εισπρακτέων εκτιμάται ότι έχει αρνητική επίδραση στα συνολικά δεδουλευμένα της εκάστοτε εταιρείας. Οι συντελεστές β_3 $(-0{,}056)$ και γ_3 (-0,0065) είναι αρνητικοί, και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδα σημαντικότητας 1% . Επομένως, μια αύξηση στα ενσώματα πάγια εκτιμάται ότι έχει αρνητική επίδραση στα συνολικά δεδουλευμένα. Τέλος οι συντελεστές β_4 (0,202) και γ_4 (0,369) είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδα σημαντικότητας 1%. Ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared για τα υποδείγματα των Kothari et al. (2005) και Kothari et al. (2016) ισούνται με 38,2% και 45,8% αντίστοιχα. Διαπιστώνεται ότι τα μη κανονικά δεδουλευμένα είναι αρνητικά κατά μέσον όρο και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα καταδεικνύει το γεγονός ότι οι εταιρείες «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους.

Συνολικά με βάση τα αποτελέσματα που εξάγονται από τους πίνακες 12,13 και 14, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι κατά μέσον όρο το μη φυσιολογικό τμήμα των δεδουλευμένων (discretionary accruals) φαίνεται να είναι αρνητικό. Επομένως, διαπιστώνεται και με βάση τον συγκεκριμένο υπολογισμό, ότι οι εταιρείες «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε τεχνικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων. Τα παραπάνω αποτελέσματα ερμηνεύονται ως ενδεικτικά της ύπαρξης των παραγόντων που επηρεάζουν την μέτρηση των discretionary accruals για τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις. Οι παράγοντες που συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιχειρήσεις Seeking Buyer είναι οι ακόλουθοι (Anagnostopoulou και Tsekrekos, 2015) : (α) χαμηλή απόδοση και (β) χαμηλή ανάπτυξη.

Πίνακας 12: Παλινδρόμηση Τροποποιημένου Υποδείγματος Jones και Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μη Κανονικών Δεδουλευμένων.

$TA_{i,t}/ ASSETS_{i,t-1}$	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
$1/ASSETS_{i,t-1}$	-692.422	523.122	-1.32	0.186	
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/ASSETS_{i,t-1}$	-0.083	0.042	-1.97	0.050	*
$PPE_{i,t}/ ASSETS_{i,t-1}$	-0.052	0.009	-5.47	0.000	***
R-squared	0.229	Number of obs	411.000		
F-test	16.663	Prob > F	0.000		

**** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 Τα αστεράκια υποδηλώνουν την στατιστική σημαντικότητα της εκάστοτε μεταβλητής.*

Χρησιμοποιείται η ακόλουθη εξίσωση παλινδρόμησης για την εκτίμηση των μη κανονικών δεδουλευμένων:

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Variables	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
$DA_{i,t}$	411	-.017	.125	-.832	.786

Οι Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015) παραθέτουν διάφορους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε φαινόμενα χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους. Αρχικά, οι εταιρείες μειώνουν τα λογιστικά αποτελέσματα τους με απώτερο σκοπό την προσέλκυση αγοραστών με όσο το δυνατόν μικρότερο τίμημα. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες Seeking Buyer αποτελούν έναν ελκυστικό στόχο, καθώς θα μπορούν οι διάφοροι

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αγοραστές να αυξήσουν την απόδοση τους μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής και παράλληλα να επιβαρυνθούν με ένα λογικό τίμημα. Επιπροσθέτως, η ανακοίνωση που εκδίδουν οι συγκεκριμένες εταιρείες δημιουργούν μια θετική αντίδραση στους επενδυτές στις διάφορες χρηματοοικονομικές αγορές της Ευρώπης. Δεδομένου της θετικής αντίδρασης των επενδυτών, οι ιδιοκτήτες των συγκεκριμένων εταιρειών μπορεί να αποφασίσουν να αναγνωρίσουν όλα τα άσχημα νέα το έτος της ανακοίνωσης με κύριο στόχο η επιχείρηση να κάνει μια «νέα» αρχή, χωρίς την επίδραση προηγούμενων δυσμενών συνθηκών που επηρέασαν αρνητικά την απόδοση της επιχείρησης κατά τα προηγούμενα έτη.

Όπως διαπιστώθηκε από τα παραπάνω ευρήματα φαίνεται πως οι εταιρείες «Seeking Buyer» αποφεύγουν να προβούν σε τεχνικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους. Το παραπάνω συμπέρασμα, όπως αυτό προκύπτει από την εξέταση τριών μοντέλων, μας οδηγεί στην αποδοχή της υπόθεσης H0[3].

Οι εταιρείες «Seeking Buyer» δίνουν μεγάλη έμφαση στην παρουσίαση μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας στους υποψήφιους αγοραστές ή μελλοντικούς επενδυτές. Με άλλα λόγια, οι συγκεκριμένες εταιρείες δεν είναι διατεθειμένες να ρισκάρουν την έκβαση του αποτελέσματος της δημόσιας ανακοίνωσης παραποιώντας τα λογιστικά αποτελέσματα της και παραπλανώντας διάφορους υποψήφιους αγοραστές ή επενδυτές. Άλλον ένα λόγο μη παραποίησης των λογιστικών αποτελεσμάτων από τις συγκεκριμένες εταιρείες συνιστούν οι κυρώσεις από δημόσιους ή ιδιωτικούς ελεγκτικούς φορείς. Πιστεύουμε πως ο εντοπισμός παραποιημένων λογιστικών αποτελεσμάτων θα οδηγήσει στην απευθείας ακύρωση της δημόσιας ανακοίνωσης που προβαίνουν οι συγκεκριμένες εταιρείες.

[3] Το εν λόγω συμπέρασμα παραμένει και ύστερα από την ενσωμάτωση του σταθερού όρου στα παραπάνω υποδείγματα.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 13: Παλινδρόμηση Υποδείγματος Kothari et al. (2016) και Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μη Κανονικών Δεδουλευμένων.

TACC_TA_M	**Coef.**	**St.Err.**	**t-value**	**p-value**	**Sig**
$1/ASSETS_{i,t-1}$	73.097	459.356	0.16	0.874	
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/ASSETS_{i,t-1}$	-0.101	0.041	-2.48	0.013	**
$PPE_{i,t}/ASSETS_{i,t-1}$	-0.056	0.009	-6.08	0.000	***
$Net\ Income_{i,t}/ASSETS_{i,t-1}$	0.202	0.066	3.04	0.003	***

R-squared	0.382	Number of obs	411.000
F-test	15.695	Prob > F	0.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 Τα αστεράκια υποδηλώνουν την στατιστική σημαντικότητα της εκάστοτε μεταβλητής.

Χρησιμοποιείται η ακόλουθη εξίσωση παλινδρόμησης για την εκτίμηση των μη κανονικών δεδουλευμένων:

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{NetIncome_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev**	**Min**	**Max**
$DA_{i,t}$	411	-.011	.112	-.629	.66

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πίνακας 14: Παλινδρόμηση Υποδείγματος Kothari et al. (2005) και Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μη Κανονικών Δεδουλευμένων.

TACC_TA_M	**Coef.**	**St.Err.**	**t-value**	**p-value**	**Sig**
$1/ASSETS_{i,t-1}$	544.526	383.528	1.42	0.156	
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/ASSETS_{i,t-1}$	-0.108	0.038	-2.88	0.004	***
$PPE_{i,t}/ASSETS_{i,t-1}$	-0.065	0.009	-6.94	0.000	***
$ROA_{i,t}$	0.369	0.081	4.55	0.000	***

R-squared	0.458	Number of obs	410.000
F-test	18.395	Prob > F	0.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Τα αστεράκια υποδηλώνουν την στατιστική σημαντικότητα της εκάστοτε μεταβλητής.

Χρησιμοποιείται η ακόλουθη εξίσωση παλινδρόμησης για την εκτίμηση των μη κανονικών δεδουλευμένων:

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \gamma_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \gamma_3 \frac{PPE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \gamma_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev**	**Min**	**Max**
$DA_{i,t}$	411	-.012	.105	-.61	.514

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5.2.2 Επίδραση των Προβλέψεων των Αναλυτών σε Εταιρείες «Seeking Buyer»

Ο πίνακας 15 σε συνέχεια της έρευνας των Chronopoulos και Siougle (2018) και Siougle (2007) παρουσιάζει τα αποτελέσματα που αφορούν την ακρίβεια των προβλέψεων των αναλυτών για τις εταιρείες «Seeking Buyer». Η ανάλυση γίνεται υπό την προϋπόθεση ότι οι αναλυτές έχουν κατηγοριοποιηθεί ως αισιόδοξοι και ως απαισιόδοξοι. Μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί το γεγονός, τόσο από τον πίνακα 15 όσο και από τους πίνακες 7, 8,9,10 και 11 ότι οι εκτιμήσεις των απαισιόδοξων και των αισιόδοξων αναλυτών τείνουν να μην είναι ακριβείς σε σχέση με τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Πιο συγκεκριμένα για τις προβλέψεις των Κερδών ανά Μετοχή παρουσιάζεται ένα μέσο σφάλμα σε απόλυτες τιμές 2,062 και 4,357 για τους απαισιόδοξους και αισιόδοξους αναλυτές αντίστοιχα. Διενεργήσαμε έναν έλεγχο σημαντικότητας για τις μέσες διαφορές μεταξύ των απαισιόδοξων και αισιόδοξων αναλυτών. Στο τεστ σημαντικότητας που διενεργήθηκε παρατηρείται στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 1%. Επομένως οι εκτιμήσεις των αναλυτών αποτελούν μεγέθη με στατιστική σημασία.

Πίνακας 15: Σφάλμα Πρόβλεψης σε απόλυτες τιμές εκ μέρους των Αναλυτών (Analysts' Forecast Errors).

Variables	**Obs**	**Mean**	**Std.Dev**	**Min**	**Max**
Σφάλμα Απαισιόδοξων Εκτιμήσεων	76	2.062	3.537	0	18,462
Σφάλμα Αισιόδοξων Εκτιμήσεων	234	4.357	8.493	0.003	47

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Από την παραπάνω ανάλυση στον τομέα των προβλέψεων δώσαμε έμφαση αρχικά στην αισιόδοξη τάση που παρουσιάζουν οι προβλέψεις των αναλυτών στην μεταβλητή των κερδών ανά μετοχή και επιπλέον καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι αισιόδοξες προβλέψεις των αναλυτών σχετίζονται με χαμηλά επίπεδα ακρίβειας όπως αυτό μετριέται με το σφάλμα της πρόβλεψης των αναλυτών. Το συμπέρασμα αυτό συνάδει με την υπόθεση $H1_b$. Συνάγεται επομένως το συμπέρασμα ότι το μέγεθος των σφαλμάτων είτε αυτό διενεργείται από τους αισιόδοξους αναλυτές είτε από τους απαισιόδοξους είναι αρκετά υψηλό. Λόγω του περιορισμένου μεγέθους του δείγματος και έχοντας ήδη αφαιρέσει παρατηρήσεις που βρίσκονται κάτω από το 1% και πάνω του 99% του πλήθους των παρατηρήσεων, θεωρούμε ότι οι μέσες τιμές (2,062 και 4,357) είναι αρκετά υψηλές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

6.1 Ανάλυση Εμπειρικών Ευρημάτων

Στο πλαίσιο των ευρημάτων του εμπειρικού σκέλους της παρούσας εργασίας, δύνανται να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών και των προβλέψεων εκ μέρους των αναλυτών, στην αποτελεσματικότητα ανακοινώσεων από στελέχη επιχειρήσεων που εκφράζουν δημόσια την πρόθεση τους για να αποκτηθούν από άλλες εταιρείες («Seeking Buyer»). Για να μπορέσουμε να εξάγουμε τα παραπάνω συμπεράσματα επικεντρωθήκαμε σε ένα μικρό εύρους εταιρειών όπως αυτές ορίζονται από την Thomson Reuters M&A ως «Seeking Buyer».

Το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών έχει απασχολήσει σε μεγάλο βαθμό την επιστημονική κοινότητα και έχει αποτελέσει την αιτία διεξαγωγής πληθώρας μελετών και ερευνών με αντικρουόμενα αποτελέσματα. Σκοπός των συγκεκριμένων μελετών είναι ο προσδιορισμός της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων, οι οποίες αποτελούν την πρωταρχική πηγή ενημέρωσης λοιπών ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης. Στηριζόμενοι σε παρόμοιες έρευνες (Dechow et al., 1995; Kothari et al., 2005 και 2016) προσπαθήσαμε να εξετάσουμε την επίδραση της διακριτικής ευχέρειας (accounting discretion) των στελεχών εταιρειών «Seeking Buyer» στις οικονομικές καταστάσεις. Η μέτρηση της παραπάνω επίδρασης διενεργήθηκε μέσω της εκτίμησης διαφοροποιημένων δεδουλευμένων στοιχείων (discretionary accruals). Σε αντίθεση με την έρευνα των Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015), η οποία αποτελεί την βάση ενός μέρους της παρούσας εργασίας, προσπαθήσαμε να εξετάσουμε το φαινόμενο της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων σε εταιρείες οι οποίες σύμφωνα με την Thomson Reuters M&A βρίσκονται εντός Ευρώπης.

Από τη συνολική θεώρηση των ευρημάτων και τις αναλύσεις ειδικότερα, εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις «Seeking Buyer» δεν προβαίνουν σε φαινόμενα χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους. Η παραπάνω ανάλυση έρχεται σε αντίθεση με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στον τομέα των «Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών» όπου διαπιστώνεται η ύπαρξη φαινομένων αλλοίωσης των αποτελεσμάτων από τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να προβούν σε μια μελλοντική εξαγορά με απώτερο σκοπό την μείωση του χρηματοοικονομικού

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

κόστους. Αντιθέτως, παρατηρούμε παρόμοια συμπεριφορά των ευρωπαϊκών εταιρειών «Seeking Buyer» με αυτών των ΗΠΑ όπως εξετάζεται από τους Anagnostopoulou και Tsekrekos (2015).

Ο σκοπός της ανακοίνωσης αναζήτησης υποψήφιων αγοραστών από τις παραπάνω εταιρείες ενδέχεται να είναι διαφορετικός ανά περίπτωση συμπεριλαμβανομένων παραγόντων όπως είναι οι στρατηγικοί στόχοι καθώς και η δομή της διάρθρωσης των επενδυτικών κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα ευρήματα μας θεωρούμε ότι οι εταιρείες «Seeking Buyer» δίνουν μεγάλη έμφαση στην επιτυχή έκβαση της ανακοίνωσης που εκδίδουν. Με άλλα λόγια, τα στελέχη των συγκεκριμένων επιχειρήσεων δεν είναι διατεθειμένοι να προβούν στην εφαρμογή λογιστικών ενεργειών που ενδέχεται να ρισκάρουν την ολοκλήρωση μιας ενδεχόμενης εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Άλλο ένα μέσο πηγής πληροφόρησης όπου χρησιμοποιείται από τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη των επιχειρήσεων στην λήψη αποφάσεων αποτελούν οι εκτιμήσεις των αναλυτών. Επηρεαζόμενοι από την έρευνα των Chronopoulos και Siougle (2018), οι οποίοι εστίασαν σε προβλέψεις των διοικητικών στελεχών, διερευνήσαμε την κατεύθυνση και την ακρίβεια των εκτιμήσεων των αναλυτών στις εταιρείες «Seeking Buyer» μέσω της μεταβλητής των κερδών ανά μετοχή (EPS). Με άλλα λόγια, η παραπάνω μελέτη εξετάζει τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν οι ενδεχόμενοι εξαγοραστές των εταιρειών «Seeking Buyer» έχοντας ως πηγή πληροφόρησης τις προβλέψεις των αναλυτών.

Προκειμένου να καταλήξουμε σε συμπεράσματα για την κατεύθυνση των προβλέψεων διακρίναμε τις εκτιμήσεις των αναλυτών σε αισιόδοξες και απαισιόδοξες ανάλογα με τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Πιο συγκεκριμένα, εάν η εκτίμηση των αναλυτών είναι μεγαλύτερη από το λογιστικό μέγεθος τότε θεωρείται αισιόδοξη ενώ όταν είναι μικρότερη θεωρείται απαισιόδοξοι. Τέλος, υπολογίσαμε την απόλυτη τιμή του σφάλματος των εκτιμήσεων των αναλυτών για να μπορέσουμε με αυτόν τον τρόπο να υπολογίσουμε την ακρίβεια των προβλέψεων.

Θεωρούμε ότι οι αναλυτές είναι πιο συγκρατημένοι σε ενδεχόμενες περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών με απώτερο σκοπό την κάλυψη των συμφερόντων μελλοντικών αγοραστών. Με άλλα λόγια θα προσπαθήσουν να τιμωρήσουν τις εταιρείες που προβαίνουν σε μια ενδεχόμενη εξαγορά-συγχώνευση. Παρόλα αυτά διαπιστώσαμε ότι οι αναλυτές θεωρούν τις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ανακοινώσεις «Seeking Buyer» ως ένα θετικό σημάδι για την μελλοντική αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα της επιχείρησης. Μέσα από την παρατήρηση των εκτιμήσεων των αναλυτών προέκυψε ότι ένα μεγάλο ποσοστό αυτών προβαίνουν σε αισιόδοξες παρά απαισιόδοξες εκτιμήσεις. Επιπροσθέτως, εντοπίσαμε ότι οι αναλυτές με απαισιόδοξες και αισιόδοξες εκτιμήσεις αντίστοιχα τείνουν να μην προσδιορίζουν αποτελεσματικά τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη.

Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα δείχνουν από την μια πλευρά την πρόθεση τόσο των αναλυτών όσο και της αγοράς, να εμπιστευτούν τις συγκεκριμένες εταιρείες και να εμφανίσουν εκτιμήσεις πάνω από τα πραγματικά λογιστικά μεγέθη. Όμως, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι εταιρείες Seeking Buyer προσπαθούν να εμφανίσουν όσο το δυνατόν πιο αντιπροσωπευτικά αποτελέσματα με απώτερο σκοπό την επιτυχή κατάληξη της συγκεκριμένης εξαγοράς-συγχώνευσης, τα στελέχη των συγκεκριμένων εταιρειών θα είναι πιο συγκρατημένα στην παρουσίαση των κερδών. Με αποτέλεσμα οι εκτιμήσεις των αισιόδοξων αναλυτών παρουσιάζουν χαμηλό βαθμό ακρίβειας. Από την άλλη πλευρά έρχονται οι απαισιόδοξοι αναλυτές, οι οποίοι είναι συγκρατημένοι ως προς την σκοπιμότητα των ανακοινώσεων «Seeking Buyer», εμφανίζουν εκτιμήσεις χαμηλότερες από τα πραγματικά μεγέθη. Ως αποτέλεσμα αυτού οι απαισιόδοξοι αναλυτές θα προσπαθήσουν να τιμωρήσουν τις επιχειρήσεις εμφανίζοντας όσο το δυνατόν χαμηλότερες εκτιμήσεις.

Αναμφισβήτητα, από τα παραπάνω ευρήματα προκύπτουν σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με την πληροφόρηση που παρουσιάζουν τόσο οι οικονομικές καταστάσεις όσο και οι εκτιμήσεις των αναλυτών. Παρατηρούμε μείωση του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών από τα στελέχη των επιχειρήσεων, μέσω της εξέτασης των μη κανονικών δεδουλευμένων (discretionary accruals), οι οποίοι προσπαθούν να παρουσιάσουν την πραγματική εικόνα των λογιστικών μεγεθών. Από την άλλη πλευρά διαπιστώνουμε ότι και οι αναλυτές των εταιρειών «Seeking Buyer» θεωρώντας ότι οι εταιρείες θα έχουν όφελος σε μια ενδεχόμενη εξαγορά-συγχώνευση από μελλοντικούς επενδυτές, παρουσιάζονται θετικοί στις ανακοινώσεις «Seeking Buyer». Με αυτόν τον τρόπο μπορούμε ενδεικτικά να ισχυριστούμε ότι ένα μεγάλο ποσοστό αναλυτών προσμετράει θετικά τα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τις ανακοινώσεις Seeking Buyer.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6.2 Περιορισμοί και Μελλοντική Έρευνα

Η παρούσα εργασία αποτελεί μια αρχική και διερευνητική προσπάθεια εξέτασης της δυνητικής συμβολής του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών και των προβλέψεων των αναλυτών στην αποτελεσματική πληροφόρηση ενδεχόμενων μελλοντικών επενδυτών υπό το πρίσμα των εταιρειών «Seeking Buyer». Ως εκ τούτου, χαρακτηρίζεται από περιορισμένη κλίμακα και ενδεχόμενες γενικεύσεις των ευρημάτων που σε άλλα συγκείμενα θα πρέπει να εξετάζεται με επιφύλαξη. Ωστόσο, οι επιμέρους μεθοδολογικοί περιορισμοί δύνανται να αναδείξουν σημαντικές ερευνητικές οδούς για μελλοντικές εργασίες στο αντικείμενο.

Η διεύρυνση του δείγματος με την συμπερίληψη περισσότερων παρατηρήσεων και εθνικών συγκειμένων δύναται να ενισχύσει την εξωτερική εγκυρότητα των ευρημάτων. Περαιτέρω και στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών εταιρειών, η απομόνωση και ο ακριβής προσδιορισμός λοιπών προσδιοριστικών παραγόντων στα ερευνητικά υποδείγματα όπως η μόχλευση (βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια), οι ευρύτερες συνθήκες του επιχειρησιακού περιβάλλοντος (π.χ. προσδιορισμός ελεγκτικών εταιρειών), το είδος των διαπραγματεύσεων που τελικά πραγματοποιήθηκε η εξαγορά ή συγχώνευση (μέσω δημοπρασίας ή μέσω διαπραγματεύσεων) καθώς και η ενσωμάτωση προβλέψεων των διοικούντων δύνανται να ενισχύσουν ή να τροποποιήσουν τον παραπάνω ισχυρισμό.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

7 Αρθρογραφία-Βιβλιογραφία

Μονογραφίες – Βιβλία

- ✓ Αγιακλόγλου, Χ.Ν., Οικονόμου Γ.Σ., (2004), "*Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων*", Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου

Άρθρα σε συλλογικούς τόμους

- ✓ Abarbanell, J., R. Lehavy (2003): "Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?", *Journal of Accounting Research*, 41(1) ,pp.1-31.
- ✓ Altschuler, D., Chen, G., and Zhou, J., (2015): "Anticipation of management forecasts and analysts' private information search", *Review of Accounting Studies*, 20, pp.803-838.
- ✓ Anagnostopoulou, S.C., and Tsekrekos, A.E., (2015): "Earnings management in firms seeking to be acquired", *The British Accounting Review*, 47, pp.351-375.
- ✓ Anilowski, C., Macias, A., & Sanchez, J.-M. (2009). "Target firm earnings management and the method of sale: Evidence of auctions and negotiations.", *Working paper. Purdue University and University of Arkansas.* SSRN
- ✓ Ascioglou, N.A., Mclnish, T.H., and Wood, R.A., (2002): "Merger Announcements and Trading", *Journal of Financial Research*, 25(2), pp.263-278.
- ✓ Barth, M., W., Landsman, M., Lang, (2008): "International accounting standards and accounting quality", *Journal of Accounting Research*, 46, pp. 467-498.
- ✓ Barth, M., W., Landsman, M., Lang, C., Williams, (2012). "Are IFRS based and US GAAP based accounting amounts comparable?", *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), pp. 68-93.
- ✓ Beckmann, K.S., Escobari, D.A., and Ngo, T., (2019): "The real earnings management of cross-listing firms", *Global Finance Journal*, 41, pp.128-145.
- ✓ Ben-David, I., Graham, J., and Harvey, C., (2013): "Managerial miscalibration", *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), pp.1547-1584.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ✓ Beyer, A., Cohen, D. A., Lys. T.Z., and Walther, B.R., (2010): "The financial reporting environment: Review of the recent literature", *Journal of Accounting Economics*, 50, pp. 296-343.
- ✓ Beyer, B.D., Nabar, S.M., and Rapley, E.T., (2018): "Real Earnings Management by Benchmark-Beating Firms: Implications for Future Profitability", *Accounting Horizons*, 32(4), pp.59-84.
- ✓ Bhandari, A., Mammadov, B., and Thevenot, M., (2018): "The impact of executive inside debt on sell-side financial analyst forecast characteristics", *Review of Quantitative Finance*, 51(2), pp.283-315.
- ✓ Brockman, P., Khurana, I.K., and Martin, X., (2008): "Voluntary disclosures around share repurchases", *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp.175-191.
- ✓ Burgstahler, D., Eames, M. (1998): "Management of earnings and analysts forecast", Unpublished working paper, University of Washington.
- ✓ Campa, J.M., and Hernando, I., (2004): "Shareholder Value Creation in European M&As", *European Financial Management*, 10(1), pp.47-81.
- ✓ Cheng, Q., Luo, T., and Yue, H., (2013): "Managerial incentives and management forecast precision", *The Accounting Review*, 88(5), pp.1575-1602.
- ✓ Chronopoulos, P.I., (2017): *"Voluntary Management Forecasts: Implications on Financial Reporting Quality" (Doctoral Dissertation),* Athens University of Economics and Business.
- ✓ Chronopoulos, P.I., and Siougle, S., (2018): "Examination of the information content of managerial range forecasts", *Research in International Business and Finance*, 46, pp.201-210.
- ✓ Coles, J.L., Daniel, N.D., and Naveen, L., (2008): "Boards: Does one size fit all?", *Journal of financial economics*, 87(2), pp. 329-356.
- ✓ Dereeper, S., and Mashwani, A.I., (2018): "Equity carve-outs, divergence of beliefs and analysts' following", *Research in International Business and Finance*, 43, pp.58-67.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ✓ Healy, P.M., J.M. Wahlen (1999): "A review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.
- ✓ DeAngelo, L., (1988): "Managerial competition information costs and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests", *Journal of Accounting and Economies*, 10, pp.3-36.
- ✓ Dechow, P.M. (1994): "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp. 03-40.
- ✓ Dechow, P.M., and Sloan, R.G., (1991): "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation", *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp. 51-89.
- ✓ Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P., (1996): "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, 70(2), pp.193-225.
- ✓ Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P., (1996): "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC.", *Contemporary Accounting Research*, 13, pp.1-36.
- ✓ Erickson, M., and Wang, S.W., (1999): "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics*, 27, pp. 149-176.
- ✓ Ewert, R., and Wagenhofer, A., (2005): "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management", *The Accounting Review*, 80, pp.1101-1124.
- ✓ Forker, J.J., (1992): "Corporate governance and disclosure quality", *Accounting and Business Research*, 22, pp.111-124.
- ✓ Goergen, M., and Renneboog, L., (2004): "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids", *European Financial Management*, 10(1), pp.9-45.
- ✓ Gopalan, R., and Jayaraman, S., (2011): "Private Control Benefits and Earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms", *Journal of Accounting Research*, 50(1), pp. 117-157.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ✓ Haw, I.M., Hu, B.B., Hwang, L.S., and Wu, W., (2004): "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions", *Journal of Accounting Research*, 42, pp.423-462.
- ✓ He, X.J., Wong, T.J., Young, D. Q., (2012): "Challenges for implementation of fair value accounting in emerging markets: Evidence from China.", *Contemporary Accounting Research*, 29, pp.538-562.
- ✓ Hribar, P., and Yang, H., (2016): "CEO Overconfidence and Management Forecasting", *Contemporary Accounting Research*, 33(1), pp.204-227.
- ✓ Hutton, A., Lee, L.F., and Shu, S.Z., (2012): "Do managers always know better? The relative accuracy of management and analyst forecasts", *Journal of Accounting Research*, 50, pp.1217-1244.
- ✓ Hutton, A., and Stocken, P., (2009): *"Prior forecasting accuracy and investor reaction to management earnings forecasts"*, Working paper, Boston College and Dartmouth College.
- ✓ Jones, J.J., (1991): "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.
- ✓ Kasznik, R., and Lev, B., (1995): "To warn or not to warn, management disclosures in the face of an earnings surprise", *The Accounting Review*, 70, pp.113-134.
- ✓ Kothari, S.P., Leone, A.J., and Wasley, E.W., (2005): "Performance matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 163-197.
- ✓ Kothari, S.P., Mizik, N., and Roychowdhury, S., (2016): "Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation", *The Accounting Review*, 91(2), pp. 559-586.
- ✓ Lang, M., and Lundholm, R., (1993): "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure", *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271.
- ✓ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., (1998): "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp.1113-1155.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ✓ Lennox, C., Wang, Z.T., and Wu, X., (2018): "Earnings management, audit adjustments, and the financing of corporate acquisitions: Evidence from China", *Journal of Accounting and Economics*, 65, pp.21-40.
- ✓ Leuz, C., D. Nanda, P.D. Wysocki (2003): "Earnings management and investor protection: an international comparison", *Journal of financial economics*, 69, pp. 505-527.
- ✓ Leuz, C., Lins, K.V., and Warnock, F.E. (2009): "Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?", *The Review of Financial Studies*, 22(8), pp. 3245-3285.
- ✓ Liu, C.H., Yao, L.J., Hu, N., and Liu, L.,(2011), "The impact of IFRS on accounting quality in a regulated market: An empirical study of China", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 26(4), pp. 659-676.
- ✓ Loukianova, A., Nikulin, E., and Zinchenko, A., (2017), "Forecasting the level of earnings management of Russian and Chinese companies", *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), pp.264-280.
- ✓ Louis, H., (2003), "Earnings management and the market performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 74, pp.121-148.
- ✓ Malmendier, U., and Tate, G., (2008): "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction", *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp.20-43.
- ✓ Mergenthaler, R., Rajgopal, S., and Srinivasan, S., (2011): *"CEO and CFO career penalties to missing quarterly analysts forecasts"*, Working paper, University of lowa.
- ✓ Murdock, M., and Madura, J., (2011): "Should prospective target firms publicly seek buyers", Unpublished Working Paper, Florida Atlantic University.
- ✓ Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., Wang, T., (2011): "Accruals and the performance of stock returns following external financing activities", *The British Accounting Review*, 43(3), pp. 214-229.
- ✓ Shleifer, A., and Vishny, R.W., (2003): "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp. 295-311.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ✓ Siougle, G., (2007): "Earnings Forecasts Disclosed in SEO Prospectuses: Evidence from an Emerging Market", *Journal of Emerging Market Finance*, 6(3), pp.249-267.
- ✓ Spyrou, S., and Siougle, G., (2007): "Mergers and acquisitions of non-financial firms in Europe: the case of the Athens Stock Exchange", *Applied Economics Letters*, 14, pp.523-527.
- ✓ Van Tendeloo, B. and Vanstraelen, A. (2005): "Earnings Management under German GAAP versus IFRS", *European Accounting Review*, 14 (1): 155-180.
- ✓ Tang, M., and Zhang, Li, (2018): "Range has it: decoding the information content of forecast ranges", *Review of Accounting Studies*, 23(2), pp.589-621.
- ✓ Tucker, J.W., Zarowin, P.A. (2006): "Does income smoothing improve earnings informativeness?", *The accounting review*, 81(1), pp. 251-270.
- ✓ Roychowdhury, S., (2006): "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp.335-370.
- ✓ Wang, TS, Lin, YM, and Chang, H., (2018): "The relationship between external financing activities and earnings management: Evidence from enterprise risk management", International Review of Economics & Finance, 58, pp.312-329.
- ✓ Waymire, G., (1985): "Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure", *Journal of Accounting Research*, 23, pp.268-295.
- ✓ Zhang, Y. (2013): "A Review of Earnings Management", Kyushu University Institutional Repository, 146, pp.1-14.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

8 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κύριες Μεταβλητές και οι Αντίστοιχες Περιγραφές	
$TA_{\mathrm{i,t}}$	Συνολικά δεδουλευμένα στοιχεία (total accruals) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\mathrm{Assets}_{\mathrm{i,t-1}}$	Σύνολο ενεργητικού (total assets) για την επιχείρηση i σε χρόνο t-1.
$NIBE_{\mathrm{i,t}}$	Κέρδη από συνήθεις δραστηριότητες για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\mathrm{CF0}_{\mathrm{i,t}}$	Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\Delta REV_{\mathrm{i,t}}$	Μεταβολή των εσόδων (revenues) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\Delta AR_{\mathrm{i,t}}$	Μεταβολή των εισπρακτέων λογαριασμών για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$DA_{\mathrm{i,t}}$	Μη κανονικά δεδουλευμένα (discretionary accruals) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\mathrm{PPE}_{\mathrm{i,t}}$	Σύνολο ενσώματων παγίων (property, plant and equipment) για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\mathrm{N}etIncome_{\mathrm{i,t}}$	Καθαρό κέρδος για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$\mathrm{ROA}_{\mathrm{i,t}}$	Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού για την επιχείρηση i σε χρόνο t.
$EPSA_{i,t}$	Τα πραγματικά μεγέθη των κερδών ανά μετοχή που δημοσιοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις για την επιχείρηση i σε χρόνο t..

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ