



MSc in

---

# Accounting & Finance

---

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS

## Ανταμοιβή για επίτευξη ή υπέρβαση προβλέψεων αναλυτών επί εταιρικών κερδών

---

Ελευθέριος Ανδρεάδης  
(Α.Μ:152185)

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

Αθήνα, Ιούλιος 2017

Εγκρίνουμε την εργασία του

**ΑΝΔΡΕΑΔΗ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΥ του Κωνσταντίνου**

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

**ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ**

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

**ΓΚΙΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

**ΠΑΠΑΔΑΚΗ ΑΦΡΟΔΙΤΗ**

.....

[31/07/2017]

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

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

**[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]**

**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

**ΑΝΔΡΕΑΣ ΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ**

.....

## Ευχαριστίες

*Είναι σημαντικό σε κάθε βήμα που κάνεις προς την επίτευξη των προσωπικών σου στόχων και φιλοδοξιών να έχεις άτομα που θα σου συμπαρασταθούν, θα σε στηρίζουν και θα συνδράμουν με κάθε δυνατό μέσο για τη δική σου επιτυχία. Τέτοια άτομα για μένα προσωπικά είναι οι γονείς μου, Κωνσταντίνος και Μαρία, αλλά και τα αδέρφια μου, που στάθηκαν αρωγοί στη μέχρι σήμερα επαγγελματική και ακαδημαϊκή μου πορεία.*

*Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συναδέλφους μου για τις φορές που απαιτήθηκε να επιδείξουν κατανόηση και να καταβάλουν υπερβάλλουσα προσπάθεια, ώστε να μπορώ να παραβρεθώ σε όλες τις διαλέξεις και να ανταποκριθώ στις υψηλές απαιτήσεις του συγκεκριμένου Μεταπτυχιακού Προγράμματος.*

*Κυρίως, θα ήθελα να ευχαριστώ θερμά την επιβλέπουσα καθηγήτρια κα. Σιουγλέ Γεωργία, για την πολύτιμη βοήθεια της κατά την εκπόνηση της παρούσης μελέτης. Ήταν ιδιαίτερη τιμή για εμένα να συνεργαστώ μαζί της και να την συμβουλευόμαι, αποκτώντας πολύτιμα οφέλη από τις εξειδικευμένες γνώσεις της, αλλά και την εμπειρία της στον επιστημονικό και ακαδημαϊκό χώρο.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστώ τους συνεξεταστές καθηγητές, τον κ. Γκίκα Δημήτριο και την κα. Παπαδάκη Αφροδίτη για την άριστη συνεργασία μας και την συμβολή τους στο να ξεπεραστούν όλα τα ζητήματα που παρουσιάστηκαν κατά τη διαδικασία εκπόνησης της εργασίας.*

*Ευελπιστώ με αυτή τη μελέτη να μπορέσω να συμβάλω και εγώ στο ερευνητικό έργο του Πανεπιστημίου.*

*Ανδρεάδης Ελευθέριος*

## Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη .....	5
1. Εισαγωγή .....	7
2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	13
2.1 Εκτιμήσεις των αναλυτών .....	13
2.2 Σημασία επίτευξης ή κάλυψης των προσδοκιών .....	17
2.3 Διαχείριση κερδών .....	20
2.4 Σχέση πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων .....	23
2.5 Θέσπιση υποχρεωτικής εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης .....	24
3. Εμπειρική Διερεύνηση .....	27
3.1 Υποθέσεις - Ερευνητικά ερωτήματα - Ανάλυση .....	27
3.2 Ερευνητικό Δείγμα – Δεδομένα .....	28
3.3 Μεθοδολογία – Μοντέλα .....	30
3.4 Μεταβλητές Υποδείγματος .....	33
4. Κριτικός σχολιασμός και ερμηνεία των ευρημάτων .....	39
5. Επίλογος .....	46
Βιβλιογραφία .....	48
Πρόσθετη Βιβλιογραφία .....	50

## Περίληψη

Η παρούσα μελέτη έχει ως στόχο να προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ της δημιουργίας υψηλών εταιρικών αποδόσεων και των προβλέψεων των αναλυτών για τα εταιρικά κέρδη. Ως αντιπροσωπευτικό μέγεθος των αποδόσεων έχει οριστεί η τριμηνιαία σωρευτική διαφορά μεταξύ των ημερήσιων αποδόσεων των εταιριών με την ημερήσια απόδοση της αγοράς, στην οποία δραστηριοποιούνται (cumulative abnormal returns). Στόχος της μελέτης είναι να εξετάσουμε κατά πόσο οι υπερ-αποδόσεις αυτές εξαρτώνται από την επίτευξη ή την υπέρβαση (meet or beat) των προβλέψεων που είχαν διενεργήσει οι αναλυτές για τα κέρδη των εταιρειών (forecasted earnings).

Το πεδίο έρευνας είναι οι Κεφαλαιαγορές χωρών της Ευρωζώνης και από τις εταιρείες αυτού του πεδίου έχουν επιλεγεί ως ερευνητικό δείγμα εκατόν εξήντα οχτώ (168) μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες, που δραστηριοποιούνται σε αυτές τις χώρες. Για να καταλήξουμε στο τελικό ερευνητικό δείγμα, χρειάστηκε να εξαιρεθούν από το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών εταιρείες με εμπορική δραστηριότητα, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, εταιρείες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών και άλλες εταιρείες με ελλιπή στοιχεία είτε λόγω διαγραφής, είτε λόγω αναστολής, είτε λόγω συγχώνευσης. Επίσης, πρέπει σε αυτό το σημείο να τονιστεί η δυσκολία ανεύρεσης δεδομένων για τις προβλέψεις μελλοντικών κερδών, καθώς για αρκετές εταιρείες δεν κατέστη εφικτή η εύρεση της συγκεκριμένης πληροφορίας και τελικά, εξαιρέθηκαν από το δείγμα.

Βάσει των ερευνητικών υποθέσεων, η παρούσα έρευνα έρχεται να απαντήσει στο ερώτημα αν υπάρχει ή όχι στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των κερδών που υπερβαίνουν τις προβλέψεις των αναλυτών και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο εφαρμογής των ΔΠΧΠ, πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Η χρονική περίοδος που εξετάστηκε στη παρούσα έρευνα είναι το διάστημα των ετών 2005-2015.

Για τους σκοπούς της εν λόγω έρευνας, πραγματοποιήθηκε εμπειρική ανάλυση με τη εφαρμογή μίας τροποποιημένης μορφής του οικονομετρικού μοντέλου των Bartov et al. (2002). Πέραν από τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις που αποτελούν την εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου και τα υπερβάλλοντα κέρδη που αποτελούν τη βασική ανεξάρτητη μεταβλητή, στο μοντέλο περιλαμβάνονται κι άλλοι παράγοντες. Συγκεκριμένα, αυτοί είναι ο βαθμός που η επίτευξη των προσδοκιών επί των κερδών

επηρεάζει τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις και η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (2009).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης που πραγματοποιήθηκε, ο καθένας από αυτούς τους παράγοντες επηρεάζει σε διαφορετικό βαθμό την εμφάνιση των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων. Για την ακρίβεια, η επίτευξη των προσδοκιών των αναλυτών και η εμφάνιση της κρίσης επηρεάζουν με θετικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο την εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου. Το βασικό όμως, πόρισμα που προκύπτει από την εμπειρική ανάλυση, είναι ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών (δηλαδή της διαφοράς μεταξύ των πραγματοποιηθέντων κερδών και των προβλέψεων των αναλυτών) και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων (οι οποίες προκύπτουν από τις σωρευτικές ημερήσιες διαφορές των αποδόσεων της κάθε εταιρείας από την αγορά που δραστηριοποιείται).

## 1. Εισαγωγή

Οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τα κέρδη μίας επιχείρησης αποτελούν έναν από τους πιο βασικούς παράγοντες που δύνανται να επηρεάσουν την μελλοντική πορεία της. Έχοντας ως στόχο να προσεγγίσουν και να απεικονίσουν την πραγματική οικονομική κατάσταση στην οποία θα βρεθεί η επιχείρηση στο άμεσο μέλλον και προσπαθώντας να προσφέρουν σε όλους τους ενδιαφερόμενους σωστή και εύλογη πληροφόρηση, οι εκτιμήσεις των αναλυτών αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της δραστηριότητας της Κεφαλαιαγοράς και του επιχειρηματικού και ερευνητικού χώρου. Αυτό συμβαίνει καθώς διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην λήψη αποφάσεων τόσο από την πλευρά των επενδυτών όσο και από την πλευρά των επιχειρηματιών. Για τον λόγο αυτό, τα τελευταία χρόνια, αποτελούν σημαντική θεματολογία που απασχολεί τους σύγχρονους οικονομικούς ερευνητές. Γενικότερα, η ποιότητα και το εύρος της πληροφόρησης που παρέχεται από ανεξάρτητους και ανεπηρέαστους αναλυτές έχουν απασχολήσει την ευρύτερη ερευνητική κοινότητα και όπως είναι αναμενόμενο, έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες που εστιάζουν στο εν λόγω θέμα.

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να αναφέρουμε τα ενδιαφερόμενα μέρη των χρηματοοικονομικών πληροφοριών και των χρηματοοικονομικών εκτιμήσεων, καθώς και τους λόγους για τους οποίους ενδιαφέρεται το καθένα. Οι βασικότερες ομάδες ενδιαφερόμενων είναι οι πιστωτές-προμηθευτές της επιχείρησης, οι οποίοι ενδιαφέρονται, με σκοπό να μπορέσουν να εκτιμήσουν την πιστοληπτική ικανότητα του πελάτη τους και να λάβουν αποφάσεις για την πραγματοποίηση μελλοντικής συνεργασίας. Στη συνέχεια, οι μελλοντικοί επενδυτές ενδιαφέρονται για την αναμενόμενη κερδοφορία των επιχειρήσεων, προκειμένου να μπορούν να λαμβάνουν τις πιο κερδοφόρες και συμφέρουσες για εκείνους αποφάσεις αναφορικά με την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους. Ακόμη, το κράτος είναι μία βασική ομάδα ενδιαφερόμενων και θα πρέπει να παρακολουθεί στενά την επιχειρηματική δραστηριότητα που αναπτύσσεται στα πλαίσιά του, έτσι ώστε να είναι σε θέση να εντοπίσει τα φαινόμενα ύποπτων υπερ-αποδόσεων και να επέμβει με εκτενέστερους ελέγχους και με την κατάλληλη νομοθεσία, έτσι ώστε να διασφαλίσει την προστασία της αγοράς. Ακολούθως, οι εργαζόμενοι των επιχειρήσεων ενδιαφέρονται για τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών για να έχουν μία εικόνα αναφορικά με την βιωσιμότητά της επιχείρησης που εργάζονται και να μπορούν να νιώθουν ασφάλεια για την εργασιακή τους απασχόληση. Οι ανταγωνιστές της κάθε επιχείρησης, οι οποίοι



δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και στην ίδια αγορά αποτελούν βασικό ενδιαφερόμενο μέρος για την μελλοντική κερδοφορία της, διότι πραγματοποιούν συγκρίσεις μεταξύ τους και δεδομένου ότι έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα, η καθεμία μελετά την πορεία και τις στρατηγικές κινήσεις της άλλης, πριν προβεί σε κάποια επιχειρηματική ενέργεια. Τέλος, τα ίδια τα στελέχη των επιχειρήσεων ενδιαφέρονται άμεσα για τις εκτιμήσεις των αναλυτών, διότι μέσα από αυτές ενημερώνονται για την άποψη που έχουν οι υπόλοιπες ομάδες ενδιαφερόμενων και κυρίως η αγορά για την δραστηριότητά τους και με βάση αυτές μπορούν να αντιληφθούν καλύτερα την κοινή γνώμη, αλλά και να μετρήσουν την απόδοση της λειτουργίας της επιχείρησής τους. Ενδέχεται, όμως, να προσπαθήσουν να επηρεάσουν την κοινή γνώμη προς όφελός τους, τροφοδοτώντας το επενδυτικό κοινό με αναληθείς πληροφορίες. Πάντοτε, λοιπόν, υποκρύπτεται ο κίνδυνος για φαινόμενα διαφθοράς. Για τον λόγο αυτό, θα πρέπει οι ενδιαφερόμενοι να ενημερώνονται από έγκυρες πηγές και να διασταυρώνουν πάντα τις πληροφορίες που συγκεντρώνουν, προκειμένου να μην χειραγωγούνται από κακόβουλους επιχειρηματίες.

Το λεγόμενο *meeting or beating* (επίτευξη ή υπέρβαση) των προβλέψεων των αναλυτών είναι μια έννοια καλά εδραιωμένη στη σημερινή εταιρική κουλτούρα. Από τις διαβουλεύσεις στα εταιρικά συμβούλια, τις αναφορές στον οικονομικό τύπο και τις συζητήσεις στο διαδίκτυο, η έμφαση δίνεται στο εάν η εταιρεία κατάφερε να προσεγγίσει ή να ξεπεράσει τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη της. Πολύ χαρακτηριστικό σχόλιο που αποτυπώνει τη σημασία που δίνει ο οικονομικός τύπος σχετικά με την επίτευξη των προσδοκιών της Wall Street είναι το κάτωθι:

*«Τον Ιανουάριο, για 41<sup>η</sup> φορά μέσα σε 42 τρίμηνα η Microsoft παρουσίασε κέρδη που προσέγγισαν ή υπερέβησαν τις εκτιμήσεις των αναλυτών της Wall Street. Αυτό είναι το όνειρο των CEO και CFO της εταιρείας: τρίμηνο με τρίμηνο χωρίς να απογοητεύουν την Wall Street. Σίγουρα, ονειρεύονται και άλλα πράγματα αλλά το πιο απλό και ορατό μέτρο εταιρικής επιτυχίας είναι ένα: Κατάφερες να πετύχεις τα αναμενόμενα από την αγορά κέρδη το προηγούμενο τρίμηνο;» (Fox, 1997).*

Συνεπώς, ιδιαίτερα κρίσιμο κριτήριο για την πορεία μίας επιχείρησης που λαμβάνει υπόψη κυρίως η Διοίκηση, αλλά και όλοι οι υπόλοιποι ενδιαφερόμενοι είναι ο βαθμός που τα πραγματικά κέρδη προσεγγίζουν τα εκτιμώμενα από τους αναλυτές κέρδη. Πολλές φορές, τα δύο αυτά ποσοτικά μεγέθη συγκρίνονται και με βάση την μεταξύ

τους διαφορά πραγματοποιείται η αξιολόγηση των στελεχών. Σε περιπτώσεις που τα πραγματικά κέρδη προσεγγίζουν τα αναμενόμενα σε μεγάλο βαθμό (meeting earnings expectations) είτε τις ξεπερνούν σε μικρό βαθμό (beating earnings expectations) τα στελέχη θα πρέπει να επιβραβεύονται. Αντίθετα, σε περιπτώσεις που τα πραγματοποιηθέντα κέρδη δεν καταφέρνουν να φτάσουν το ύψος των εκτιμήσεων των αναλυτών (fail to meet earnings expectations) είτε εάν η μεταξύ τους διαφορά είναι αξιοσημείωτη, τα στελέχη οφείλουν να λογοδοτήσουν στη Διοίκηση, να εντοπίσουν και να αναφέρουν τους λόγους που σχηματίστηκαν οι αποκλίσεις και να προβούν σε διορθωτικές ενέργειες για το μέλλον. Σε κάθε περίπτωση, είναι σημαντικό να υλοποιούνται οικονομικοί έλεγχοι από την πλευρά της Διοίκησης, αλλά και των ενδιαφερόμενων μερών, προκειμένου να υπάρχει μία εύλογη διασφάλιση για τις παρεχόμενες πληροφορίες και να περιορίζονται τα φαινόμενα διαχείρισης κερδών και χειραγώγησης των αποτελεσμάτων.

Η σημασία που δίνεται στην δυνατότητα προσέγγισης ή υπέρβασης των προσδοκώμενων αποτελεσμάτων δεν είναι καθόλου υπερβολική, δεδομένου του ρόλου των τελικών αποτελεσμάτων της κάθε χρήσης για την συνέχεια της λειτουργίας μίας επιχείρησης και για την βιωσιμότητά της. Για αυτό και πολλές φορές, όπως έχει διαπιστωθεί ύστερα από διάφορες έρευνες, οι ίδιες οι εταιρείες επιλέγουν να μην παραμένουν απλώς παθητικοί παρατηρητές και αποδέκτες της πληροφόρησης αναφορικά με τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Αντιθέτως, καταλαμβάνουν τον ρόλο ενεργού παίκτη και διαρκώς αναζητούν νέους τρόπους χειραγώγησης των προσδοκιών των αναλυτών, είτε τείνουν να διαχειρίζονται τα πραγματικά τους αποτελέσματα, με τη χρήση της δημιουργικής λογιστικής (McGee, 1997; Vickers, 1999). Ειδικότερα, αν λάβουμε υπόψη το γεγονός ότι η αξία μίας επιχείρησης συνδέεται άρρηκτα με τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών και με τα δημοσιευμένα επίπεδα κερδοφορίας, αμέσως γίνονται αντιληπτά τα οικονομικά κίνητρα της Διοίκησης της επιχείρησης για διαχείριση των κερδών της. Τα βασικότερα κίνητρα που τους οδηγούν στο να διενεργούν τέτοιου είδους αθέμιτες ενέργειες είναι η μεγιστοποίηση των μεριδίων τους και η ενίσχυση της αξιοπιστίας της Διοίκησης, εφόσον δύναται να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των αναλυτών και των λοιπών συνεργαζόμενων μερών.

Αξιοσημείωτη είναι η σχετική έρευνα των Ball και Brown (1968), οι οποίοι πρώτοι έχουν τεκμηριώσει επιστημονικά την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών για εταιρείες που επιτυγχάνουν ή υπερβαίνουν τις

εκτιμήσεις των αναλυτών, επιβεβαιώνοντας έτσι το ενδεχόμενο σχηματισμού υπερ-αποδόσεων για τις εταιρείες αυτές. Σε γενικές γραμμές, λοιπόν, η υπερ-απόδοση είναι συνάρτηση των εκτιμήσεων των χρηματοοικονομικών αναλυτών, των πραγματοποιηθέντων κερδών, της συνέπειας εμφάνισης ελάχιστων μεταξύ τους αποκλίσεων, αλλά και της διαχείρισης των προσδοκιών και των κερδών από την πλευρά της Διοίκησης.

Η Διοίκηση τείνει να χειραγωγεί τις προσδοκίες των αναλυτών αναφορικά με τις αποδόσεις της αρχικά, προς τα κάτω, μειώνοντάς τις οριακά σε περιπτώσεις που επιθυμεί να αποφύγει μία αρνητική εξέλιξη, εάν δεν καταφέρει να επιτύχει υψηλή κερδοφορία ή ακόμη για να μπορέσει να παρουσιάσει οριακή υπέρβαση των αναμενόμενων μεγεθών με τη μορφή έκτακτης κερδοφορίας. Σε αντίθετη περίπτωση, επιδιώκει να τις αυξήσει, προσπαθώντας να προβάλλει μία εντονότερα κερδοφόρα εξέλιξη και να γίνει πιο ανταγωνιστική στον κλάδο, ελκυστική για τους επενδυτές και πιο ελπιδοφόρα για τους μετόχους.

Από την άλλη, η ίδια η Διοίκηση και τα στελέχη των εταιρειών προβαίνουν σε διαχείριση των πραγματοποιηθέντων κερδών τους, στηριζόμενοι στην λογιστική αρχή των δεδουλευμένων μεγεθών, εκμεταλλευόμενοι τη δυνατότητα να μεταφέρουν έσοδα και έξοδα από τη μία λογιστική χρήση στην άλλη. Έτσι, κάθε φορά είναι σε θέση να ελέγχουν την κερδοφορία που θα παρουσιάσουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Τις περισσότερες φορές μάλιστα, αυτό που συμβαίνει είναι να μεταφέρουν κέρδη από επόμενες χρήσεις στην τρέχουσα ή να αναβάλλουν την αναγνώριση εξόδων, προκειμένου να εμφανίζονται κέρδη που υπερβαίνουν τους στόχους των αποδόσεων που τους έχει θέσει η αγορά. Σε ορισμένες περιπτώσεις που φαίνεται αδύνατο η εταιρεία να προσεγγίσει τις προβλέψεις των αναλυτών στην τρέχουσα χρήση αναβάλλουν την αναγνώριση κερδών, ώστε με την αρχή του δεδουλευμένου, να τα εμφανίσουν σε επόμενες χρήσεις και να είναι πιο εφικτό να υπερκεράσουν τις προβλέψεις των αναλυτών σ' αυτές.

Αναμφισβήτητα, λοιπόν, οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών αποτελούν ένα επίπεδο αναφοράς για την επιχείρηση (benchmark) και ο βαθμός που τα πραγματοποιηθέντα κέρδη προσεγγίζουν τα αναμενόμενα αποτελεί ένα μείζον θέμα που έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ερευνητική κοινότητα. Επιπροσθέτως, το γεγονός ότι οι επενδυτές τείνουν να προσδίδουν υπερτιμημένη αξία σε επιχειρήσεις που

καταφέρνουν είτε να επιτύχουν είτε να ξεπεράσουν τις προσδοκίες των αναλυτών, έρχεται να ενισχύσει τη σημαντικότητα του επιπέδου σύγκλισης των δύο μεγεθών, όπως αναφέρουν στις μελέτες τους οι Barth et al. (1999), Bartov et al. (2002) και Kasznik και McNichols (2002). Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, το ύψος αυτού του είδους της υπεραξίας οφείλεται στην επίτευξη βέλτιστης επίδοσης της εκάστοτε επιχειρησιακής μονάδας και κυμαίνεται ανάλογα με το επίπεδο των υπερ-αποδόσεων που παρουσιάζονται.

Σε σχέση με τα προαναφερθέντα, η παρούσα έρευνα αξιοποιεί, κατά κύριο λόγο, ποσοτικά δεδομένα που προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών και από διάφορες βάσεις δεδομένων όπου βρίσκονται συγκεντρωμένες οι εκτιμήσεις των αναλυτών. Ως πρωταρχικός σκοπός της μελέτης ορίζεται ο προσδιορισμός της σχέσης μεταξύ των πραγματικών και των αναμενόμενων αποδόσεων των εταιρειών, αν δηλαδή οι επιχειρήσεις δύνανται να καλύψουν ή αν υπερβαίνουν τις εκτιμήσεις των αναλυτών, καθώς και ο εντοπισμός των υπερ-αποδόσεων (MBE premium) που ενδεχομένως σχηματίζονται. Η έρευνα εστιάζει στην περίοδο 2005-2015.

Επιπλέον, τα δεδομένα που αντλήθηκαν ήταν από το 2000 έως το 2015, αλλά έγινε μία διάκριση της περιόδου, λόγω έναρξης υποχρεωτικής εφαρμογής των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ – IFRS), από το έτος 2005 και ύστερα για όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Ύστερα από αρκετά οικονομικά σκάνδαλα που κλόνισαν τον επιχειρηματικό χώρο, από τα οποία τα πιο γνωστά είναι η πτώχευση της Enron (2001), εταιρείας παροχής υπηρεσιών ενέργειας, η οποία οδήγησε στην πτώση της Arthur Andersen, μεγάλης ελεγκτικής εταιρείας και η πτώχευση της WorldCom (2002), το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο αποφάσισε και καθιέρωσε με τον κανονισμό 1606/2002 την υποχρεωτική εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, για όλες τις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στις οργανωμένες αγορές των χωρών που είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η λογική πίσω από αυτόν τον κανονισμό ήταν η δημιουργία θεμελιωδών αρχών και κανόνων για δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και της επίδοσης των επιχειρήσεων που θα έδινε σημασία στις απαραίτητες λεπτομέρειες και θα περιόριζε την δυνατότητα για εφαρμογή παράνομων λογιστικών πρακτικών υπό τη σκέπη διαφόρων χειρισμών της δημιουργικής λογιστικής. Πρόκειται, λοιπόν, για μία γενικότερη αλλαγή στην επιχειρηματική στρατηγική των εταιρειών η οποία αναμένεται να συμβάλλει στην καλύτερη κατανόηση των προτύπων και των χρηματοοικονομικών

πληροφοριών, στην ευκολότερη επίτευξη συγκρίσεων μεταξύ των λογιστικών μεγεθών διαφόρων εταιρειών και στην χρηστική στρατηγική εναρμόνισή τους. Επίσης, η ευρεία εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης ενδέχεται να περιορίσει τις ασάφειες των κανονισμών που εφαρμόζε η κάθε χώρα ξεχωριστά και να οδηγήσει σε μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης στον χώρο των επενδύσεων. Μάλιστα, όπως αναφέρεται στην τρέχουσα έκδοση των ΔΠΧΠ, τα εν λόγω λογιστικά πρότυπα στηρίζονται στην φιλοσοφία ότι η ουσία θα πρέπει να είναι υπεράνω των τύπων και τηρούνται οι αρχές της διαφάνειας, της λογοδοσίας και της αποτελεσματικότητας.

Στη συνέχεια, επιλέγεται να γίνει μία επιπρόσθετη διάκριση της περιόδου που εξετάζεται, η οποία αφορά στην εμφάνιση της οικονομική κρίσης στην Ευρώπη. Η διάκριση αυτή είναι σημαντική και θα πρέπει οπωσδήποτε να αποτελέσει παράγοντα του υπό εξέταση οικονομετρικού μοντέλου, εφόσον η οικονομική κρίση έπληξε τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη και άλλαξε τον τρόπο λειτουργίας και την επενδυτική τους πολιτική. Ως έτος ορόσημο για την διάκριση της περιόδου, βάσει της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη ορίζεται το 2009. Έτσι, το διάστημα 2005-2008 θεωρείται περίοδος προ κρίσης και το διάστημα 2009-2015 περίοδος μετά την εμφάνιση της κρίσης.

Η εμπειρική μελέτη γίνεται με δεδομένα που αφορούν στην αγορά στα πλαίσια της Ευρωζώνης και τη λειτουργία της, δεδομένων των ρυθμίσεων των λογιστικών διαδικασιών και χειρισμών που αφορούν τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε αυτή, καθώς και των κανόνων που διέπουν την παροχή λογιστικής πληροφόρησης. Έτσι, επιλέγεται να γίνει εστίαση στον βιομηχανικό κλάδο της Ευρωζώνης και συγκεντρώνοντας πληροφορίες από μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις αναμένεται να υλοποιηθεί η σύγκριση των πραγματικών και των εκτιμώμενων κερδών. Τα στατιστικά δεδομένα που τελικά αξιοποιούνται βρίσκονται σε τριμηνιαία βάση και αφορούν εκατόν εξήντα οχτώ (168) στο σύνολο εισηγμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις, για το διάστημα 11 ετών (2005-2015), που εφαρμόζονται τα ΔΠΧΠ. Παράλληλα, θα γίνει θεωρητική αναφορά στους λόγους που οι εταιρείες προβαίνουν σε διαχείριση των κερδών τους, προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους που τους θέτει η αγορά.

Αναφορικά με το περιεχόμενο και την δομή της παρούσης έρευνας, γίνεται διάκριση σε έξι κύριες ενότητες. Αρχικά, στην παρούσα ενότητα που αποτελεί το εισαγωγικό

μέρος του συνόλου, εξηγείται το ακριβές θέμα που μελετάται και εντοπίζεται η χρησιμότητά του για την ερευνητική κοινότητα και το επιχειρηματικό σύνολο. Πιο ειδικά, γίνεται αναφορά στους λόγους που η σχέση μεταξύ των πραγματικών και των εκτιμώμενων από τους αναλυτές κερδών των μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων της Ευρωζώνης, θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική. Στην επόμενη ενότητα περιλαμβάνεται η σχετική βιβλιογραφία που αφορά το υπό εξέταση θέμα και παρουσιάζονται διάφορα ευρήματα και συμπεράσματα που έχουν προέλθει από προγενέστερες έρευνες. Η τρίτη ενότητα περιλαμβάνει την παρουσίαση της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται, δηλαδή γίνεται αναφορά στην επιλογή του δείγματος, στον τρόπο επιλογής και συλλογής των δεδομένων και στην διάκριση των πρωταρχικών ερευνητικών υποθέσεων. Οι επόμενες δύο ενότητες που ακολουθούν εστιάζουν στην παρουσίαση και ανάλυση των ευρημάτων της έρευνας, καθώς και στον κριτικό σχολιασμό και την ερμηνεία τους, αντίστοιχα. Καταληκτικά, η τελευταία ενότητα αποτελεί τον επίλογο της μελέτης, όπου γίνεται μία σύνοψη των ευρημάτων που προκύπτουν από την έρευνα και φυσικά, έρχονται να δώσουν απαντήσεις στα ερωτήματα – ερευνητικές υποθέσεις που έχουν τεθεί κατά την έναρξη της. Παράλληλα, τα ευρήματα συνοδεύονται με διάφορες προτάσεις για περαιτέρω εξέταση του θέματος στο μέλλον, τονίζοντας έτσι την συνεισφορά της έρευνας.

## 2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

### 2.1 Εκτιμήσεις των αναλυτών

Οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της πληροφόρησης που χρειάζεται ένας επενδυτής ή ένα οποιοδήποτε άλλο ενδιαφερόμενο μέρος μίας επιχείρησης. Στην προσπάθεια να κατανοήσουμε την σημασία τους, εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς με ποιον τρόπο δύνανται να αποτελέσουν βασικό εργαλείο για την λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων. Πρόκειται για μία διαδικασία που στοχεύει στο να προβλέψει με την κατάλληλη τεχνική, την μελλοντική εξέλιξη ορισμένων μεγεθών μιας επιχείρησης, στην διαμόρφωση πιθανών σεναρίων και στην διεξαγωγή ορισμένων συμπερασμάτων. Η πληροφορία που παρέχεται (output) θεωρείται ιδιαίτερα χρήσιμη, εφόσον είναι προερχόμενη από μία θεωρητικά έμπειρη, ανεπηρέαστη και αξιόπιστη πηγή. Αυτές είναι οι ιδανικές συνθήκες για τη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης που θα θέσει τα θεμέλια για την ομαλή και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Όμως, πολλές φορές οι ιδανικές συνθήκες

είναι δύσκολο να διαμορφωθούν και οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές επηρεάζουν με διαφορετικό τρόπο την λειτουργία της αγοράς.

Όσον αφορά τον ρόλο των αναλυτών στην επιχειρηματική δραστηριότητα, εντοπίζονται δύο ευδιάκριτες εκδοχές. Η πρώτη, κατά τους Jensen και Meckling (1976), Healy και Palepu (2001), θεωρεί τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές ως εξωτερικοί παρατηρητές – σχολιαστές των οικονομικών στελεχών των εταιρειών. Οι άνθρωποι αυτοί, έχοντας την κατάλληλη εκπαιδευτική κατάρτιση στη λογιστική και χρηματοοικονομική επιστήμη, με εμπειρία και αυξημένη αντίληψη για τις βιομηχανικές και τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, είναι αναμφισβήτητα, οι πιο κατάλληλοι αποδέκτες και διαχειριστές της λογιστικής πληροφόρησης που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις. Πολλά από τα ενδιαφερόμενα μέρη μίας επιχείρησης που αποτελούν και τελικούς χρήστες των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως για παράδειγμα οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (hedge funds) ή και ιδιώτες επενδυτές, λόγω έλλειψης γνώσεων, εμπειρίας, λόγω δυσκολίας πρόσβασης σε πληροφορίες ή ακόμη και λόγω περιορισμένου χρόνου και άλλων πόρων, φαίνεται να εμπιστεύονται το έργο των αναλυτών και να στηρίζουν τις αποφάσεις τους στις εκθέσεις και τις προτάσεις τους.

Η δεύτερη εκδοχή αναδεικνύει τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές ως κριτές – ελεγκτές και μάλιστα αυστηρούς για τις επιχειρήσεις, οι οποίοι θέτουν τους οικονομικούς στόχους που θα πρέπει να επιτυγχάνει η καθεμία. Λαμβάνοντας υπόψη και την επιρροή που ασκούν στο επενδυτικό κοινό, αυτό έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία υπερβολικών πιέσεων για τα στελέχη, τα οποία επιδιώκουν να επιτύχουν τους στόχους αυτούς, αξιοποιώντας οποιοδήποτε μέσο έχουν στη διάθεσή τους και να μπορέσουν τελικά, να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις της αγοράς. Όπως παρατηρείται στις οργανωμένες αγορές, μεγάλο ποσοστό των εταιρειών καταφέρνει να καλύψει τις αναμενόμενες αποδόσεις των αναλυτών ασκώντας υπερβολικές πιέσεις στα στελέχη τους και στον τρόπο που λειτουργούν. Από την άλλη, στις περιπτώσεις όπου οι εταιρείες δεν καταφέρνουν να καλύψουν τις προβλέψεις των αναλυτών εντοπίζεται συχνά σημαντική πτώση στην αξία διαπραγμάτευσης των μετοχών τους. Δεδομένου αυτού, γίνεται εύκολα αντιληπτό το γεγονός ότι ένας από τους πρωταρχικούς στόχους των στελεχών είναι να καταφέρουν να ανταποκριθούν στις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών.

Στη συνέχεια, δεν θα πρέπει να παραληφθεί η αναφορά και στην πίεση που ενδέχεται να ασκείται και στους ίδιους τους αναλυτές. Οι πιέσεις αυτές προέρχονται από διάφορες πηγές. Ύστερα από έρευνα, οι Dechow et al. (2000), Lin και McNichols (1998), Michaely και Womack (1999) έχουν παραθέσει κάποιες από αυτές. Αναλυτικότερα, πρόκειται για την ανάγκη για ομαλή συνέχεια των επενδυτικών και τραπεζικών δραστηριοτήτων, χωρίς έντονες και έκτακτες μεταβολές, την επιτακτική ανάγκη για διατήρηση ισορροπίας όσον αφορά τις σχέσεις τους με τις Διοικήσεις των εταιρειών, ευελπιστώντας να εξασφαλίζουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες (inside information) και την προσπάθεια αποφυγής υποτίμησης και υποβάθμισης συγκεκριμένων μετοχών που ανήκουν σε σημαντικούς πελάτες (significant holdings). Οι πιέσεις αυτές είναι πιθανό να στρεβλώσουν τα κίνητρα των αναλυτών και να επηρεάσουν την ποιότητα του έργου τους και τον ρόλο που έχουν αναλάβει.

Σε καμία περίπτωση δεν είναι πρόπον οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να ξεχνούν την υποχρέωση που έχουν προς τους ενδιαφερόμενους και θα πρέπει να διατηρούν την ανεξαρτησία και την ακεραιότητά τους. Έχουν ως καθήκον να ενημερώνουν το ευρύτερο κοινό για τις επιχειρηματικές εξελίξεις και προβλέψεις και να μειώσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης. Για αυτό οφείλουν να είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικοί, σύμφωνα με τα δεδομένα και τους πόρους που διαχειρίζονται. Πρόκειται για ζήτημα ηθικής που χρήζει ύψιστης προσοχής, προκειμένου να αποφευχθούν προκλήσεις όπως κρίσιμες οικονομικές συνθήκες, κρίσεις και σκάνδαλα. Βέβαια, σε αυτό σημαντικό ρόλο παίζει και η ύπαρξη της κατάλληλης νομοθεσίας, αλλά και των αντίστοιχων δικλείδων ασφαλείας.

Στα πλαίσια αυτά, έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες που εστιάζουν στον υπολογισμό των εκτιμήσεων των χρηματοοικονομικών αναλυτών, στην ύπαρξη ακρίβειας (accuracy) στις προβλέψεις τους και στην εμφάνιση συστηματικών διαφορών και αποκλίσεων. Στις πρώτες σχετικές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν από τους Richards (1976), Brown και Rozeff (1980), O'Brien (1987, 1990), Coggin and Hunter (1989), Butler και Lang (1991), σύμφωνα με τα δεδομένα της εποχής, δεν εντοπίστηκαν ιδιαίτερα σημαντικές αποκλίσεις. Ωστόσο, όπως ισχυρίζονται πιο σύγχρονοι ερευνητές Stickel (1992), Sinha, Brown και Das (1997), Mikhail, Walther και Willis (1997) και Jacob, Lys και Neale (1997), υπάρχουν συστηματικές διαφορές στην ακρίβεια των εκτιμήσεων. Λόγω των διαφορών αυτών, είναι σημαντικό να αναφερθούν οι παράγοντες που επιδρούν στην ακρίβεια των εκτιμήσεων των



χρηματοοικονομικών αναλυτών. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να είναι, σύμφωνα με τον M.B. Clement (1999), η ικανότητα και η εμπειρία του αναλυτή, οι πόροι που έχει κάθε φορά στη διάθεσή του, η πολυπλοκότητα και η σύνθεση του χαρτοφυλακίου που διαχειρίζεται και το μέγεθος της εταιρείας που εργάζεται.

Πιο ειδικά, η ακρίβεια της πρόβλεψης του αναλυτή συνδέεται με θετική σχέση με την γενικότερη εμπειρία και με το μέγεθος του εργοδότη του αναλυτή, σε αντίθεση με τον αριθμό των εταιρειών και των κλάδων που διαχειρίζεται και παρακολουθεί ο ίδιος στο χαρτοφυλάκιό του, που υπάρχει αρνητική συσχέτιση. Στις πιο σύγχρονες έρευνες, φαίνεται πως το επίπεδο ακρίβειας των προβλέψεων των αναλυτών, δηλαδή η απόκλιση των προβλέψεων από τα πραγματοποιηθέντα μεγέθη, χρησιμοποιείται ως μέσο αξιολόγησης της απόδοσης των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Μάλιστα, οι Gu and Wu (2003) ισχυρίζονται ότι η ακρίβεια είναι μία από τις σημαντικότερες πτυχές στη δραστηριότητα των αναλυτών. Ακόμη, σύμφωνα με τον Jackson (2005), όσο πιο ακριβείς χαρακτηρίζονται οι προβλέψεις των αναλυτών, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά τους να επηρεάσουν τις τιμές διαπραγμάτευσης των μετοχών. Έτσι, μέσα από προβλέψεις ακριβείας, οι αναλυτές καταφέρνουν να επιβραβεύονται με μεγαλύτερη επαγγελματική αναγνώριση (Stickel, 1992) και να ανταμείβονται με καλύτερη μελλοντική επαγγελματική εξέλιξη (Hong and Kubik, 2003).

Επιπρόσθετοι παράγοντες που επηρεάζουν την ακρίβεια και την αξιοπιστία των προβλέψεων ενός αναλυτή για την μελλοντική απόδοση μίας εταιρείας είναι η αυξημένη συχνότητα δημοσίευσης συστάσεων, η πρόκληση σημαντικού αντίκτυπου στις τιμές διαπραγμάτευσης των μετοχών και το χαμηλό ποσοστό αναθεωρήσεων προς τα πάνω (upward revisions). Είναι κρίσιμο να αναφερθεί ότι, εάν οι ενδιαφερόμενοι και οι χρήστες των λογιστικών αυτών των πληροφοριών γνωρίζουν τους εν λόγω παράγοντες, είναι σε θέση να κάνουν προβλέψεις για τον βαθμό ακριβείας τους και να δίνουν μεγαλύτερη αξία στην πληροφορία που λαμβάνουν, αναφορικά με την μελλοντική απόδοση μίας εταιρείας.

Αναφορικά με τα προαναφερθέντα και δεδομένων των πιέσεων που ασκούνται στο επιχειρησιακό περιβάλλον, οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών ενδέχεται να συνδεθούν με την διαχείριση των κερδών. Σύμφωνα με την έρευνα του Frank Yu (2004), στην προσπάθειά του να ανακαλύψει τα χαρακτηριστικά των αναλυτών που επηρεάζουν την αξιοπιστία και την ακρίβεια των συστάσεών τους και

συνδέονται με το φαινόμενο της διαχείρισης των αποτελεσμάτων, συμπεράνε ότι οι αναλυτές που συνεργάζονται με κορυφαίους χρηματομεσίτες και χρηματοοικονομικούς συμβούλους, καθώς και οι αναλυτές που έχουν εκτεταμένη εμπειρία και έχουν καταφέρει να χτίσουν μία ισχυρή φήμη γύρω από το όνομα τους, κάνουν πιο ακριβείς και ρεαλιστικές προβλέψεις. Έτσι, αποδίδεται ισχυρότερη αξιοπιστία και βαρύτητα στις προβλέψεις που κάνουν και αφήνουν λιγότερα περιθώρια για τη διενέργεια χειραγώγησης των αποδόσεων από την πλευρά της Διοίκησης. Στην ίδια μελέτη, ο ερευνητής κάνει μία επιπρόσθετη διάκριση μεταξύ ανδρών και γυναικών στον χώρο των χρηματοοικονομικών αναλυτών και διαπιστώνει ότι η θέση των γυναικών αναλυτών τείνει περισσότερο προς τον δεύτερο ρόλο των αναλυτών που προαναφέρθηκε, δηλαδή προς τους ελεγκτές – αξιολογητές για μία επιχείρηση. Έχουν δηλαδή την προθυμία και την επιμονή για να αποκαλύψουν τις κακόβουλες συμπεριφορές της Διοίκησης, συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο σημαντικά στον περιορισμό του φαινομένου της διαχείρισης κερδών. Το φαινόμενο αυτό θα μας απασχολήσει ιδιαίτερα και σε επόμενη ενότητα, όπου γίνεται αναλυτικότερη παρουσίασή του.

## 2.2 Σημασία επίτευξης ή κάλυψης των προσδοκιών

Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές έχουν αναλάβει να παρέχουν στο ευρύ κοινό κάποιες πληροφορίες για τις επιχειρήσεις και να δημοσιεύουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα προβλέψεις για την μελλοντική τους πορεία. Η λειτουργία αυτή έχει ως στόχο την διάχυση των πληροφοριών προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη των επιχειρήσεων και την μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης στον επενδυτικό χώρο. Όπως είναι αναμενόμενο, οι προβλέψεις των εμπειρογνομόνων λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τους περισσότερους και βάσει αυτών καταλήγουν σε καθοριστικές αποφάσεις. Για τον λόγο αυτό, οι εκτιμήσεις των αναλυτών και ο βαθμός που τα πραγματικά νούμερα της εταιρείας καταφέρνουν να τις προσεγγίσουν έχουν απασχολήσει έντονα το ερευνητικό κοινό. Διαπιστώνεται, λοιπόν, ότι οι προβλέψεις των αναλυτών αποτελούν μέσο αξιολόγησης (benchmark) για τη λειτουργία και την απόδοση της εταιρείας και για αυτό είναι εύλογο, τα στελέχη των επιχειρήσεων να ενδιαφέρονται για το αν θα καταφέρουν να επιτύχουν ή ακόμη και να ξεπεράσουν το σημείο αναφοράς της απόδοσης που τους ορίζει η αγορά (meeting or beating analysts' earnings expectations - MBE).

Αρκετές είναι και οι αναφορές που συνδέουν τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών με την εταιρική διακυβέρνηση. Σύμφωνα με τους περισσότερους ερευνητές, οι αναλυτές ασκούν ένα είδος εξωτερικού ελέγχου στα στελέχη των επιχειρήσεων και μάλιστα, οι Jensen and Meckling (1976) ισχυρίζονται ότι οι εκθέσεις των αναλυτών είναι τόσο αποτελεσματικές που καταφέρνουν να οδηγήσουν σε μείωση επιπρόσθετου διαμεσολαβητικού κόστους (agency cost) που προκύπτει λόγω ανάγκης για διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διαχείρισης. Ακόμη, σε μία πιο σύγχρονη έρευνα, οι Healy and Palepu (2001) αναφέρουν ότι το έργο των αναλυτών, αλλά και των οίκων αξιολόγησης προσφέρουν πληροφορίες που συμβάλλουν στον εντοπισμό παράτυπης συμπεριφοράς των διοικητικών στελεχών. Επιπλέον, άλλες σχετικές έρευνες αναφέρουν ότι το επίπεδο προσέγγισης των προβλέψεων των αναλυτών σχετίζεται θετικά με τον δείκτη Q του Tobin (Tobin's Q Ratio), που συγκρίνει την αγοραία αξία μίας επιχείρησης με την πραγματική και αναδεικνύει το βαθμό που η αξία της υποτιμάται ή υπερεκτιμάται (Chung και Jo, 1996), αλλά και ότι ανάλογα με το βαθμό κάλυψης των εκτιμήσεων των αναλυτών αυξάνεται ή μειώνεται και η ρευστότητα της επιχείρησης (Irvine, 2003).

Επίσης, σύμφωνα με τους Brown, Hillegeist και Lo, (2006), ο βαθμός επίτευξης των προβλέψεων των χρηματοοικονομικών αναλυτών σχετίζεται αρνητικά με την ασυμμετρία πληροφόρησης. Πιο αναλυτικά, όταν μία επιχείρηση καταφέρνει να επιτύχει ή να καλύψει τους στόχους των αναλυτών, η ασυμμετρία πληροφόρησης εξαλείφεται, ενώ όταν η επιχείρηση δεν καταφέρνει να φτάσει τις αναμενόμενες αποδόσεις των αναλυτών, η ασυμμετρία πληροφόρησης αυτομάτως αυξάνεται. Άλλες σχετικές έρευνες που μελετούν το επίπεδο προσέγγισης των αναμενόμενων αποδόσεων και τον τρόπο που επηρεάζουν τον όγκο των συναλλαγών της μετοχής της εταιρείας εντοπίζουν μία θετική σχέση, δηλαδή οι εταιρείες που προσεγγίζουν σε μεγάλο βαθμό ή ακόμη, ξεπερνούν τις προβλέψεις των αναλυτών, παρουσιάζουν εντονότερη κινητικότητα. Μάλιστα, μεγάλο ποσοστό του όγκου των συναλλαγών προέρχονται από τους λιγότερο ενημερωμένους επενδυτές κι όχι τόσο από επενδυτές που στηρίζουν την επενδυτική τους δραστηριότητα σε ιδιωτικές πληροφορίες. Αυτό συμβαίνει διότι, το επενδυτικό κοινό με ελλιπή γνώση και εμπειρία στον τομέα αυτό προσελκύεται πιο εύκολα από την φαινομενικά καλή επίδοση της επιχείρησης που σηματοδοτούν τα στοιχεία αυτά (Investor Recognition Hypothesis of Merton, 1987).

Στη συνέχεια, έχουν πραγματοποιηθεί πολλές έρευνες που εστιάζουν την προβληματική τους στην δημιουργία υπερ-απόδοσης (MBE premium) των εταιρειών

που καταφέρνουν να προσεγγίσουν ή να υπερκαλύψουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Ειδικότερα, οι Brown, Hillegeist και Lo, (2006), έχουν ασχοληθεί και με τον τρόπο που η ασυμμετρία πληροφόρησης συνδέεται με το μέγεθος της υπερ-απόδοσης και έχουν συμπεράνει ότι η σχέση τους είναι θετική. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση, τόσο υψηλό είναι το μέγεθος των έκτακτων – μη αναμενόμενων κερδών. Μαζί με αυτό, έχουν οδηγηθεί στο πόρισμα ότι, οι εταιρείες που έχουν την τάση να προσεγγίζουν τακτικά τις προβλέψεις των αναλυτών παρουσιάζουν μεγαλύτερη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τέλος, μελετώντας συνδυαστικά την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης και της διαχείρισης των κερδών ή των εκτιμήσεων, διαπιστώνεται ότι, οι εταιρείες που τείνουν να διαχειρίζονται τα κέρδη τους δεν επηρεάζουν την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης, ενώ εκείνες που προσπαθούν να ασκήσουν επιρροή στις εκτιμήσεις των αναλυτών μειώνουν εξαιρετικά τον βαθμό ασυμμετρίας πληροφόρησης (Barth et al., 1999, Bartov et al., 2002, Kasznik και McNichols, 2002).

Ακολούθως, την σημασία της επίτευξης των προβλέψεων των αναλυτών για τα οικονομικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν μελετήσει ιδιαίτερα οι Graham et al. (2005). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών τους, πρόκειται ίσως για τον βασικότερο στόχο των στελεχών, προκειμένου να παρουσιάσουν μία ιδανική εικόνα για την εταιρεία τους. Ειδικότερα, αναφέρουν ότι ποσοστό μεγαλύτερο του 80% των Οικονομικών Διευθυντών (CFO) θεωρούν ότι η επίτευξη των εκτιμήσεων των αναλυτών θα συμβάλλει στην διατήρηση ή ακόμη και στην αύξηση της τιμής της μετοχής τους και θα ενισχύσει την αξιοπιστία της εταιρείας τους. Σύμφωνα με το αντίθετο σενάριο, δηλαδή με την αδυναμία των εταιρειών να επιτύχουν τις εκτιμήσεις των αναλυτών, το 78% των Οικονομικών Διευθυντών θεωρεί ότι θα δημιουργηθεί στην Κεφαλαιαγορά ένα αίσθημα αβεβαιότητας για την εταιρεία και για την μελλοντική της επίδοση. Συνεπώς, οι αναμενόμενες αποδόσεις των αναλυτών αποτελούν ένα κρίσιμο μέγεθος για την κάθε εταιρεία και τα στελέχη έχουν κάθε λόγο να προσπαθούν συνεχώς για να τα φτάσουν.

Εν τέλει, το κρίσιμο ερώτημα επί του θέματος που θα πρέπει να μας απασχολήσει είναι: Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές είναι απλοί εξωτερικοί παρατηρητές και αντικειμενικοί σχολιαστές της δραστηριότητας μίας επιχείρησης ή είναι αυστηροί κριτές και ελεγκτές των στελεχών που τους ασκούν πιέσεις για επίτευξη υπερβολικών στόχων; Στην προσπάθειά μας να δώσουμε κάποια απάντηση στο παραπάνω ερώτημα,

κρίνεται αναγκαίο να εστιάσουμε στο φαινόμενο διαχείρισης των κερδών και να εντοπίσουμε τις συνθήκες υπό τις οποίες συμβαίνει.

### 2.3 Διαχείριση κερδών

Η διαχείριση των κερδών (earnings management) από τα στελέχη μίας επιχείρησης αποτελεί ένα είδος απάτης που έχει ως στόχο την παραπλάνηση των τελικών χρηστών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Πρόκειται για τις περιπτώσεις που παραμορφώνεται η πραγματική απόδοση των επιχειρήσεων από την πλευρά της Διοίκησης. Η δόλια αυτή στρατηγική, όπως και κάθε άλλη οικονομική απάτη, για να πραγματοποιηθεί θα πρέπει να συνυπάρχουν τρεις προϋποθέσεις. Αρχικά, θα πρέπει το άτομο που τις διαπράττει να δέχεται πιέσεις που θα αποτελέσουν κίνητρο για την πράξη του. Ύστερα, θα πρέπει το άτομο αυτό να έχει την κατάλληλη θέση και τη σχετική εξουσία που θα του εξασφαλίσουν την ευκαιρία για να προβεί στην ενέργεια που επιθυμεί. Τέλος, το άτομο αυτό θα πρέπει να έχει εξασφαλίσει μία αιτιολογία που θα εκλογικεύει την πράξη του και θα του καλύπτει το ηθικό κενό που δημιουργείται (Montgomery, Beasley, Menelaides και Palmrose, 2002). Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι η αξία μίας επιχείρησης επηρεάζεται από την κερδοφορία που παρουσιάζει και ότι οι αμοιβές των στελεχών συνδέονται με την κερδοφορία και την επίτευξη των στόχων που θέτουν οι αναλυτές, τα στελέχη έχουν κάθε λόγο να οδηγηθούν σε διαχείριση των κερδών, προκειμένου να εξασφαλίσουν την επιτυχία του έργου τους. Αυτό, λοιπόν, είναι το κίνητρο τους. Όταν συντρέχουν και οι τρεις προαναφερθείσες προϋποθέσεις, με την χρήση των κατάλληλων τεχνασμάτων της λογιστικής, τα στελέχη είναι σε θέση να χειραγωγήσουν την κερδοφορία που θα παρουσιάσουν στο ευρύ κοινό.

Λαμβάνοντας υπόψη την σημαντική επίδραση των πολυάριθμων και κρίσιμων οικονομικών σκανδάλων που κλόνισαν την οικονομία των τελευταία χρόνια, η διαχείριση των κερδών αποτελεί ένα φλέγον θέμα της επικαιρότητας και έχει απασχολήσει το επιστημονικό ερευνητικό σύνολο. Είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται συχνά και θα πρέπει να τεθεί υπό έλεγχο και να εξαλειφθεί. Στην προσπάθεια να εντοπισθούν τα κίνητρα και οι λόγοι που οδηγούν τα στελέχη στο να διαπράξουν διαχείριση των αποτελεσμάτων κυρίαρχη θέση, σύμφωνα με πολλούς ερευνητές, έχουν καταλάβει οι υψηλές αποζημιώσεις των στελεχών (bonus) που συνδέονται με την επίτευξη των στόχων και των εκτιμήσεων των αναλυτών (Healy, 1985, Bergstresser και Philippon, 2003, Kedia, 2003, Safdar, 2003). Ακόμη, ο Yu

(2003) υποστηρίζει ότι η ύπαρξη και το μέγεθος σημαντικών μετόχων σχετίζεται θετικά με την διαχείριση κερδών, σε αντίθεση με την ιδιοκτησία η οποία σχετίζεται αρνητικά με το φαινόμενο.

Επιπρόσθετα κίνητρα που οδηγούν στην διαχείριση των εταιρικών κερδών από την πλευρά της Διοίκησης μίας επιχείρησης είναι η λήψη ενός δανείου ή η είσοδό της στο Χρηματιστήριο, σε περίπτωση που δεν είναι ήδη εισηγμένη, αλλά και η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Στις περιπτώσεις αυτές, η Διοίκηση επιδιώκει ανοδική πορεία των κερδών της. Σε περιπτώσεις όμως, που η Διοίκηση επιθυμεί να περιορίσει τα φορολογικά της έξοδα ή θέλει να μειώσει τις κρατικές παρεμβάσεις (πχ επιβολή ανώτατης τιμής) ή ακόμη, αν έχει υψηλή έκτακτη κερδοφορία και θέλει να αποφύγει τους εκτεταμένους ελέγχους και την λογοδοσία, τροποποιεί τα κέρδη της, έτσι ώστε να φαίνονται σε χαμηλότερα και πιο φυσιολογικά επίπεδα, διατηρώντας έτσι μία ομαλή εξέλιξη των αποτελεσμάτων της.

Όσον αφορά τις μεθόδους με τις οποίες καθίσταται δυνατή η διαχείριση των κερδών εντοπίζονται πολλές εναλλακτικές. Όλες έχουν να κάνουν με τις επιλογές λογιστικού χειρισμού και τη χρήση λογιστικών τεχνασμάτων, με στόχο την τροποποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων προς όφελος της Διοίκησης. Μία από αυτές είναι η επιλογή της μεθόδου που αποτιμώνται τα αποθέματα της επιχείρησης (μέθοδος FIFO first-in-first-out ή μέθοδος Μέσου Σταθμικού Κόστους - ΜΣΚ) και ένα άλλο παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει ο λογιστικός χειρισμός που θα επιλεγεί για τις επιχορηγήσεις πάγιων επενδύσεων. Η εναλλαγή των μεθόδων επιδρά σε μεγέθη και αριθμοδείκτες που συνδέονται με την ρευστότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης. Άλλη μέθοδος είναι η τροποποίηση των μεγεθών που υπολογίζονται βάσει κάποιων εκτιμήσεων ή υποθέσεων της Διοίκησης, όπως για παράδειγμα ο συντελεστής απόσβεσης για κάποιο πάγιο ή οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες. Πρόκειται για μεγέθη που τελικά επιδρούν στα αποτελέσματα χρήσης και συνεπώς, στην κερδοφορία της επιχείρησης. Τέλος, χρήσιμη για την χειραγώγηση των λογιστικών πληροφοριών είναι η αξιοποίηση των δεδουλευμένων μεγεθών (accruals), που επιτρέπει την ετεροχρονισμένη αναγνώριση ορισμένων μεγεθών και σε συνδυασμό με τη δυνατότητα αλλαγής της δομής των λογιστικών καταστάσεων (structural discretion), η Διοίκηση είναι σε θέση να αποφύγει τις έκτακτες και ακραίες διακυμάνσεις της κερδοφορίας που θα παρουσιάσει στους ενδιαφερόμενους. Οι έκτακτες διακυμάνσεις στην κερδοφορία είναι ανεπιθύμητες όταν συμβαίνουν σε διαδοχικές λογιστικές χρήσεις, ασχέτως

κατεύθυνσης, εφόσον αναδεικνύουν μία ασταθή πορεία της επιχείρησης και προκαλούν αβεβαιότητα για το μέλλον της εταιρείας, επιδρώντας αρνητικά στην τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής (Kirschenheiter and Melumad, 2002).

Σε απάντηση προς όλα αυτά, οι αναλυτές παραθέτουν ορισμένα χαρακτηριστικά που τους παρέχουν την δυνατότητα να περιορίσουν οι ίδιοι την διαχείριση των κερδών από την πλευρά της Διοίκησης. Πρώτα από όλα, οι ίδιοι οι αναλυτές δεδομένης πάντα της ανεξαρτησίας και της επαγγελματικής τους ακεραιότητάς, παρέχουν πληροφορίες προς όλους τους ενδιαφερόμενους, ασχέτως αν έχουν συμφέροντα ή όχι στην εκάστοτε επιχείρηση, προσφέροντας έτσι διαφάνεια και δικαιότερες συνθήκες στην αγορά. Ύστερα, οι αναλυτές έχουν συνήθως, μεγαλύτερη εξειδίκευση και εμπειρία στο λογιστικό και στο χρηματοοικονομικό κομμάτι των επιχειρήσεων συγκριτικά με τα στελέχη και τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων. Επομένως, είναι σε θέση να μελετούν και να αντιλαμβάνονται καλύτερα τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μίας επιχείρησης, αλλά και σε ένα βαθμό να εντοπίζουν περιπτώσεις που κάποια δεδομένα έχουν παραποιηθεί. Τέλος, σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι αναλυτές παρακολουθούν μία επιχείρηση σε βάθος χρόνου και σε τακτική βάση κι έτσι, έχουν επίγνωση της λειτουργίας της επιχείρησης και της γενικότερης συμπεριφοράς των στελεχών και είναι σε θέση να εντοπίσουν τις προσπάθειές τους για παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων, σε αντίθεση με τα υπόλοιπα μέρη που είναι επιφορτισμένα με το καθήκον να ασκούν έλεγχο στα στελέχη των επιχειρήσεων, αλλά τελικά φαίνεται να έχουν μία πιο περιορισμένη εικόνα. Πιο αναλυτικά, τα στελέχη ενημερώνουν και λογοδοτούν στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συνήθως σε τριμηνιαία βάση, οι εξωτερικοί ελεγκτές βρίσκονται στην εταιρεία για ένα σύντομο χρονικό διάστημα στο κλείσιμο του έτους και ενημερώνονται συγκεντρωτικά για όλο το λογιστικό έτος που προηγήθηκε και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα να εξετάσει και να αξιολογήσει ένα μικρό ποσοστό των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Πέραν αυτών όμως, υπάρχουν περιπτώσεις που οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, αντί να περιορίζουν το φαινόμενο της διαχείρισης των κερδών, φαίνεται να επιδεινώνουν την κατάσταση και να οδηγούν σε αρνητικά αποτελέσματα. Αυτό συμβαίνει συχνά, σε περιπτώσεις που οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι υπερβολικές, με αποτέλεσμα να ασκούν έντονη πίεση στα στελέχη των επιχειρήσεων κι εκείνοι μη έχοντας τη δυνατότητα να επιτύχουν τους στόχους της αγοράς με θεμιτούς τρόπους, αναγκάζονται να παραποιήσουν τα πραγματικά μεγέθη. Από την άλλη, όπως προαναφέρθηκε, οι ίδιοι

οι αναλυτές δέχονται πιέσεις και πολλές φορές αναγκάζονται να διατηρήσουν μία πιο διακριτική στάση απέναντι σε περιπτώσεις διαχείρισης κερδών, προκειμένου να μην διαταράξουν την ισορροπία στη σχέση τους με τους διαχειριστές των εταιρειών. Επίσης, δεν είναι λίγες και οι περιπτώσεις όπου οι αναλυτές δέχονται πιέσεις από τους εργοδότες τους και αναγκάζονται να ωραιοποιούν τις αναφορές τους σχετικά με συγκεκριμένες επιχειρήσεις στις οποίες έχουν συμφέροντα συγκεκριμένοι μεγάλοι επενδυτές (Dechow et al., 2000, Lin και McNichols, 1998, Michaely και Womack, 1999).

Αναφορικά με το φαινόμενο διαχείρισης των προβλέψεων από την πλευρά των αναλυτών, έχουν γίνει προσπάθειες των ρυθμιστικών αρχών με στόχο τον περιορισμό του. Οι προσπάθειες αυτές στηρίζονται σε μελέτες που έχουν γίνει για εντοπισμό των παραγόντων που μπορούν να οδηγήσουν έναν αναλυτή στην έκδοση προβλέψεων με χαμηλό βαθμό ακρίβειας, καθώς και σε υποθέσεις ότι θα πρέπει να δίνονται κίνητρα και να επιβραβεύονται οι ακριβείς προβλέψεις και να αποθαρρύνονται οι συστηματικές ανακρίβειες (systematic bias), χωρίς όμως να επιτυγχάνονται τελικά τα επιθυμητά αποτελέσματα. Κάποιες από αυτές τις προσπάθειες θα σχολιαστούν σε επόμενη ενότητα. Δυστυχώς όμως, όπως φαίνεται το φαινόμενο αυτό είναι εξαιρετικά δύσκολο να τεθεί υπό έλεγχο.

#### 2.4 Σχέση πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων

Όσον αφορά το βαθμό που τα πραγματικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων προσεγγίζουν τις προβλέψεις των αναλυτών (meet or beat earnings expectations), φαίνεται πως έχει αρχίσει να απασχολεί τα τελευταία χρόνια ολοένα και περισσότερους ερευνητές. Μάλιστα, το φαινόμενο αυτό άρχισε να αναφέρεται ως «the numbers games» (Levitt 1998). Σχετικά με αυτό, οι Brown (2001) και Matsumoto (2001) εντοπίζουν ορισμένες περιπτώσεις όπου οι πραγματικές αποδόσεις υπερβαίνουν ελάχιστα τις εκτιμήσεις των αναλυτών, όμως περισσότερες φαίνεται να είναι οι περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν με ακρίβεια την προβλεπόμενη απόδοση, χωρίς αποκλίσεις, ούτε προς τα πάνω ούτε προς τα κάτω.

Συγκριτικά με τα ευρήματα προηγούμενων ερευνών, οι περιπτώσεις κατά τις οποίες οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν τις προβλέψεις των αναλυτών έχουν αυξηθεί σημαντικά το τελευταίο διάστημα (Bartov, E., Givoly, D. and Hayn, C., 2002). Όπως εξηγούν οι Barefield και Comiskey, 1975, Brown, 1997, Richardson et al., 1999, οι αναλυτές



κάνουν κάποιες προβλέψεις στην αρχή της περιόδου, οι οποίες έχουν την τάση να προσφέρουν μία υπερεκτιμημένη εικόνα για τα κέρδη των επιχειρήσεων. Στην πορεία όμως, καθώς πλησιάζει το τέλος της περιόδου, πριν την ανακοίνωση των πραγματικών μεγεθών, η αισιοδοξία των αναλυτών περιορίζεται και προκειμένου οι συστάσεις τους να είναι πιο αντικειμενικές και ακριβείς, οι αναλυτές πραγματοποιούν αναθεωρήσεις των εκτιμήσεών τους με έναν πιο απαισιόδοξο χαρακτήρα (downward revisions), με αποτέλεσμα τελικά να υποτιμούν το ύψος των κερδών που μπορεί να επιτύχουν οι επιχειρήσεις. Με αυτόν τον τρόπο, αυξάνονται οι περιπτώσεις των επιχειρήσεων που καταφέρνουν να προσεγγίσουν, αλλά και να ξεπεράσουν τις αναμενόμενες αποδόσεις, χωρίς να κάνουν χρήση αθέμιτων μεθόδων.

Φυσικά, οι επιχειρήσεις που καταφέρνουν να φτάσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα επιβραβεύονται από την αγορά με υπερ-αποδόσεις που δεν προέρχονται από την ομαλή λειτουργία τους (MBE premium), ενώ εκείνες που δεν τα καταφέρνουν «τιμωρούνται» από την ίδια την αγορά είτε μείωση της τιμής διαπραγμάτευσής τους, είτε με μείωση της ζήτησής τους και την μειωμένη προσέλκυση νέων επενδυτών. Η αλήθεια είναι ότι, οι υπερ-αποδόσεις αυτές δεν προκύπτουν μόνο από την υπερβολική αντίδραση των επενδυτών στην ανακοίνωση θετικών αποτελεσμάτων για την επιχείρηση (Zarowin, 1989, DeBondt και Thaler, 1990). Ο βασικός λόγος που οδηγεί στον σχηματισμό των υπερ-αποδόσεων είναι η προοπτική που δημιουργείται για μία επιτυχημένη και κερδοφόρα μελλοντική πορεία της επιχείρησης και η εμφάνιση μίας θετικής συσχέτισης των μελλοντικών κερδών και των αποδόσεων. Παράλληλα όμως, οι Kasznik και McNichols (2002) ισχυρίζονται ότι η μελλοντική κερδοφορία που προκύπτει από το γεγονός ότι η επιχείρηση καταφέρνει να φτάσει τις προβλέψεις των αναλυτών δεν ενσωματώνεται αμέσως στις επόμενες προβλέψεις των αναλυτών. Με βάση όλα τα προαναφερθέντα, πρωτεύων στόχος της παρούσης έρευνας είναι η μελέτη της σχέσης των πραγματικών και των αναμενόμενων αποδόσεων σήμερα και πως αυτή έχει εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια, ύστερα από τις αλλαγές που παρουσιάστηκαν στην ευρωπαϊκή οικονομία.

## 2.5 Θέσπιση υποχρεωτικής εφαρμογής Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

Όπως προαναφέρθηκε, το φαινόμενο διαχείρισης των εταιρικών κερδών λαμβάνει χώρα σε πολλές επιχειρήσεις, όταν αυτές προσπαθούν να προσεγγίσουν τις εκτιμήσεις

των χρηματοοικονομικών αναλυτών και δεν καταφέρνουν να το κάνουν μέσα από την ομαλή λειτουργία τους. Ωστόσο, έχουν γίνει προσπάθειες για τον περιορισμό του φαινομένου από τις οποίες η πιο κρίσιμη είναι η θέσπιση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ - IFRS). Τα οικονομικά σκάνδαλα που έφεραν στην επιφάνεια την παγκόσμια οικονομική κρίση και έπληξαν πολλές επιχειρήσεις, κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη για θέσπιση πιο αυστηρών κανόνων, την ύπαρξη διαφάνειας και την αποσαφήνιση κάποιων διαδικασιών. Στα πλαίσια αυτά, ένας από τους κυριότερους λόγους που κλονίστηκε η παγκόσμια οικονομία είναι η δυνατότητα των οικονομικών στελεχών να επηρεάζουν τις λογιστικές πληροφορίες προς όφελός τους, εκμεταλλευόμενοι την χαμηλή ποιότητα των οικονομικών ελέγχων. Η σημαντικότερη προσπάθεια για την βελτίωση της κατάστασης είναι η θέσπιση αυτών των νέων και κοινών λογιστικών προτύπων τον Μάρτιο του 2002 (έτος των λογιστικών σκανδάλων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Έχουν διεξαχθεί πολυάριθμες μελέτες που ασχολήθηκαν με την εφαρμογή των ΔΠΧΠ και τον τρόπο που επηρέασαν την λογιστική πληροφόρηση. Πιο ειδικά, σύμφωνα με αυτές, η τροποποίηση αυτή των προτύπων έχει ως στόχο την διαφάνεια και την απλούστευση των διαδικασιών χρηματοοικονομικής αναφοράς, μέσα από την κωδικοποίηση των λογιστικών κανόνων, αρχών και πολιτικών. Επιπλέον, επιδιώκεται η ομοιομορφία, η συγκρισιμότητα, ο ευκολότερος λογιστικός έλεγχος και η ενίσχυση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων. Μάλιστα, δίνεται ιδιαίτερη σημασία στις λεπτομέρειες και κυρίως, σε ότι αφορά θέματα όπως ο υπολογισμός των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις, για αποζημιώσεις προσωπικού, για υποτίμηση παγίων κ.α., που πλέον απαιτούν τη συνεργασία της Διοίκησης με εξειδικευμένους επιστήμονες (αναλογιστές, εκτιμητές, αναλυτές).

Από το 2005 και ύστερα, τα ΔΠΧΠ τέθηκαν σε υποχρεωτική ισχύ σε πάνω από 110 χώρες και υιοθετούνται από σχεδόν 7.000 εισηγμένες εταιρείες στην Ευρώπη. Μακροπρόθεσμος στόχος για τα ΔΠΧΠ είναι η καθολική εφαρμογή τους και η εξ ολοκλήρου σύγκλισή τους με τα υπόλοιπα λογιστικά πρότυπα που εφαρμόζονται ανά τον κόσμο. Όπως είναι ευρέως γνωστό, έχουν γίνει ενέργειες για εναρμονισμένη σύγκλιση με τα US GAAP και τα JP GAAP (Σύμφωνία του Τόκιο). Τέλος, την προσοχή των οργάνων και των επιτροπών που είναι αρμόδιοι για την κατάρτιση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων έχουν προσελκύσει οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που αποτελούν συνήθη μορφή επιχείρησης σήμερα και διαφέρουν από τις κολοσσιαίες

πολυεθνικές εταιρείες. Αναφορικά με αυτό, το Συμβούλιο των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων έχει σχεδιάσει τα ΔΠΧΠ για μικρομεσαίες επιχειρήσεις (IFRS for SMEs, IASB, 2009), τα οποία είναι σχεδιασμένα έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις ειδικές ανάγκες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Εφόσον, λοιπόν, η υποχρεωτική θέσπιση των ΔΠΧΠ αποτελεί ορόσημο για την διαδικασία της λογιστικής πληροφόρησης, κρίνεται αναγκαίο να ληφθεί υπόψη και να εξεταστεί το δείγμα μας από τη περίοδο εφαρμογής τους και έπειτα. Για το λόγο αυτό, και ενώ το δείγμα που αρχικά εξάχθηκε και θα μπορούσαμε να εξετάσουμε ήταν από το 2000 και έπειτα (έτος που το κοινό νόμισμα του Ευρώ είχε υιοθετηθεί από τις χώρες προέλευσης των εταιρειών του δείγματος που εξετάζεται), η στατιστική ανάλυση διενεργήθηκε από το 2005 και έπειτα, ώστε να υπάρχει συγκρισιμότητα λόγω υιοθέτησης κοινών και όχι εθνικών προτύπων.

### 3. Εμπειρική Διερεύνηση

Στην παρούσα ενότητα γίνεται ανάπτυξη την ερευνητικών υποθέσεων της μελέτης, αναλυτική περιγραφή του ερευνητικού δείγματος και του τρόπου που έγινε η επιλογή του, αλλά και περιγραφή του τρόπου συλλογής των οικονομικών δεδομένων. Ακόμη, γίνεται ανάλυση και παρουσίαση της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται για την διεξαγωγή των πορισμάτων της έρευνας. Ειδικότερα, για την διεξαγωγή των τελικών αποτελεσμάτων της έρευνας ακολουθείται μία επαγωγική προσέγγιση του υπό εξέταση θέματος σε συνδυασμό με μία ποσοτική ερευνητική στρατηγική. Όσον αφορά την επαγωγική προσέγγιση του θέματος, ακολουθείται ένα ερευνητικό μονοπάτι που ξεκινά από ειδικές παρατηρήσεις και βάσει αυτών, καταλήγει σε γενικότερα συμπεράσματα. Οδηγούμαστε, λοιπόν, από τη μελέτη πιο εξειδικευμένων περιπτώσεων, δηλαδή του δείγματος που έχει επιλεγεί (ειδική ανάλυση), σε γενίκευση των ευρημάτων στο σύνολο του πληθυσμού (γενική ανάλυση). Στη συνέχεια, αναφορικά με την ποσοτική προσέγγιση, εφαρμόζεται μία οικονομετρική έρευνα που στηρίζεται σε ποσοτικά δεδομένα και πιο συγκεκριμένα, σε οικονομικά στοιχεία που προέρχονται από πρωτογενείς πηγές και από τις διάφορες διαθέσιμες βάσεις δεδομένων. Στην πορεία, τα δεδομένα αυτά, με την κατάλληλη επεξεργασία, δηλαδή με την εφαρμογή οικονομετρικών και στατιστικών μοντέλων, είναι σε θέση να οδηγήσουν στα τελικά συμπεράσματα που αφορούν το ερευνητικό δείγμα.

#### 3.1 Υποθέσεις - Ερευνητικά ερωτήματα - Ανάλυση

Προκειμένου να έχει υψηλή σκοπιμότητα το μοντέλο, κρίνεται απαραίτητο να τεθούν αρχικά, με ξεκάθαρο τρόπο, τα ερευνητικά ερωτήματα και οι υποθέσεις που θα εξετασθούν. Η παρούσα έρευνα εστιάζει την προβληματική της στη σχέση των πραγματικών και των αναμενόμενων αποδόσεων και πιο συγκεκριμένα, εξετάζει την επίτευξη ή την υπέρβαση των εκτιμήσεων των χρηματοοικονομικών αναλυτών και γενικότερα, μας απασχολεί η εμφάνιση εκτάκτων κερδών, με βάση αυτές τις εκτιμήσεις. Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, λοιπόν, τα ερευνητικά ερωτήματα που θα απαντηθούν από το μοντέλο είναι τα εξής:

α) Αρχική υπόθεση

**H<sub>0</sub>: Δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σφρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο υποχρεωτικής εφαρμογής των ΔΠΧΠ, πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.**

β) Εναλλακτική υπόθεση

**H1: Υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο υποχρεωτικής εφαρμογής των ΔΠΧΠ, πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.**

Με βάση τις παραπάνω υποθέσεις αναπτύσσεται και το κατάλληλο μοντέλο σύμφωνα με το οποίο θα εξετασθούν. Αναλυτικότερη παρουσίαση του μοντέλου ακολουθεί σε επόμενη ενότητα.

### 3.2 Ερευνητικό Δείγμα – Δεδομένα

Για να πραγματοποιηθεί διερεύνηση των υποθέσεων που τέθηκαν στην προηγούμενη ενότητα, θα πρέπει να προηγηθεί αναλυτική περιγραφή του δείγματος και του τρόπου επιλογής του, καθώς και περιγραφή της διαδικασίας συλλογής των δεδομένων που αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της ανάλυσης.

Για την επιλογή του κατάλληλου ερευνητικού δείγματος που μας ενδιαφέρει να μελετήσουμε και να εστιάσουμε, θέτουμε κάποια γενικά κριτήρια. Ειδικότερα, η επιλογή του δείγματος έγινε από την ευρύτερη λίστα των μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ευρωζώνη, κατά την περίοδο που εξετάζεται. Οι εταιρείες αυτές είναι εισηγμένες και οι μετοχές τους είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, τόσο στα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια, όσο και στα πλαίσια της παγκόσμιας πλέον Κεφαλαιαγοράς. Όπως είναι λογικό, εφόσον επιλέγουμε να εστιάσουμε στον βιομηχανικό κλάδο, έχουν εξαιρεθεί οι γενικές κατηγορίες των εμπορικών επιχειρήσεων και των επιχειρήσεων παροχής υπηρεσιών (π.χ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, εταιρείες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών).

Κυρίαρχα κριτήρια για την απόκλιση εταιρειών από το δείγμα αποτέλεσαν η συνέχιση ή η διακοπή της δραστηριότητας, γενικότερα η απομάκρυνση από την Ευρωζωνική αγορά και ο περιορισμένος όγκος των διαθέσιμων δεδομένων, εφόσον αποτελούν εμπόδια για τον υπολογισμό των μεγεθών που εξετάζονται. Επομένως, έχουν εξαιρεθεί από το δείγμα εταιρείες με έντονες ελλείψεις δεδομένων είτε λόγω διαγραφής από την Κεφαλαιαγορά, είτε διότι βρίσκονται στο στάδιο αναστολής δραστηριοτήτων, είτε διότι συγχωνεύθηκαν με άλλη ή άλλες εταιρείες. Τελικά, με βάση αυτά τα κριτήρια, το

τελικό δείγμα καταλήγει να αποτελείται από εκατόν εξήντα οχτώ (168) στο σύνολο εισηγμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις.

Όσον αφορά την συλλογή των δεδομένων, αυτή έγινε με τη χρήση διαφόρων πηγών δεδομένων. Το μεγαλύτερο μέρος των τριμηνιαίων οικονομικών δεδομένων που αξιοποιήθηκαν προέρχεται από την βάση δεδομένων της Thomson Financial, Datastream Worldscope database (κέρδη ανά μετοχή, μη κανονικές αποδόσεις), ενώ άλλες πληροφορίες που αφορούν σε εκτιμήσεις μεγεθών προέρχονται από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon. (προβλέψεις των κερδών ανά μετοχή). Τα στατιστικά δεδομένα που προέρχονται από τις πηγές αυτές είναι άλλα σε τριμηνιαία βάση (EPS – earnings per share, FEPS – forecast earnings per share) κι άλλα σε ημερήσια (AR – abnormal return). Για την εφαρμογή του μοντέλου, όμως μετατρέπονται όλα πρώτα σε τριμηνιαία, όπως θα δούμε και τελικά, σε ετήσια βάση, με τη χρήση του μέσου όρου.

Το διάστημα το οποίο μελετάται τελικά το δείγμα είναι ένα διάστημα δεκαέξι (11) ετών και πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για τον χρονικό ορίζοντα από το έτος 2005 έως το 2015. Μέσα στην περίοδο αυτή γίνεται μια διάκριση, η οποία αφορά στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη. Στην περίπτωση αυτή, το έτος 2009 αποτελεί ορόσημο και χωρίζει την περίοδο σε δύο διαστήματα, διότι τότε παρουσιάστηκε η οικονομική κρίση στην Ευρώπη και άρχισαν να γίνονται εμφανείς οι επιπτώσεις της στον επιχειρησιακό χώρο. Το πρώτο μέρος της περιόδου, σύμφωνα με αυτή τη διάκριση (2005-2008) είναι η περίοδος προ κρίσης και το δεύτερο διάστημα (2009-2015) είναι η περίοδος μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Ο αντικειμενικός σκοπός αυτής της διάκρισης είναι, μέσα από την σύγκριση των δύο διαστημάτων, να εντοπισθεί ο βαθμός που η οικονομική κρίση έπληξε την λειτουργία των επιχειρήσεων και σε ποιο επίπεδο επηρεάστηκαν από αυτή η σχέση των πραγματικών κερδών με τα αναμενόμενα, καθώς και η επίτευξη των υπερ-αποδόσεων. Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, το σύνολο των παρατηρήσεων που αξιοποιούνται στο οικονομετρικό μοντέλο ανέρχεται στις 22044 παρατηρήσεις που αφορούν ποσοτικά μεγέθη για τις εταιρείες του δείγματος. Τα μεγέθη αυτά θα παρουσιαστούν λεπτομερώς σε μεταγενέστερη ενότητα.

### 3.3 Μεθοδολογία – Μοντέλα

Ο βαθμός στον οποίο οι πραγματικές αποδόσεις προσεγγίζουν ή ακόμη, υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, καθώς και ο σχηματισμός υπερ-αποδόσεων λόγω επίτευξης των προσδοκιών των αναλυτών έχουν μελετηθεί εκτενώς σε πληθώρα ερευνητικών έργων. Σύμφωνα με σχετικές μελέτες που έχουν προηγηθεί, κρίσιμο παρατηρήσιμο μέγεθος αποτελεί το σφάλμα εκτίμησης (forecast error), το οποίο προκύπτει από την απόκλιση μεταξύ των εκτιμήσεων των αναλυτών και των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων. Ειδικότερα, το σφάλμα εκτίμησης διακρίνεται σε δύο μορφές. Η πρώτη αφορά στις αναθεωρήσεις (revision) των εκτιμήσεων των αναλυτών μέσα στην περίοδο, που προκύπτουν από την διαφορά μεταξύ των αρχικών εκτιμήσεων και των ενδεχόμενων μεταγενέστερων εκτιμήσεων, που είναι και οι τελικές, πριν την ανακοίνωση των πραγματικών αποτελεσμάτων (beginning of year forecast). Οι αναθεωρήσεις αυτές υπολογίζονται με τον εξής τρόπο, για κάθε περίοδο t:

$$REV_t = \text{Flatest}_t - \text{Fearliest}_t (1)$$

όπου,

REV<sub>t</sub>: αναθεώρηση των εκτιμήσεων των αναλυτών για την περίοδο t (revision in analysts' forecast of earnings)

Flatest<sub>t</sub>: τελικές εκτιμήσεις των αναλυτών πριν την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων για την περίοδο t (latest earnings forecast<sub>t</sub>)

Fearliest<sub>t</sub>: αρχικές εκτιμήσεις των αναλυτών για την περίοδο t (earliest earnings forecast<sub>t</sub>)

Οι αναθεωρήσεις ενδέχεται να παρουσιάσουν θετική, αρνητική ή μηδενική κίνηση (upward, downward or zero revision). Πιο αναλυτικά, η αναθεώρηση χαρακτηρίζεται ως θετική, όταν η τελική εκτίμηση είναι μεγαλύτερη από την αρχική και αρνητική, όταν η τελική εκτίμηση είναι μικρότερη. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει διαφορά μεταξύ της αρχικής και της τελικής εκτίμησης, η αναθεώρηση είναι μηδενική.

Η δεύτερη μορφή σφάλματος εκτίμησης αφορά στην εμφάνιση υπερβάλλοντων κερδών (surprise) μέσα στην περίοδο. Το υπερβάλλον ποσό υπολογίζεται μέσα από τη διαφορά των πραγματοποιηθέντων κερδών της περιόδου και των τελικών εκτιμήσεων

των χρηματοοικονομικών αναλυτών για τα μεγέθη αυτά, που έγιναν πριν την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων (pre – announcement forecast). Επομένως, τα υπερβάλλοντα κέρδη για την περίοδο t υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{SURP}_t = \text{EPS}_t - \text{Flatest}_{t-1} \quad (2)$$

όπου,

$\text{SURP}_t$ : υπερβάλλοντα κέρδη για την περίοδο t (Earnings surprise<sub>t</sub>)

$\text{EPS}_t$ : πραγματικά κέρδη ανά μετοχή για την περίοδο t (earnings per share<sub>t</sub>)

$\text{Flatest}_{t-1}$ : τελικές εκτιμήσεις των αναλυτών πριν την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων για την περίοδο t-1 (latest earnings forecast<sub>t-1</sub>)

Τα υπερβάλλοντα παρουσιάζουν θετικό, αρνητικό ή μηδενικό αποτέλεσμα (positive, negative or zero). Ειδικότερα, τα υπερβάλλοντα κέρδη παρουσιάζουν θετικό αποτέλεσμα όταν τα πραγματικά κέρδη της περιόδου υπερβαίνουν τις εκτιμήσεις των αναλυτών για την περίοδο και αντιθέτως, παρουσιάζουν αρνητικό αποτέλεσμα όταν τα πραγματικά κέρδη είναι χαμηλότερα από τα αναμενόμενα. Τέλος, το αποτέλεσμα είναι μηδενικό όταν τα πραγματικά κέρδη ταυτίζονται με τις εκτιμήσεις των αναλυτών.

Η συγκεκριμένη προσέγγιση έχει τεκμηριωθεί από τους Bartov et al. (2002) και περιλαμβάνει όλα τα παραπάνω βήματα με στόχο να διερευνήσει τα μονοπάτια των αναμενόμενων μεγεθών (expectation paths) για κάθε περίπτωση και να καταλήξει στην εξέταση των περιπτώσεων που οι επιχειρήσεις προσεγγίζουν ή και ξεπερνούν τις εκτιμήσεις των αναλυτών και σχηματίζονται υπερ-αποδόσεις (MBE premium) για εκείνες που καταφέρνουν να λειτουργούν αποτελεσματικά σύμφωνα με τους εκτιμητές. Ακόμη, οι Bartov et al. έχουν τη δυνατότητα να υπολογίσουν για το δείγμα τους τις υπερ-αποδόσεις αυτές για κάθε επιχείρηση. Αυτό καθίσταται εφικτό μέσα από τους υπολογισμούς και την διαδικασία που παρουσιάζονται παρακάτω. Αρχικά, υπολογίζεται το σφάλμα εκτίμησης, βάσει την αναθεωρήσεων των εκτιμήσεων των αναλυτών και των εκτάκτων κερδών που παρουσιάζονται ανά εταιρεία (Error = Revision + Surprise). Στη συνέχεια, σύμφωνα με το σφάλμα εκτίμησης, καθορίζεται το μονοπάτι των αναμενόμενων μεγεθών και ανάλογα με την επίδραση που προκαλείται στα σωρευμένα μη κανονικά κέρδη (CAR) υπολογίζονται οι αποδόσεις που σχηματίζονται για τις εταιρείες που καταφέρνουν να επιτύχουν τις εκτιμήσεις των



αναλυτών. Στην συγκεκριμένη μελέτη, οι Barton et al. εξετάζουν για το δείγμα τους και το ενδεχόμενο ύπαρξης διαχείρισης των αναμενόμενων αποδόσεων που προσδιορίζουν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, αλλά και το ενδεχόμενο χειραγώγησης των εταιρικών κερδών που δημοσιεύουν οι ίδιες οι εταιρείες.

Δεδομένου ότι η επίτευξη των στόχων που θέτουν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αποτελεί κυρίαρχο μέλημα των στελεχών των επιχειρήσεων, υπάρχει το ενδεχόμενο, να διενεργείται, όπως προαναφέρθηκε, είτε διαχείριση των εταιρικών κερδών (earnings management) από την πλευρά των στελεχών, είτε διαχείριση των εκτιμήσεων (expectation management) από την πλευρά των αναλυτών, υποκινούμενων από τα στελέχη. Για το λόγο αυτό είναι σημαντική και η εξέταση για ενδεχόμενα διαχείρισης κερδών. Για τη θεματική αυτή έχουν πραγματοποιηθεί πολλές έρευνες και έχουν διαμορφωθεί διάφορα μοντέλα, τα οποία βασίζονται κατά κύριο λόγο στα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα μεγέθη (discretionary accruals) ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την μέτρηση της διαχείρισης κερδών. Πρώτος ο Healy (1985) και στη συνέχεια ο DeAngelo (1986) ανέπτυξαν μοντέλα κατάλληλα για τον υπολογισμό των διαφοροποιούμενων μεγεθών (non-discretionary accruals). Πιο ειδικά, σύμφωνα με αυτά τα μοντέλα, υπολογίζονται αρχικά, τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα μεγέθη συναρτήσει των συνολικών δεδουλευμένων μεγεθών και ύστερα, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα προκύπτουν από την αφαίρεση των μη διαφοροποιούμενων από τα συνολικά. Ακολούθως, με το ευρέως διαδεδομένο υπόδειγμα Jones (1991) ο υπολογισμός των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων μεγεθών γίνεται βάσει του συνόλου του Ενεργητικού της εταιρείας (TA – total assets), των ετήσιων μεταβολών που εντοπίζονται στους λογαριασμούς των εσόδων ( $\Delta REV$  – revenues) και των εγκαταστάσεων και εξοπλισμό της εταιρείας (PPE – property, plant & equipment).

Για την εξέταση ύπαρξης διαχείρισης των εταιρικών κερδών έχει αναπτυχθεί κι ένα άλλο μοντέλο από τους Dechow et al. (1995), γνωστό και ως το τροποποιημένο μοντέλο Jones. Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιεί τους ίδιους παράγοντες με το μοντέλο Jones, λαμβάνοντας υπόψη έναν επιπρόσθετο που είναι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί της εταιρείας για την περίοδο που μελετάται ( $\Delta REC$  – accounts receivables). Ο λογαριασμός αυτός λαμβάνεται υπόψη, διότι θεωρείται ότι τα έσοδα που προέρχονται από συναλλαγές με πίστωση μπορούν να χειραγωγηθούν από τα στελέχη,

αντιμετωπίζοντας έτσι, την αδυναμία του αρχικού υποδείγματος Jones που δεν τα προσμετρά. Συμπερασματικά, το τροποποιημένο μοντέλο Jones έχει την εξής μορφή:

$$NDACC_t = \alpha_1(1/TA_{t-1}) + \alpha_2((\Delta REV_t - \Delta REC_t)/TA_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t / TA_{t-1}) \quad (3)$$

όπου,

NDACC<sub>t</sub>: τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα μεγέθη της περιόδου

TA<sub>t-1</sub>: το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης περιόδου

ΔREC<sub>t</sub>: η μεταβολή του λογαριασμού των απαιτήσεων κατά την περίοδο

ΔREV<sub>t</sub>: η μεταβολή των εσόδων κατά την περίοδο

PPE<sub>t</sub>: το σύνολο των παγίων και του εξοπλισμού της περιόδου

α<sub>1</sub>, α<sub>2</sub>, α<sub>3</sub>: οι παράμετροι του μοντέλου

Για την διεκπεραίωση της παρούσης μελέτης ωστόσο, ορισμένες από αυτές τις διαδικασίες δεν είναι εφικτές για το υπό εξέταση δείγμα. Ειδικότερα, παραλείπεται ο υπολογισμός των αναθεωρήσεων, εξαιτίας ελλείψεων βασικών δεδομένων και πραγματοποιείται μόνο ο υπολογισμός των υπερβάλλοντων κερδών για κάθε επιχείρηση. Έτσι, ακολουθώντας κατά προσέγγιση και σε βαθμό που είναι εφικτό τη μεθοδολογία των Bartov et al. επιδιώκεται ο εντοπισμός των περιπτώσεων όπου οι επιχειρήσεις του επιλεγμένου δείγματος τείνουν να πλησιάσουν ή να υπερβούν τα αναμενόμενα μεγέθη. Για να εξετασθεί το ενδεχόμενο αυτό, απαιτείται κατάλληλη εφαρμογή του μοντέλου των Bartov et al., λαμβάνοντας μία ελαφρώς διαφορετική μορφή, η οποία θα παρουσιαστεί στην επόμενη ενότητα.

### 3.4 Μεταβλητές Υποδείγματος

Όπως προαναφέρθηκε, σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι ο υπολογισμός του βαθμού που μέρος των μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων της Ευρωζώνης καταφέρνουν να προσεγγίσουν ή να ξεπεράσουν τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών που τους αφορούν. Έχουν προηγηθεί πολλές σχετικές μελέτες και έχει γίνει προσέγγιση του εν λόγω θέματος με ποικίλους τρόπους. Παράλληλα, έχουν προταθεί διάφοροι παράγοντες που σχετίζονται με το ζήτημα αυτό, στις προηγούμενες έρευνες, όπως είναι η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης, η θέση της στον κλάδο που δραστηριοποιείται και η πορεία της, όπου οι εταιρείες που παρουσιάζουν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης φαίνεται πως ανταμείβονται με μεγαλύτερο premium από την αγορά, όταν τελικά επιτυγχάνουν τους στόχους που τους

θέτουν οι αναλυτές. Επίσης, η συχνότητα που η εκάστοτε επιχείρηση προσεγγίζει ή ξεπερνά τις εκτιμήσεις των αναλυτών δείχνει να οδηγεί σε διαφορετική αντιμετώπιση από την αγορά και να επηρεάζει το MBE premium. Τέλος, ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που έχει συσχετιστεί με την αμοιβή της αγοράς, λόγω επίτευξης των εκτιμήσεων των αναλυτών είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης, που φαίνεται να επηρεάζει την συμπεριφορά του επιχειρηματικού κοινού και την τελική αξία της επιχείρησης, όταν η πληροφορία ενσωματώνεται στην τιμή. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν αναμφισβήτητα, το MBE premium και είναι σημαντικές, αλλά στην προκειμένη περίπτωση δεν υπάρχει διαθέσιμη η κατάλληλη πληροφόρηση και συνεπώς, δεν υπάρχει η δυνατότητα να συμπεριληφθούν στο οικονομετρικό μοντέλο. Έτσι, δεν θα αποτελέσουν μέρος των ερευνητικών υποθέσεων και δεν λαμβάνουν την ίδια σημαντικότητα με τις μεταβλητές που εν τέλει εξετάζονται. Καταληκτικά, στην παρούσα περίπτωση επιλέγεται να γίνει κατά προσέγγιση εφαρμογή του μοντέλου των Bartov et al. (2002), με την διαστρωματική του μορφή (cross-sectional), όπως φαίνεται παρακάτω:

$$\mathbf{CAR\_MEAN}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{SURP\_MEAN}_{i,t} + \beta_2 \mathbf{DMBE}_{i,t} + \beta_3 \mathbf{DMBE}_{i,t} * \mathbf{SURP}_{i,t} + \beta_4 \mathbf{CRISIS}_{i,t} + \beta_5 \mathbf{DMBE}_{i,t} * \mathbf{SURP}_{i,t} * \mathbf{CRISIS}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

όπου,

$\mathbf{CAR\_MEAN}_{i,t}$  : η μέση σωρευτική μη κανονική απόδοση της περιόδου (cumulative abnormal return over the period)

$\mathbf{SURP\_MEAN}_{i,t}$  : τα μέσα πραγματοποιηθέντα υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου (earnings surprise for the period)

$\mathbf{DMBE}_{i,t}$  : η επίτευξη – υπέρβαση ή μη των πραγματικών κερδών σε σύγκριση με τα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη (meeting or beating earnings forecasts)

$\mathbf{DMBE}_{i,t} * \mathbf{SURP}_{i,t}$  : ο υπολογισμός του βαθμού κατά τον οποίο η ανταμοιβή για την επίτευξη των προσδοκιών διαφέρει από την ποινή για την μη εκπλήρωση των προσδοκιών (συνέργεια)

$\mathbf{CRISIS}_{i,t}$  : εμφάνιση των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις (2009 και μετά)

$DMBE_{i,t} * SURP_{i,t} * CRISIS_{i,t}$  : ο υπολογισμός επιπρόσθετης ανταμοιβής λόγω εκπλήρωσης των εκτιμήσεων ή ποινής για την μη εκπλήρωση των προσδοκιών, κατά την περίοδο οικονομικής κρίσης ή μη κρίσης (συνέργεια)

$\varepsilon_{i,t}$  : ο όρος σφάλματος για την εταιρεία  $i$  τη περίοδο  $t$

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ : οι εκτιμήσεις των παραμέτρων των εταιρειών που προκύπτουν με τη εφαρμογή της Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων (Ordinary Least Squares - OLS)

$i = 1, \dots, N$  ο δείκτης της εκάστοτε εταιρείας

$t = 1, \dots, N$  ο δείκτης του περιόδου (οικονομικό έτος)

Το μοντέλο αυτό εξετάζει το βαθμό που οι μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις με δραστηριότητα στη Ευρωζώνη καταφέρνουν να προσεγγίσουν τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, αναφορικά με τις αποδόσεις τους και εξετάζει το ενδεχόμενο ύπαρξης υπερ-αποδόσεων σε περιπτώσεις που τα πραγματικά μεγέθη ξεπερνούν τα αναμενόμενα. Αντικειμενικός σκοπός του μοντέλου είναι να δώσει απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα που τέθηκαν σε προηγούμενη ενότητα. Προκειμένου όμως, να γίνει καλύτερη ερμηνεία των βασικών παραμέτρων, να διερευνηθεί πιο λεπτομερώς το υπό εξέταση ζήτημα και να μελετηθεί μία ποικιλία σχετικών παραγόντων που επιδρούν σε αυτό, έχουν συμπεριληφθεί σε αυτό κι άλλες μεταβλητές, οι λεγόμενες μεταβλητές ελέγχου (control variables).

Τα δεδομένα που αξιοποιεί το μοντέλο (Σχέση 4) για να αποδώσει τα τελικά αποτελέσματα, όπως προαναφέρθηκε, πηγάζουν αρχικά από τη βάση δεδομένων Datastream Worldscope και αναλυτικότερα είναι τα εξής:

- Κέρδη ανά μετοχή της περιόδου  $t$  (τριμηνιαίο μέγεθος): Earnings per Share (κωδικός WC05201) – EPS
- Απόδοση μετοχών για την περίοδο  $t$  (ημερήσιο μέγεθος): Stock Index Information/Stock Return (κωδικός WC05661) - RI
- Αγοραία απόδοση για την περίοδο  $t$  (ημερήσιο μέγεθος): Local Index/Market Return (κωδικός WC08801) - LI

Όσον αφορά τα δεδομένα που αφορούν τις προβλέψεις για τις αποδόσεις των εταιρειών, τα δεδομένα έχουν προέλθει από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon και είναι τα εξής:

- Προβλέψεις - εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών στο χρόνο  $t$  που αφορούν στα κέρδη ανά μετοχή για την περίοδο  $t+1$  (τριμηνιαίο μέγεθος): Forecast Earnings per Share – FEPS

Στο σημείο αυτό, κρίνεται απαραίτητο να γίνει παρουσίαση του τρόπου υπολογισμού για την κάθε μεταβλητή, αξιοποιώντας τα δεδομένα αυτά. Ο υπολογισμός γίνεται όπως φαίνεται παρακάτω:

- $CAR\_MEAN_{i,t}$  : η σφρευτική μη κανονική απόδοση της εταιρείας  $i$  για την περίοδο  $t$  (cumulative abnormal return) υπολογίζεται ως ο Μ.Ο. των τριμηνιαίων μη κανονικών αποδόσεων της περιόδου (Mean quarterly abnormal returns). Αρχικά, υπολογίζεται η ημερήσια μη κανονική απόδοση (Abnormal return = Stock return - Market return) και ύστερα, για τον υπολογισμό των σφρευτικών τριμηνιαίων μη κανονικών αποδόσεων υπολογίζεται το άθροισμα των ημερήσιων παρατηρήσεων (περίπου 66 ημέρες η κάθε περίοδος) για διαστήματα των τριών μηνών. Τέλος, για τον χρονικό ορίζοντα της μελέτης εκτιμάται ο μέσος όρος αυτών των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων.
- $SURP\_MEAN_{i,t}$  : τα πραγματοποιηθέντα υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου (earnings surprise for the period) προέρχονται από τον Μ.Ο. των τριμηνιαίων διαφορών μεταξύ του πραγματικού επιπέδου κερδών για την περίοδο  $t$  και των εκτιμώμενων κερδών που έχουν εκδοθεί από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή την προηγούμενη περίοδο  $t-1$  και αφορούν την περίοδο  $t$  ( $EPS_t - FEPS_{t-1}$ ).
- $DMBE_{i,t}$  : η επίτευξη – υπέρβαση ή μη των πραγματικών κερδών σε σύγκριση με τα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη πριν την δημοσίευση των αποτελεσμάτων (meeting or beating earnings forecasts), είναι μία διχοτομημένη μεταβλητή (dummy) που λαμβάνει την τιμή '1' στις περιπτώσεις που τα πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα αγγίζουν ή ξεπερνούν τα εκτιμώμενα των αναλυτών, διαφορετικά λαμβάνει την τιμή '0'.
- $DMBE_{i,t} * SURP_{i,t}$  : πρόκειται για μεταβλητή αλληλεπίδρασης (interaction) η οποία μετρά το βαθμό κατά τον οποίο η ανταμοιβή για την επίτευξη των προσδοκιών διαφέρει από την ποινή για την μη εκπλήρωση των προσδοκιών. Η μεταβλητή αυτή λαμβάνει την τιμή '0' όταν οι πραγματικές αποδόσεις είναι ίσες με τις αναμενόμενες.
- $CRISIS_{i,t}$  : πρόκειται για μία διχοτομημένη μεταβλητή (dummy) η οποία εισάγει στο μοντέλο την έννοια της οικονομικής κρίσης και έχει ως σκοπό να εντοπίσει τις επιπτώσεις της στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Σύμφωνα με την έννοια της οικονομικής κρίσης γίνεται διάκριση της περιόδου 2005-2015 σε δύο χρονικούς ορίζοντες, την περίοδο πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (2005-2008) και την περίοδο μετά την εμφάνιση της κρίσης στην ευρωπαϊκή οικονομία (2009-2015). Η μεταβλητή αυτή λαμβάνει την τιμή '1' για την περίοδο που έχει εμφανιστεί η οικονομική κρίση, δηλαδή από το 2009 και ύστερα, διαφορετικά λαμβάνει την τιμή '0'.

- $DMBE_{i,t} * SURP_{i,t} * CRISIS_{i,t}$  : πρόκειται για μεταβλητή αλληλεπίδρασης (interaction) η οποία μετρά την επιπρόσθετη ανταμοιβή, λόγω εκπλήρωσης των εκτιμήσεων ή την ποινή που ενδεχομένως σχηματίζεται από την μη εκπλήρωση των προσδοκιών, κατά την περίοδο οικονομικής κρίσης ή μη κρίσης. Η μεταβλητή αυτή λαμβάνει την τιμή '0' όταν οι πραγματικές αποδόσεις είναι ίσες με τις αναμενόμενες.

Συνολικά, οι μεταβλητές που αξιοποιούνται στο βασικό υπόδειγμα (Σχέση 4) παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 1).

A/A	Μεταβλητές	Ερμηνεία	Τύπος	Μέθοδος Μέτρησης
1	CAR_MEAN	Σωρευτική μη κανονική απόδοση της περιόδου (cumulative abnormal return over the period)	εξαρτημένη	Μ.Ο. των τριμηνιαίων μη κανονικών αποδόσεων της περιόδου (Mean quarterly abnormal returns)
2	SURP_MEAN	Πραγματοποιηθέντα υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου (earnings surprise for the period)	ανεξάρτητη	Μ.Ο. των τριμηνιαίων διαφορών μεταξύ του πραγματικού επιπέδου κερδών για το τρίμηνο και της εκτίμησης του χρηματοοικονομικού αναλυτή για την περίοδο (EPSQ -Flatest)
3	DMBE	Η επίτευξη – υπέρβαση ή μη των πραγματικών κερδών σε σύγκριση με τα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη (meeting or beating earnings forecasts)	ελέγχου	Διχοτομημένη: λαμβάνει την τιμή '1' αν επιτυγχάνονται ή/και υπερβαίνονται οι εκτιμήσεις των εκτιμήσεων, άλλως '0'
4	BSURP	Συνέργεια - υπολογισμός του βαθμού κατά τον οποίο η ανταμοιβή για την επίτευξη των προσδοκιών διαφέρει από την ποινή για την μη εκπλήρωση των προσδοκιών	ελέγχου	DMBE*SURP (βαθμός προσέγγισης των πραγματικών κερδών στα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη) * (υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου)
5	CRISIS	Περίοδος μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης	ελέγχου	Διχοτομημένη: λαμβάνει την τιμή μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, δηλαδή από το έτος 2009 και μετά, άλλως '0'
6	BSURPCRISIS	Συνέργεια - υπολογισμός επιπρόσθετης ανταμοιβής λόγω εκπλήρωσης των εκτιμήσεων ή ποινής για την μη εκπλήρωση των προσδοκιών, κατά την περίοδο οικονομικής κρίσης ή μη κρίσης	ελέγχου	DMBE*SURP*CRISIS (βαθμός προσέγγισης των πραγματικών κερδών στα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη) * (υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου)* (οικονομική κρίση)

Πίνακας 1, Ανάλυση Μεταβλητών Υποδείγματος (Σχέση 4)

Σύμφωνα με τις προγενέστερες έρευνες, σχετικά με το ποιοι είναι λόγοι που σχηματίζεται υπερ-απόδοση όταν οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να φτάσουν τους στόχους που έχουν προβλέψει οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, έχουν προκύψει τρεις βασικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη. Ο πρώτος λόγος είναι η άμεση και υπερβολική αντίδραση των επενδυτών (investors' overreaction), όταν αντιλαμβάνονται ότι τα πραγματικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων είναι πολύ κοντά ή ακόμη περισσότερο όταν ξεπερνούν τα αναμενόμενα μεγέθη, σύμφωνα με ότι έχουν προβλέψει οι αναλυτές. Ο δεύτερος λόγος είναι η εντύπωση ότι, αφού τα πραγματικά

μεγέθη είναι πολύ κοντά στις εκτιμήσεις των αναλυτών, τότε οι αναλυτές έχουν την εμπειρία, τη γνώση και την ικανότητα να προβλέπουν με ακρίβεια τις μελλοντικές αποδόσεις των επιχειρήσεων (predictive ability). Επιπρόσθετος παράγοντας είναι η πεποίθηση ότι, εφόσον η επιχείρηση κατάφερε να προσεγγίσει τα αναμενόμενα μεγέθη για μία περίοδο, τότε έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει την επιτυχημένη πορεία της και για την επόμενη περίοδο, συνεχίζοντας να αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό (future performance) και για τον λόγο αυτό η αγορά τις επιβραβεύει.

#### 4. Κριτικός σχολιασμός και ερμηνεία των ευρημάτων

Σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, πρωταρχικός στόχος της παρούσης μελέτης είναι να εξετασθεί εάν σχηματίζονται υπερ-αποδόσεις για τις επιχειρήσεις των οποίων τα πραγματικά αποτελέσματα καταφέρνουν να προσεγγίσουν ή και να υπερβούν τα αναμενόμενα κέρδη, τα οποία έχουν προσδιορίσει οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές. Το ενδεχόμενο αυτό εξετάζεται για το χρονικό διάστημα 2005-2015, λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση που υπάρχει στα αποτελέσματα, λόγω εμφάνισης της οικονομικής κρίσης. Ειδικότερα, μελετάται η σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο εφαρμογής των ΔΠΧΠ, αλλά και πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Με βάση αυτά και σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την Σχέση 4, τα οποία παρουσιάζονται συνοπτικά στον Πίνακα 2, τα υπερβάλλοντα κέρδη μίας επιχείρησης, δηλαδή αυτά που προκύπτουν όταν τα δημοσιοποιημένα κέρδη της είναι μεγαλύτερα από τις προβλέψεις των αναλυτών, επηρεάζουν θετικά και με στατιστικά σημαντικό τρόπο τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις. Συνεπώς, η υπόθεση  $H_0$  απορρίπτεται και γίνεται αποδεκτή η  $H_1$ , εφόσον προκύπτει ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο υποχρεωτικής εφαρμογής των ΔΠΧΠ, πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.

A/A	Μεταβλητές	Coefficients	P value
1	SURP_MEAN	0.006 (2.58)**	0,010
2	DMBE	1.584 (4.51)***	0,002
3	BSURP	-0.108 (-0.36)	0,721
4	CRISIS	0.869 (2.62)**	0,009
5	BSURPCRISIS	0.310 (0.30)	0,762
6	CONSTANT	-0.668 (-2.29)**	0,022
Παρατηρήσεις		1837	

Πίνακας 2, Αποτελέσματα παλινδρόμησης

Πέραν από αυτή την βασική σχέση μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σωρευτικών αποδόσεων, το οικονομετρικό μοντέλο (Σχέση 4) παρέχει πληροφορίες και για άλλους παράγοντες που σχετίζονται με αυτό. Ειδικότερα, η Σχέση 4 εκτιμά τον τρόπο με τον οποίο η είδηση και μόνο της υπέρβασης των προσδοκιών επιδρά στο μοντέλο. Επιπροσθέτως, ο δεύτερος παράγοντας που λαμβάνεται υπόψη είναι η



οικονομική κρίση και προσδιορίζεται αντίστοιχα, ο τρόπος που επηρεάζει, από το 2009 και ύστερα, τις υπερ-αποδόσεις που προκύπτουν από την επίτευξη των στοχοθετημένων από τους αναλυτές κερδών, πριν την ανακοίνωση των τελικών αποτελεσμάτων.

Πιο αναλυτικά, από τον Πίνακα 2, λαμβάνουμε πληροφόρηση για όλες τις υπό εξέταση μεταβλητές. Αρχικά, όσον αφορά την μεταβλητή που αντιστοιχεί στα πραγματοποιηθέντα υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου (SURP\_MEAN) παρατηρείται ότι ο συντελεστής που προκύπτει από το υπόδειγμα είναι θετικός (0,006) και στατιστικά σημαντικός ( $t=2,58^{**}$ ). Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι, η ύπαρξη υψηλότερων πραγματοποιηθέντων κερδών συγκριτικά με τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών οδηγούν σε μεγαλύτερες σωρευτικές αποδόσεις για την εταιρεία. Με μεγαλύτερη ακρίβεια, μπορούμε να αναφέρουμε ότι μία αύξηση κατά μια μονάδα της διαφοράς μεταξύ των πραγματικών κερδών και των αναμενόμενων οδηγεί σε αύξηση των σωρευτικών αποδόσεων των εταιριών κατά 0,006 μονάδες. Επιβεβαιώνεται, λοιπόν, από το μοντέλο ο ισχυρισμός, σύμφωνα με τον οποίο, οι εταιρείες που προσπαθούν και εμφανίζουν περισσότερα κέρδη από τις προβλέψεις των αναλυτών, τελικά καρπώνονται υψηλότερες υπερ-αποδόσεις και το ποσό των υπερ-αποδόσεων αυτών είναι ανάλογο με το βαθμό που τα πραγματικά κέρδη υπερβαίνουν τα αναμενόμενα.

Στη συνέχεια, αναφορικά με την διχοτομημένη μεταβλητή που καταγράφει την επίδραση που έχει η είδηση της προσέγγισης ή υπέρβασης των εκτιμώμενων από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κερδών (DMBE) παρατηρείται ότι ο συντελεστής της είναι θετικός (1,584) και στατιστικά σημαντικός ( $t=4,51^{***}$ ). Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι, όταν η εταιρεία καταφέρει να προσεγγίσει ή να υπερβεί το αναμενόμενο ποσό των κερδών και άρα, η μεταβλητή λάβει την τιμή '1', τότε οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις θα αυξηθούν κατά 1,584 μονάδες. Συνεπώς, η ανακοίνωση της είδησης ότι η εταιρεία είναι σε θέση να επιτύχει ή ακόμη καλύτερα, να υπερβεί το ποσό της πρόβλεψης του οικονομικού αναλυτή, αρκεί για να οδηγήσει σε αύξηση της υπερ-απόδοσης της εταιρείας, γεγονός που έρχεται να επιβεβαιώσει τα αναμενόμενα αποτελέσματα από τη βιβλιογραφική μας ανάλυση.

Ακόμη, σχετικά με την μεταβλητή αλληλεπίδρασης που μετρά το βαθμό κατά τον οποίο η ανταμοιβή για την επίτευξη των προσδοκίων διαφέρει από την απουσία

επιβράβευσης όταν δεν γίνεται εκπλήρωση των προσδοκιών (BSUPR), που είναι η συνέργεια των δύο μεταβλητών που προαναφέρθηκαν (DMBE\*SURP\_MEAN), παρατηρείται ότι έχει αρνητικό συντελεστή (-0,108), ωστόσο η μεταβλητή αυτή δεν επηρεάζει την εξαρτημένη με στατιστικά σημαντικό τρόπο ( $t=-0,36$ ). Αυτό σημαίνει ότι, στην περίπτωση εμφάνιση υπερβάλλοντων κερδών, η μεταβλητή αυτή δεν προκαλεί επιπλέον τάση στον επηρεασμό των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων. Στο σημείο αυτό, πρέπει να αναφερθεί ότι πραγματοποιήθηκε περαιτέρω εξέταση του συγκεκριμένου παράγοντα. Πιο ειδικά, έγινε ξεχωριστός οικονομετρικός υπολογισμός της συνέργειας αυτής, συνδυαστικά με την μεταβλητή που μετρά τα μέσα πραγματοποιηθέντα υπερβάλλοντα κέρδη της περιόδου (SURP\_MEAN) και προέκυψε ότι το άθροισμα των δύο μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικό ( $t=-0,34$ ).

Σε συνέχεια της ανάλυσης των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από το οικονομετρικό μοντέλο (Σχέση 4), η διχοτομημένη μεταβλητή CRISIS, που εισάγει στο μοντέλο την έννοια της οικονομικής κρίσης και εντοπίζει τις επιπτώσεις της στην συμπεριφορά των επενδυτών και των επιχειρηματιών, από το έτος 2009 και έπειτα, φαίνεται να έχει θετικό συντελεστή (0,869) και μάλιστα, επηρεάζει την εξαρτημένη μεταβλητή με στατιστικά σημαντικό τρόπο ( $t=2,62^{**}$ ). Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι από το έτος εμφάνισης της κρίσης και έπειτα, επηρεάστηκαν οι υπερ-αποδόσεις των εταιρειών με θετικό τρόπο. Με την εμφάνιση της κρίσης, η μεταβλητή πάρει την τιμή '1', οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις των εταιρειών αυξάνονται κατά 0,869 μονάδες.

Επιπροσθέτως, η μεταβλητή αλληλεπίδρασης που δείχνει τη συνέργεια μεταξύ της εμφάνισης των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης, των πραγματοποιηθέντων υπερβάλλοντων κερδών της περιόδου και του βαθμού προσέγγισης των πραγματικών αποδόσεων στις εκτιμώμενες αποδόσεις (BSURPCRISIS), η οποία στην πράξη μετρά την επιπρόσθετη ανταμοιβή που ενδεχομένως σχηματίζεται, λόγω εκπλήρωσης των εκτιμήσεων, κατά την περίοδο οικονομικής κρίσης ή μη κρίσης, έχει θετικό συντελεστή επίδρασης στην εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου (0,094). Ωστόσο, η μεταβλητή αυτή, για την συγκεκριμένη περίοδο που εξετάζεται το συγκεκριμένο δείγμα, δεν είναι στατιστικά σημαντική ( $t=-0,30$ ). Το πόρισμα αυτό σηματοδοτεί ότι δεν υπάρχει επιπλέον τάση στον επηρεασμό των υπερ-αποδόσεων στην περίπτωση εμφάνισης υπερβάλλοντων κερδών, κατά την περίοδο που εμφανίστηκε η κρίση και έπειτα.

Αντίθετο αποτέλεσμα προέκυψε από τον ξεχωριστό υπολογισμό που διενεργήθηκε για το άθροισμα των δύο προηγούμενων παραγόντων (CRISIS και BSURPCRISIS). Πιο συγκεκριμένα, από την διαδικασία αυτή οδηγούμαστε σε υπολογισμό θετικού συντελεστή επίδρασης στη εξαρτημένη μεταβλητή (0,963), ο οποίος μάλιστα είναι στατιστικά σημαντικός ( $t=2,69^{***}$ ). Το αποτέλεσμα αυτό σημαίνει ότι, εφόσον εκπληρώνονται ή υπερβαίνονται οι προσδοκίες των αναλυτών, δηλαδή όταν η μεταβλητή DMBE λαμβάνει την τιμή '1', η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης επηρεάζει θετικά τις υπερ-αποδόσεις, κατά το γινόμενο των υπερβάλλοντων κερδών επί τον συντελεστή του αθροίσματος που έχει προκύψει.

Η ερμηνεία που μπορεί να αποδοθεί στο αποτέλεσμα αυτό είναι ότι, η έντονη πτωτική πορεία που ακολούθησαν οι επιχειρηματικές δραστηριότητες στις εγχώριες αγορές των χωρών της Ευρωζώνης, κατά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, δεν έπληξε τις εταιρείες του επιλεγμένου δείγματος της παρούσης έρευνας. Η υπόθεση αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι, από τη στιγμή που στο δείγμα μας εξετάζουμε μεγάλες και εύρωστες εταιρείες του βιομηχανικού κλάδου, είναι λογικό να μην εμφανίσουν πτωτική πορεία, λόγω υψηλότερης προσαρμοστικής ικανότητας σε έκτακτα οικονομικά γεγονότα ή εάν εμφανίσουν πτώση θα είναι ενδεχομένως, μικρότερη από τη πτώση της αγοράς, με αποτέλεσμα τελικά, να εμφανίζουν μεγαλύτερες σωρευτικές υπερ-αποδόσεις. Πέραν από αυτή την υπόθεση, μία άλλη λογική εξήγηση για τον θετικό συντελεστή που προκύπτει από την ανάλυση είναι ότι, η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης κατέστησε τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές πιο συντηρητικούς στις προβλέψεις που πραγματοποιούσαν, με αποτέλεσμα να είναι ευκολότερο για τις μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες που δεν επλήγησαν έντονα από την κρίση, να εκπληρώσουν τις προσδοκίες αυτές. Έτσι, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι οι εταιρείες αυτές παρουσιάζουν μελλοντικές ευκαιρίες και για τον λόγο αυτό, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υπερ-αποδόσεις.

Καταληκτικά, αυτά είναι τα βασικότερα συμπεράσματα στα οποία οδηγούμαστε με βάση το οικονομετρικό μοντέλο της έρευνας, όπως αυτά προκύπτουν από τον Πίνακα 2. Μία πρόσθετη πληροφόρηση που προκύπτει από την ερευνητική διαδικασία είναι ότι η ερμηνευτικότητα του μοντέλου ( $R^2$ ), δηλαδή ο βαθμός που οι ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύουν την εξαρτημένη, είναι 2,00%. Το ποσοστό αυτό ίσως θεωρείται σχετικά χαμηλό, όμως αυτό δεν αναιρεί την σημαντικότητα των αποτελεσμάτων, καθώς θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η δυσκολία ανεύρεσης των

κατάλληλων πληροφοριών από τις διαθέσιμες πηγές, κυρίως για τις εκτιμήσεις των μελλοντικών κερδών.

Έχοντας ολοκληρώσει την ανάλυση των αποτελεσμάτων που προέρχονται από την βασική παλινδρόμηση (Σχέση 4), θα ακολουθήσει μία περαιτέρω ανάλυση του δείγματος, με βάση τη διχοτομημένη μεταβλητή που εισάγει στο μοντέλο την έννοια της οικονομικής κρίσης (CRISIS).

Ο παρακάτω πίνακας (Πίνακας 3), περιλαμβάνει συνοπτικά τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την παλινδρόμηση, κατά την διάκριση της περιόδου βάσει της οικονομικής κρίσης:

ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ (2005-2008)			ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ (2009-2015)		
A/A	Μεταβλητές	Coefficients	A/A	Μεταβλητές	Coefficients
1	CONSTANT	-0,604 (-1,89)	1	CONSTANT	0,300 (1.22)
2	SUPR_MEAN	0.004 (2,20)**	2	SUPR_MEAN	0.019 (1.27)
3	DMBE	0,632 (2.03)**	3	DMBE	1.590 (3.62)***
4	BSURP	-0.336 (-0.10)	4	BSURP	-0.226 (-1.08)
Παρατηρήσεις		668	Παρατηρήσεις		1169

Πίνακας 3, Αποτελέσματα βάση CRISIS

Κατά την περίοδο πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (2005-2008), τα υπερβάλλοντα κέρδη επιδρούν θετικά και με στατιστικά σημαντικό τρόπο στις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις που σχηματίζονται από την επίτευξη ή την υπέρβαση των εκτιμήσεων των μελλοντικών κερδών και επίσης, το γεγονός της προσέγγισης των πραγματικών κερδών στα εκτιμώμενα από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές κέρδη επιδρά θετικά και με στατιστικά σημαντικό τρόπο στις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις. Η μεταβλητή αλληλεπίδρασης που υπολογίζει συνδυαστικά τη συνέργεια μεταξύ των πραγματοποιηθέντων υπερβάλλοντων κερδών της περιόδου και του βαθμού προσέγγισης των πραγματικών αποδόσεων στις εκτιμώμενες αποδόσεις φαίνεται να

επιδρά αρνητικά στην εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος, όμως με στατιστικά μη σημαντικό τρόπο.

Από την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης και έπειτα (2009-2015), τα υπερβάλλοντα κέρδη εξακολουθούν να επηρεάζουν θετικά τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις, όμως με στατιστικά μη σημαντικό τρόπο. Όσον αφορά το γεγονός της προσέγγισης των πραγματικών αποδόσεων στις εκτιμώμενες από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές αποδόσεις, αυτό έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Τέλος, η συνέργεια μεταξύ των πραγματοποιηθέντων υπερβάλλοντων κερδών της περιόδου και του βαθμού προσέγγισης των πραγματικών αποδόσεων στις εκτιμώμενες αποδόσεις επιδρά αρνητικά αυτή τη φορά στην εξαρτημένη μεταβλητή, όμως με στατιστικά μη σημαντικό τρόπο. Συμπερασματικά, σύμφωνα και με τα αναλυτικότερα αποτελέσματα της Παλινδρόμησης, οι μεταβολές αυτές στον βαθμό επίδρασης των μεταβλητών σηματοδοτεί ότι η μεταβλητή ελέγχου που σχετίζεται με την οικονομική κρίση παίζει σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων του υποδείγματος.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται απαραίτητο να γίνει μία ανάλυση των παραγόντων του βασικού Μοντέλου (Σχέση 4). Σύμφωνα με τις πληροφορίες που αντλούμε από τον Πίνακα 4 και αναλυτικότερα, κάποια μεγέθη φαίνεται να σχετίζονται περισσότερο με τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις και κάποια άλλα λιγότερο.

A/A	Μεταβλητές	Συσχέτιση
1	DMBE	0,1224
2	CRISIS	0,0785
3	BSURP	0,0515
4	BSURPCRISIS	0,0567
5	SURP_MEAN	0,0226

*Πίνακας 4, Συσχέτιση μεταβλητών παλινδρόμησης*

Σ

Πιο αναλυτικά, οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις της εκάστοτε εταιρείας τείνουν να συσχετίζονται σε χαμηλό βαθμό με τα υπερβάλλοντα κέρδη (0,0226) και μάλιστα, τα δύο μεγέθη συνδέονται με θετική σχέση, ενώ φαίνεται να συσχετίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό με την μεταβλητή που αφορά το γεγονός της εκπλήρωσης των προσδοκιών (0,1224) και με την μεταβλητή που σχετίζεται με την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης (0,0785) επίσης, με θετική συσχέτιση. Συνοπτικά, η ιεραρχία, με βάση το βαθμό συσχέτισης του κάθε παράγοντα με την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τις σωρευτικές υπερ-αποδόσεις, παρουσιάζεται στον παραπάνω πίνακα (Πίνακας 4).

## 5. Επίλογος

Γενικότερα, το φαινόμενο της δημιουργίας εταιρικών υψηλών αποδόσεων και οι λόγοι εμφάνισής τους έχουν απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και διεθνές επίπεδο. Για το λόγο αυτό, αποτέλεσε και κύριο ζητούμενο της παρούσης έρευνας η σχέση αποδόσεων που επιτυγχάνει μια εταιρεία και των κερδών που δημοσιοποιεί στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις. Για τη διεξαγωγή της εμπειρικής μελέτης της σχέσης αυτής, εξετάσαμε, κατά κύριο λόγο, την επίδραση των υπερβάλλοντων κερδών (δηλαδή των κερδών που σχηματίζονται όταν οι πραγματοποιηθείσες αποδόσεις ξεπερνούν τις αποδόσεις της εγχώριας αγοράς) στις σωρευμένες υπερ-αποδόσεις, που δημιουργούνται όταν τα εταιρικά κέρδη προσεγγίζουν ή ξεπερνούν τις προβλέψεις των αναλυτών.

Το ερευνητικό δείγμα προέρχεται από ένα ευρύτερο πεδίο μεγάλων βιομηχανικών εταιρειών που είναι εισηγμένες σε Κεφαλαιαγορές χωρών της Ευρωζώνης. Για να προκύψει το τελικό δείγμα της έρευνας, χρειάστηκε να γίνει εξαίρεση των εταιρειών που ασχολούνται με εμπορική δραστηριότητα, καθώς και εταιρείες παροχής υπηρεσιών, όπως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εταιρείες παροχής ασφαλιστικών υπηρεσιών, εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και συμβουλευτικές εταιρείες. Επιπλέον, χρειάστηκε να εξαιρεθούν από το σύνολο του πληθυσμού κι άλλες εταιρείες με ελλιπή στοιχεία, εξαιτίας διαφόρων λόγων (αναστολή, συγχώνευση, αδυναμία εύρεσης δεδομένων για τις προβλέψεις κερδών). Ύστερα από αυτά, οδηγούμαστε σε ένα ερευνητικό δείγμα που περιλαμβάνει εκατόν εξήντα οχτώ (168) εταιρείες.

Όσον αφορά την εμπειρική ανάλυση, εφαρμόστηκε η επαγωγική μέθοδος, σύμφωνα με την οποία από ένα ειδικό συμπέρασμα καταλήγουμε σε ένα γενικότερο (αναγωγή του δείγματος στον πληθυσμό), με την βοήθεια οικονομετρικού υποδείγματος. Στη πράξη, εφαρμόστηκε μία διαφοροποιημένη μορφή του μοντέλου των Bartov et al. (2002) και διεξήχθη εμπειρική ανάλυση, η οποία έρχεται να δώσει απαντήσεις στο ερευνητικό ερώτημα. Η βασική υπόθεση που διερευνήθηκε είναι η ύπαρξη ή όχι στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των υπερβάλλοντων κερδών και των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, σε περίοδο υποχρεωτικής εφαρμογής των ΔΠΧΠ, τόσο πριν όσο και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.

Η περίοδος που εξετάστηκε στη παρούσα έρευνα είναι τα έτη 2005-2015. Στα πλαίσια της περιόδου αυτής έχει γίνει μία περαιτέρω διάκριση. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε η βασική υπόθεση για το χρονικό διάστημα πριν την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ευρωζώνη (2005-2008) και μετά την εμφάνιση αυτής (2009-2015).

Καταληκτικά, από τη γραμμική παλινδρόμηση διαπιστώθηκε ότι οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις των εταιρειών που υπολογίζονται βάσει των τριμηνιαίων σωρευτικών υπερ-αποδόσεων, επηρεάζονται με θετικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο από την είδηση της επίτευξης ή υπέρβασης των προβλέψεων των αναλυτών. Επίσης, η εξαρτημένη μεταβλητή του οικονομετρικού μοντέλου (σωρευτικές υπερ-αποδόσεις) συνδέεται με θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με τον ποσό των υπερβάλλοντων κερδών της περιόδου, τα οποία υπολογίζονται βάσει της διαφοράς μεταξύ των πραγματοποιηθέντων και των αναμενόμενων τριμηνιαίων κερδών. Τέλος, η εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης επηρέασε θετικά και στατιστικά σημαντικά τον σχηματισμό υπερ-αποδόσεων, μέσω της πραγματοποίησης υπερβάλλοντων κερδών.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα έχουν συμπεριληφθεί στο μοντέλο της παρούσης ερευνητικής διαδικασίας, διαπιστώνεται αναμφισβήτητα, η χρησιμότητα της μελέτης. Ωστόσο, υπάρχουν κι άλλοι παράγοντες που μπορούν να συσχετιστούν με το εν λόγω θέμα και να αποτελέσουν αντικείμενο για μεταγενέστερη έρευνα. Παραδείγματα αυτών των παραγόντων είναι η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης, το μερίδιο και η πορεία της στον κλάδο που δραστηριοποιείται, αλλά και η συχνότητα που η κάθε επιχείρηση καταφέρνει να προσεγγίσει ή να ξεπεράσει τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Επιπλέον, δύο εξίσου σημαντικοί παράγοντες που έχουν συσχετιστεί και στο παρελθόν σε άλλα δείγματα, με την αμοιβή της αγοράς, λόγω επίτευξης των εκτιμήσεων των αναλυτών, είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης και το φαινόμενο διαχείρισης των εταιρικών κερδών. Αυτές είναι κάποιες βασικές προτάσεις για περαιτέρω έρευνα. Τέλος, χρήσιμη θα ήταν η διενέργεια της παρούσης ερευνητικής διαδικασίας και για διαφορετικό δείγμα (για παράδειγμα για εμπορικές επιχειρήσεις, ή για βιομηχανικές που δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο), με στόχο την δυνατότητα πραγματοποίησης σύγκρισης μεταξύ των διαφορετικών κλάδων δραστηριοποίησης.



## Βιβλιογραφία

1. Ball, R., Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6, 159–178.
2. Barefield, R.M., Comiskey, E.E., 1975. The accuracy of analysts' forecasts of earnings per share. *Journal of Business Research* 3 (3), 241–252.
3. Barth, M.E., Elliott, J.A., Finn, M.W., 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37, 387-413
4. Bartov, E., Givoly, D. and Hayn, C., 2002. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33, pp 173-204.
5. Bergstresser, D. and Philippon T., 2003. CEO incentives and earnings management: Evidence from the 1990s, working paper, Harvard Business School.
6. Brown, L.D., 1997. Analyst forecasting errors: additional evidence. *Financial Analysts Journal* 53 (6), 81–88.
7. Brown, L.D., 2001. A temporal analysis of earnings surprises: profits versus losses. *Journal of Accounting Research*, 39 (2), 221–241.
8. Brown, L.D., Rozeff, M.S., 1980. Analysts can forecast accurately. *Journal of Portfolio Management* 6, 31-34.
9. Butler, K.C., Lang, L.H., 1991. The forecast accuracy of individual analysts: Evidence of systematic optimism and pessimism. *Journal of Accounting Research* 29, 150-156.
10. Chung, K. and Hoje J., 1996. The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the market value of firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 493-512.
11. Clement, M., 1999. Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics* 27, 285-303.
12. Coggin, D. T. and Hunter, J. E., 1989. Analysts forecasts of EPS growth decomposition of error, relative accuracy and relation to return. Working paper. Michigan State University, East Lansing, MI.
13. DeAngelo, L.E., 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public shareholders, *The Accounting Review* 61, 400 – 420.
14. DeBondt, W.F.M., Thaler, R.H., 1990. Do security analysts overreact? *American Economic Review* 80 (2), 52–57.
15. Dechow, P.M., Sloan, R.G. and Sweeney, A.P., 1995. Causes and consequences of earnings manipulations: an analysis of firm's subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1 – 36.
16. Dechow, P., Hutton A., Sloan R., 2000. The relation between analysts' Forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research* 17, 1-32.
17. Fox, J., 1997. Learn to play the earnings game (and wall street will love you). *Fortune* 135 (6), 76–80.
18. Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting & Economics* 40, 3-73.

19. Gu, Z., Shuang Wu J., 2003, Earnings skewness and analyst forecast bias. *Journal of Accounting and Economics* 35, 5-29.
20. Healy, P., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.
21. Healy P., Krishna P., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics* 31, 405- 440.
22. Hong, H., and Kubik J.D, 2003. Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts. *The Journal of Finance* 58, 313-352.
23. Irvine, Paul, 2003. The incremental impact of analyst initiation of coverage, *Journal of Corporate Finance* 9, 431-451.
24. Jackson A.R., 2005. Trade generation, reputation, and sell-side analysts. *The Journal of Finance* 55, 673-717.
25. Jacob, J., Lys, T., Neale, M., 1997. Expertise in forecasting performance of security analysts. Working paper. Northwestern University, Evanston, IL.
26. Jensen, M. C., and Meckling W.H, 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
27. Jones, J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193 – 228.
28. Kasznik, R., McNichols, M.F., 2002. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research* 40, 727-759.
29. Kedia, S, 2003. Do executive stock option generate incentives for earnings management? Evidence from accounting restatements, working paper, Harvard Business School.
30. Kirschenheiter, M., Melumad, N., 2002. Can big bath and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research*, 40, 761-796.
31. Levitt, A. Jr. 1998. The “Numbers Game.” *The CPA Journal* (December): vol. 68, no. 12, 14(5).
32. Lin, H-W., and McNichols M.F, 1998. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 101-127.
33. Matsumoto, D., 2001. Management’s incentives to avoid negative earnings surprises. Working Paper, University of Washington, Seattle, WA.
34. McGee, S., 1997. As stock market surges ahead, “predictable” profits are driving it. *The Wall Street Journal* C1, 5/5/97.
35. Merton, R.C., 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance* 42, 483-510
36. Michaely, R., and Kent L. Womack, 1999. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Review of Financial Studies Special* 12, 653-686.
37. Mikhail, M., Walther, B., Willis, R., 1997. Do security analysts improve their performance with experience? *Journal of Accounting Research* 35, 131-166.

38. Montgomery D., Beasley M., Menelaides S., Palmrose Z., 2002. Auditors' New Procedures for Detecting Fraud, *Journal of Accountancy*, pp: 63-66.
39. O'Brien, P., 1987. Individual forecasting ability, *Managerial Finance* 13, 3-9.
40. O'Brien, P., 1990. Forecast accuracy of individual analysts in nine industries. *Journal of Accounting Research* 28, 286-304.
41. Richards, R.M., 1976. Analysts' performance and the accuracy of corporate earnings forecasts. *The Journal of Business* 49, 350-357.
42. Richardson, S.A., Teoh, S.H., Wysocki, P.D., 1999. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? Working Paper, University of Michigan.
43. Safdar, I., 2003. Executive stock option exercise, earnings management, and stock returns, working paper, University of Rochester.
44. Sinha, P., Brown, L.D., Das, S., 1997. A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy. *Contemporary Accounting Research* 14, 1-42.
45. Stickel, S., 1992. Reputation and performance among security analysts. *Journal of Finance* 47, 1811-1836.
46. Stephen Brown, Stephen A. Hillegeist, Kin Lo, 2006. The effect of meeting or missing earnings expectations on information asymmetry.
47. Vickers, M., 1999. Ho-hum, another earnings surprise. *Business Week* M3630, 83-84.
48. Yu, F., 2003. Corporate governance and earnings management, Working paper, University of Chicago.
49. Zarowin, P., 1989. Does the stock market overreact to corporate earnings information? *Journal of Finance* 44 (5), 1385-1399.

### Πρόσθετη Βιβλιογραφία

1. IASB - International Accounting Standard Board – [www.iasb.org](http://www.iasb.org)
2. FASB – Financial Accounting Standards Board – [www.fasb.org](http://www.fasb.org)
3. EC- European Commission- <https://ec.europa.eu/>