



**ΠΜΣ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ,  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ  
ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ  
ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟΥ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΑΥΤΩΝ ΤΩΝ  
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΗΚΟΥΝ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ  
FTSE 250 ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΟΥ  
ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

**Ελισσάβητ Κ. Γεωργούλα**

**Καθηγητής Αναστάσιος Τσάμης**

**Βόλος 2018**

### **Υπεύθυνη δήλωση**

Βεβαιώνω ότι είμαι η συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας. Βόλος, Ιανουάριος 2018.

## *ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ*

*Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Αναστάσιο Τσάμη για τις συμβουλές και τις υποδείξεις κατά την συγγραφή της διπλωματικής μου εργασίας. Επίσης, ευχαριστώ την οικογένεια μου για την αμέριστη στήριξη κατά τη περίοδο των σπουδών μου.*

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	4
ABSTRACT.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	11
2.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	11
2.1.1 Ο Ρόλος της Λογιστικής Νομοθεσίας.....	12
2.1.2 Επιλογή Λογιστικών Πολιτικών.....	14
2.1.3 Ευκαιριακή Συμπεριφορά Διοικήσεων.....	15
2.1.4 Απολαβές Διοίκησης.....	19
2.1.5 Κεφαλαιαγορά και Συμπεριφορά της Μετοχής.....	20
2.1.6 Συμβόλαια Χρέους.....	21
2.1.7 Πολιτικά Κόστη.....	22
2.1.8 Εθελοντικές Λογιστικές Γνωστοποιήσεις.....	23
2.1.9 Οικονομικές Συνέπειες και Κίνητρα για Παροχή Αποτελεσματικών Λογιστικών Γνωστοποιήσεων.....	24
2.1.10 Ποιοτική και Ευκαιριακή Συντηρητικότητα.....	27
2.1.11 Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου (ΔΠΕ) 400.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	31
3.1 Μεθοδολογία - Ερευνητικές Υποθέσεις.....	31
3.2 Δεδομένα.....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	48
4.1 Περιγραφική Στατιστική.....	48
4.2 Ανάλυση Συσχέτισης.....	49
4.3 Χειραγώγηση και Συντηρητικότητα Κερδών.....	52
4.4 Προβλέψεις Χρηματοοικονομικών Αναλυτών.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	74
Συμπεράσματα.....	74
Πίνακας Βιβλιογραφίας.....	77
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	88

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιρείες του δείκτη FTSE 250. Η μελέτη εξετάζει τα ακόλουθα ερευνητικά ερωτήματα. Εάν οι εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς χρηματοοικονομικούς αναλυτές τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών. Εάν η χειραγώγηση των κερδών συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Επίσης, η μελέτη εξετάζει κατά πόσο το πλήθος των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία, και η πρόταση αγοράς από αυτούς της μετοχής συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών. Στη συνέχεια, εάν εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση από τους αναλυτές αγοράς της μετοχής τους τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών. Τέλος, κατά πόσο το μέγεθος των θεμελιωδών μεγεθών συνδέεται σημαντικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών, και εάν οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλή πρόβλεψη κερδών για τα επόμενα ένα και δυο έτη τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα.

Τα κυριότερα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι εταιρείες οι οποίες έχουν σημαντικά πετύχει τους στόχους των προβλέψεων των αναλυτών εμφανίζουν μικρότερη πιθανότητα χειραγώγησης. Επίσης, οι εταιρείες που ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές και εμφανίζουν υψηλή μόχλευση εμφανίζουν χαμηλή χειραγώγηση κερδών, και εταιρείες των οποίων οι μετοχές παρουσιάζουν αρνητικές επιδόσεις και που ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές έχουν υψηλά κέρδη ανά μετοχή. Επίσης, εταιρείες οι οποίες απολαμβάνουν ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές εμφανίζουν χαμηλή μόχλευση. Παράλληλα, εταιρείες οι οποίες έχουν σημαντικά πετύχει τους στόχους των προβλέψεων των αναλυτών εμφανίζουν μικρότερη πιθανότητα χειραγώγησης. Εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλό μέγεθος, αλλά για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς από τους μετόχους, εξαιτίας των καλών προοπτικών τους όπως αυτές έχουν αποτιμηθεί από τους αναλυτές, τείνουν να έχουν χαμηλή χειραγώγηση. Επίσης, εταιρείες οι οποίες έχουν υψηλή μόχλευση τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλή χειραγώγηση, ακριβώς επειδή υψηλή μόχλευση σημαίνει πιο έντονη παρακολούθηση από τις τράπεζες ότι εταιρείες οι οποίες έχουν σημαντικά πετύχει τους στόχους των προβλέψεων των αναλυτών εμφανίζουν μικρότερη πιθανότητα χειραγώγησης. Όταν μια εταιρεία έχει οριακά καλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, μπορεί να προέρχεται από χειραγώγηση. Επίσης, εταιρείες οι οποίες

έχουν ήδη υπερκαλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, καλλιεργούν θετικές προσδοκίες για το μέλλον στην κεφαλαιαγορά και έτσι απολαμβάνουν θετικές προβλέψεις και για το άμεσο μέλλον. Και τέλος, οι εταιρείες που χειραγωγούν λιγότερο τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερες προβλέψεις επί των κερδών τους.

## **ABSTRACT**

This study focuses on the FTSE 250 listed companies of the London Stock Exchange. The study examines the following research questions: if the companies followed by many financial analysts tend to exhibit lesser manipulation and higher profit conservatism, if profit manipulation is positively linked to achieving analysts' earnings forecasts, whether the number of analysts following a company and the buy recommendation issued by them are positively linked to the meeting and/ or beating analyst forecasts, if companies for which a buy recommendation is issued by analysts tend to exhibit lower earnings manipulation and higher profit conservatism; and whether the size of company fundamentals is significantly associated with analyst forecasts, and whether companies with high profit forecasts for the future exhibit lower profit manipulation and higher conservatism.

The main findings of the study show that companies that are followed by many financial analysts and are highly-g geared tend to display lower profit manipulation. Also, companies that exhibit bad news and negative market valuation and that are followed by many financial analysts tend to display higher earnings per share. Companies for which a buy recommendation is issued by analysts exhibit lower leverage. Finally, companies that have significantly beaten analyst forecasts are less likely to use earnings manipulation practices. Companies that are small in size and for which there is a strong buy recommendation because of good future prospects, tend to display lower levels of manipulation. Companies with high leverage tend to exhibit less manipulation due to stronger monitoring by banks. Companies that have significantly beaten analyst forecasts are less likely to use earnings manipulation practices. Marginally beating analyst forecasts may be related to earnings manipulation. Companies that have already beaten analyst forecasts enjoy positive forecasts for the future. Companies that use less earnings manipulation practices tend to display higher earnings forecasts.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να σχεδιάζονται έτσι ώστε να παρέχουν έγκυρη και σχετική λογιστική πληροφόρηση ώστε να βοηθούν τους χρήστες να λαμβάνουν αποτελεσματικές αποφάσεις. Θα πρέπει μέσα από αυτές να κατανοήσουν οι επενδυτές την χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας, τις μεταβολές της χρηματοοικονομικής θέσης και τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση θα πρέπει να αντανακλά την ποιότητα και την αξία της αποδοτικότητας των κερδών και θα πρέπει να υποστηρίζεται από κατάλληλα ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία. Η αναφερόμενη λογιστική πληροφόρηση πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον και να αντικατοπτρίζει τις μελλοντικές οικονομικές προοπτικές της εταιρείας και τις πιθανές μελλοντικές επιπτώσεις κινδύνου και αβεβαιότητας. Οι γνωστοποιήσεις είναι απαραίτητες όταν υπάρχει αβεβαιότητα και κίνδυνος που ενδέχεται να επηρεάσουν σημαντικά την οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Για παράδειγμα, στοιχεία όπως οι δανειακές συμβάσεις ή άλλες διευθετήσεις που ενδέχεται να προκαλέσουν επιτάχυνση πληρωμής ή να απαιτήσουν πρόσθετη ασφάλεια, περιστάσεις που θα μπορούσαν να παρεμποδίσουν την ικανότητα της εταιρείας να διεξάγει συναλλαγές που είναι οικονομικά επωφελείς ή να διατηρήσουν κάποια πιστοληπτική διαβάθμιση, επίπεδο κερδών ή αξιοπιστίας, πρέπει να γνωστοποιούνται και να συζητούνται ρητά στις οικονομικές καταστάσεις.

Η λογιστική γνωστοποίηση αποτελείται από ποιοτικής και ποσοτικής πληροφόρηση της χρηματοοικονομικής θέσης και των επιδόσεων μιας εταιρείας. Οι ποιοτικές γνωστοποιήσεις πρέπει να εξηγούν με κριτικό πνεύμα τις υποθέσεις της διοίκησης, τις εκτιμήσεις, τις κρίσεις και τις πηγές της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων, προκειμένου να ρίξουν φως στις λογιστικές και χρηματοοικονομικές πολιτικές που εφαρμόζονται (Conover et al, 2008). Οι ποιοτικές γνωστοποιήσεις θα πρέπει να ποσοτικοποιήσει τις ποιοτικές γνωστοποιήσεις διαφανή τρόπο και να παρέχει πληροφόρηση σχετική με τις μελλοντικές προοπτικές, προκειμένου να επιτρέπουν στους επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες και αμερόληπτες επενδυτικές αποφάσεις. Εντούτοις, κρίσιμες αποκαλύψεις, όπως εκτιμήσεις και παραδοχές, κρίση της διοίκησης, πηγές κινδύνων και αβεβαιότητας, φαίνεται να είναι αφηγηματικές και δεν συνοδεύονται από αριθμούς ή άλλες αριθμητικές περιγραφές. Στην προσπάθειά



τους να προσελκύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις οικονομικές τους καταστάσεις και να ενισχύσουν την αξία των δημοσιευθέντων λογιστικών μεγεθών, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να παρέχουν ποσοτικοποιήσεις των αφηγήσεων τους. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις παρέχουν επαρκή αριθμητικά στοιχεία στις σημειώσεις των λογαριασμών, χωρίς να παρουσιάζουν τα κατάλληλα αποδεικτικά στοιχεία ή εξηγήσεις.

Η υψηλότερη λογιστική ποιότητα στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση θα συνοδευόταν από υψηλότερη συντηρητικότητα και λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση (Ball and Shivakumar, 2005). Δεδομένων των κινήτρων των διευθυντικών στελεχών να αναφέρουν καλά νέα, η συντηρητικότητα, δηλαδή η ασύμμετρη αποκάλυψη των λογιστικών πληροφοριών, θα καθιστούσε τις γνωστοποιήσεις ζημιών πιο αξιόπιστες από τις αποκαλύψεις κερδών. Επίσης, οι όροι δανειοδότησης που ενσωματώνονται σε συμβόλαια χρέους θα ενθαρρύνουν την συντηρητικότητα καθώς παρακολουθούν την εγκυρότητα και την ακεραιότητα των αναφερόμενων μεγεθών (Watts and Zimmerman, 1986). Επομένως, η συντηρητική λογιστική θα διευκόλυνε την παρακολούθηση της συμπεριφοράς της διοίκησης καθώς και αποτελεσματικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς η παρακολούθηση από μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, τους επενδυτές και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη θα καθιστούσε τη διοίκηση πιο προσεκτική κατά την παραγωγή επαληθεύσιμων λογιστικών πληροφοριών (Beekes et al, 2004, Garcia Lara et al, 2007).

Οι εταιρείες με υψηλή λογιστική ποιότητα στις αναφερόμενες γνωστοποιήσεις τους αναμένεται να παρέχουν στους ενδιαφερόμενους πληροφορίες σχετικά με τις ζημίες, τις οικονομικές αποτυχίες και άλλα δυσμενή οικονομικά στοιχεία που απεικονίζονται σε χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς και επηρεάζουν την απόδοση της εταιρείας. Συνεπώς, η πληροφόρηση που επιβεβαιώνεται δυσκολότερα θα ήταν ευκολότερο να χειραγωγηθεί και θα ήταν επίσης λιγότερο χρήσιμη για τους χρήστες, μειώνοντας έτσι τον συνολικό πλούτο τόσο της διοίκησης όσο και των μετόχων. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που παρέχουν λογιστικές γνωστοποιήσεις χαμηλής ποιότητας, θα ήταν πιο πιθανό να εφαρμόσουν πρακτικές ευκαιριακής συντηρητικότητας προκειμένου να προωθήσουν τους διοικητικούς τους στόχους. Για παράδειγμα, σε περίπτωση απώλειας και μεγάλης μείωσης της τιμών των μετοχών, η διοίκηση ενδέχεται να έχει την τάση να καταγράφει τις αξίες των στοιχείων του ενεργητικού προς τα κάτω προκειμένου να χρησιμοποιήσει το προκύπτον

αποθεματικό για να επηρεάσει τις μελλοντικές ροές κερδών (Jiraporn et al, 2008). Στην περίπτωση ασυμμετρίας υψηλής πληροφόρησης, οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιούν διακριτική ευχέρεια προκειμένου να μειώσουν τη μεταβλητότητα των κερδών και τις φορολογικές υποχρεώσεις ή να αυξήσουν τα επιδόματα της διοίκησης. Η ευκαιριακή συντηρητικότητα μπορεί επίσης να προτιμηθεί για την επίτευξη καλύτερων όρων χρηματοδότησης, ιδίως όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν οικονομική δυσπραγία (Corpens and Peek, 2005).

Οι Brown και συνεργάτες (2009) υποστηρίζουν ότι οι καλές και οι κακές ειδήσεις προσελκύουν την προσοχή των μέσων ενημέρωσης, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές, ειδικά τους λιγότερο γνωστούς, να επενδύσουν περισσότερο σε εταιρείες που κερδίζουν τις προβλέψεις κερδών. Οι εταιρείες που κερδίζουν τις προβλέψεις κερδών τείνουν να αντιμετωπίζουν χαμηλότερη ασύμμετρη πληροφόρηση σε σύγκριση με εταιρείες που χάνουν στόχους κερδών. Οι Graham et al (2005) διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες θα ήταν διατεθειμένες να υιοθετήσουν πολιτικές για την αύξηση του εισοδήματος προκειμένου να ανταποκριθούν στις προβλέψεις κερδών. Αναφέρεται ότι οι εταιρείες θεωρούν σημαντικότερο να αποφεύγουν τις εκπλήξεις των αρνητικών κερδών ή να παραβιάζουν τις προβλέψεις των αναλυτών παρά να αποφεύγουν να δηλώνουν απώλειες ή μειώσεις κερδών (Brown and Caylor, 2005). Το κόστος παραβίασης μιας ακολουθίας κάλυψης των προβλέψεων θα έβλαπτε σημαντικά τη φήμη και την αξιοπιστία της διοίκησης. Ως εκ τούτου, μια ακολουθία συνεχούς κάλυψης των προβλέψεων θα παρακινήσει τις εταιρείες να μεγιστοποιήσουν τις προσπάθειές τους για να διατηρήσουν την καλή τους εικόνα την επόμενη περίοδο, αναφέροντας τα κακά νέα πιο συχνά, προκειμένου να επηρεάσουν τις προσδοκίες των αναλυτών προς τα κάτω (Kross et al, 2011).

Η μελέτη επικεντρώνεται στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου του δείκτη FTSE 250, εάν προέβησαν σε τεχνικές χειραγώγησης και εάν εμφάνισαν επίπεδα συντηρητικότητας των κερδών τους για την χρονική περίοδο 2012-2016. Εξετάζει ερευνητικές ερωτήσεις όπως, εάν εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς χρηματοοικονομικούς αναλυτές τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών. Εάν το μέγεθος των θεμελιωδών μεγεθών συνδέεται σημαντικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Καθώς επίσης, εάν εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση από τους αναλυτές αγοράς της μετοχής τους τείνουν

να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών.

Εν συντομία, τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητικές επιδόσεις των μετοχών τους, αλλά που ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές, έχουν υψηλά κέρδη ανά μετοχή. Επίσης, εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή κερδοφορία και εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή μόχλευση αλλά όμως για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, τείνουν και αυτές να έχουν χαμηλή χειραγώγηση, παρότι μπορεί να έχουν χαμηλή κερδοφορία. Στη συνέχεια, εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητικές αποδόσεις παράλληλα όμως, ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, να έχουν θετικό αντίκτυπο στα κέρδη ανά μετοχή. Και, εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή κερδοφορία και πάλι στην προσπάθεια τους να πετύχουν ικανοποίηση των προβλέψεων των αναλυτών σε δυο χρόνια από τώρα, τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερη χειραγώγηση.

Τα υπόλοιπα τμήματα της μελέτης έχουν ως εξής. Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει το ιστορικό μέρος της μελέτης. Το κεφάλαιο 3 παρουσιάζει τις ερευνητικές υποθέσεις, τη μεθοδολογία της έρευνας και το σύνολο δεδομένων της μελέτης. Το κεφάλαιο 4 εξετάζει τα εμπειρικά συμπεράσματα και η ενότητα 5 παρουσιάζει τα συμπεράσματα και τη συμβολή της μελέτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση πρέπει να αποτελεί "δέσμη πληροφοριών" κατά την παρουσίαση των οικονομικών αποτελεσμάτων. Αυτό απαιτεί μια πολυεπίπεδη προσέγγιση, αντί για ένα ενιαίο μέτρο απόδοσης, η οποία θα απαιτούσε από τις επιχειρήσεις να αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες. Η αποκάλυψη πληροφοριών που καλύπτει όλες τις πιθανές πτυχές της εταιρικής απόδοσης, όπως η ξεχωριστή πληροφόρηση των αποτελεσμάτων από συνεχιζόμενες, αποκτηθείσες και διακοπείσες δραστηριότητες, έκτακτα μεγέθη, πτυχές απόδοσης που δεν αναφέρονται στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, κινήσεις των κεφαλαίων των μετόχων, το κέρδος ανά μετοχή, κ.λπ., θα τείνει να μειώσει τις ευκαιρίες για υποκειμενικότητα και χειραγώγηση των κερδών. Η απαίτηση αποκάλυψης περισσότερων λογιστικών πληροφοριών θα μειώσει την έκταση της υποκειμενικής κρίσης και της χειραγώγηση των λογιστικών μεγεθών.

Οι λογιστικές πληροφορίες θα πρέπει να είναι σχετικές και σημαντικές και να σχετίζονται με τις οικονομικές ενέργειες, τις αποφάσεις και την αντίδραση της επιχείρησης σε εσωτερικά και εξωτερικά οικονομικά γεγονότα (Elliott και Elliott, 2006). Οι αδιάθετες πληροφορίες δεν πρέπει να αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις, καθώς μπορεί να προκαλέσουν σύγχυση και παραπλάνηση των επενδυτών και να θεωρηθούν ως μέσο χειραγώγησης των λογιστικών μεγεθών. Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες θα πρέπει να έχουν προγνωστική αξία και να βοηθούν τους χρήστες στην αξιολόγηση της οικονομικής απόδοσης του παρελθόντος και του παρόντος καθώς και στην πρόβλεψη μελλοντικών χρηματοοικονομικών προοπτικών. Πρέπει επίσης να είναι αξιόπιστη, αμερόληπτη και σωστή και να παρουσιάζεται πιστά (Wood and Sangster, 2005). Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες πρέπει να είναι συγκρίσιμες και συνεπείς διαχρονικά και διαστρωματικά. Μαζί με τις πληροφορίες σχετικά με τις λογιστικές πολιτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις, θα πρέπει επίσης να αποκαλύπτουν τυχόν μεταβολές σε αυτές μαζί με τις σχετικές επιπτώσεις στα κύρια οικονομικά μεγέθη. Οι οικονομικές πληροφορίες πρέπει επίσης να είναι κατανοητές (Alexander and Britton, 2001). Αυτό φυσικά εξαρτάται από τη δομή και τον τρόπο παρουσίασης των

οικονομικών καταστάσεων, καθώς και από την εμπειρία και την διορατικότητα των επενδυτών.

Η αποκάλυψη πληροφοριών υψηλής ποιότητας αναμένεται στη συνέχεια να έχει σημαντικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών, οι οποίες θα εξαρτηθούν από την ικανότητα της χρηματιστηριακής αγοράς να εκτιμήσει και να διακρίνει μεταξύ των «κακών» και των «καλών» λογιστικών γνωστοποιήσεων. Αν η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική, δεν θα υπάρξουν ευκαιρίες για χειραγώγηση των κερδών. Εάν η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι αποτελεσματική, θα υπάρχουν μεγάλες πιθανότητες οι μετοχές να αποτιμηθούν εσφαλμένα και να μην αντικατοπτρίζουν την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων. Μερικοί επενδυτές μπορούν τότε να επωφεληθούν από αυτήν την εσφαλμένη αποτίμηση για να πετύχουν υπερκέρδη εις βάρος άλλων. Η παρουσίαση λογαριασμών με υψηλό πληροφοριακό περιεχόμενο θα επιτρέψει στους συμμετέχοντες στην αγορά να κάνουν τη δική τους κρίση σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές των επιχειρήσεων. Συνεπώς, θα μειώσει το ενδεχόμενο η απόφαση λήψης αποφάσεων των επενδυτών να καθοδηγείται ή να επηρεάζεται από τη δυνητική ευκαιριακή συμπεριφορά των διοικήσεων. Η μείωση των ευκαιριών χειραγώγησης των κερδών και η αποκάλυψη αληθινών λογιστικών πληροφοριών αναμένεται να αντανακλάται στις αποδόσεις των μετόχων, ενισχύοντας έτσι την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς και την προσέλκυση εγχώριων και ξένων επενδύσεων και κεφαλαίων.

### **2.1.1 Ο Ρόλος της Λογιστικής Νομοθεσίας**

Ο πρωταρχικός ρόλος της νομοθεσίας είναι η τυποποίηση της λογιστικής πρακτικής και η μείωση του περιθωρίου χειραγώγησης των κερδών. Οι εποπτικές αρχές υπογραμμίζουν τον ρόλο της «χρησιμότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και επιδιώκουν να δημιουργήσουν λόγους αποτελεσματικής και αξιόπιστης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Η νομοθεσία βοηθά τους λογιστές να μετρούν και να καταγράφουν σωστά τις λογιστικές συναλλαγές και τα γεγονότα, να βοηθούν στις αποφάσεις των διαχειριστών και στις αξιολογήσεις των επενδυτών καθώς και στις προβλέψεις των οικονομικών επιδόσεων των επιχειρήσεων. Ο λογιστικός κανονισμός περιγράφει το περιεχόμενο, τη δομή και τους στόχους της οικονομικής πληροφόρησης και των οικονομικών καταστάσεων, ενώ καθορίζει τον

τρόπο αναγνώρισης, μέτρησης και παρουσίασης των λογιστικών στοιχείων στις ετήσιες λογιστικές εκθέσεις.

Η νομοθεσία θα πρέπει να αναπτύξει υψηλής ποιότητας και κατανοητούς λογιστικούς κανόνες και ένα περιβάλλον στο οποίο οι επιχειρήσεις να μπορούν να λειτουργούν και να λαμβάνουν αποφάσεις με αποτελεσματικό τρόπο (Erstein and Mirza, 2002). Ένας βασικός στόχος της νομοθεσίας είναι να επιτρέψει στους χρήστες χρηματοοικονομικών πληροφοριών να αξιολογήσουν την αξιοπιστία της διοίκησης και τον τρόπο με τον οποίο οι διοικήσεις εκτελούν με συνέπεια και αποτελεσματικότητα τα καθήκοντά τους και φροντίζουν για τον πλούτο και τα συμφέροντα των μετόχων. Εκτός από τη διαφύλαξη των συμφερόντων των μετόχων και τη θέσπιση προτύπων για αξιόπιστη και υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομική πληροφόρηση και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, η λογιστική νομοθεσία επιδιώκει επίσης να διασφαλίσει ότι οι επιχειρήσεις επιδεικνύουν υψηλό βαθμό λογοδοσίας και ευθύνης έναντι των ενδιαφερομένων και άλλων συμμετεχόντων στην αγορά.

Τα λογιστικά πρότυπα και οι κανόνες πρέπει να είναι τέτοιοι ώστε να μειώνεται η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ ενημερωμένων και μη ενημερωμένων επενδυτών, μειώνοντας έτσι την πιθανή εμφάνιση προβλημάτων ηθικού κινδύνου και δυσμενών επιλογών (Bushman and Smith, 2001). Η χαμηλότερη αβεβαιότητα θα βελτιώνει την επικοινωνία μεταξύ διαχειριστών, ενδιαφερομένων και άλλων συμμετεχόντων στην αγορά, θα μειώνει το πιθανό κόστος συναλλαγών και θα αύξανε τη ροή του επενδυτικού κεφαλαίου (Healy and Palepu, 2001). Οι αποτελεσματικοί κανόνες λογιστικής και η χρηματοοικονομική πληροφόρηση θα αποκαθιστούσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων και θα μείωναν επίσης το κόστος και τους όρους έκδοσης μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου, π.χ. (Leuz and Verrecchia, 2000, Botosan and Plumlee, 2002, Cuijpers and Buijink, 2005). Επίσης, θα βοηθούσαν τους επενδυτές να λαμβάνουν ενημερωμένες οικονομικές αποφάσεις και προβλέψεις για σταθερές μελλοντικές οικονομικές επιδόσεις (Street et al 2000) και τους οικονομικούς αναλυτές για να κάνουν σωστές και αμερόληπτες προβλέψεις κερδών (Han and Wang, 1998).

Η υψηλής ποιότητας λογιστική ρύθμιση και η χρηματοοικονομική πληροφόρηση θα καταστήσουν τη χρηματιστηριακή αγορά ανταγωνιστική διεθνώς και θα ενισχύσουν επίσης την αξιοπιστία και τη φήμη της σε άλλες χώρες. Καθώς είναι συγκρίσιμο με τις ξένες αγορές, μια χρηματιστηριακή αγορά θα προσελκύσει

διεθνή προσοχή καθώς και διεθνείς επενδύσεις. Η υιοθέτηση μιας υψηλής ποιότητας λογιστικής ρύθμισης θα έδινε ένα θετικό μήνυμα στους επενδυτές σχετικά με την εγκυρότητα και το πληροφοριακό περιεχόμενο των αναφερόμενων οικονομικών μεγεθών (Tarca, 2004, Tendeloo and Vanstraelen, 2005). Παράλληλα με τη μείωση των δυνατοτήτων χειραγώγησης των κερδών, η γνωστοποίηση αξιόπιστων λογιστικών στοιχείων μαζί με υψηλής ποιότητας λογιστική ρύθμιση θα οδηγήσουν σε λογιστικές εκθέσεις με σημαντική χρησιμότητα και προγνωστική δύναμη στις πληροφορίες και τη λήψη αποφάσεων, ενισχύοντας έτσι την αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών (Leuz, 2003).

Μαζί με τα ευνοϊκά μακροοικονομικά αποτελέσματα, η υιοθέτηση λογιστικής ρύθμισης υψηλής ποιότητας θα έχει θετικό αντίκτυπο στις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες σταθερές μεταβλητές, όπως οι αποδόσεις των αποθεμάτων και άλλα μέτρα αποτίμησης των χρηματοοικονομικών επιδόσεων, η κερδοφορία, η χρηματοοικονομική μόχλευση, η ανάπτυξη κ.λπ. (Chung et al 2002). Το πιθανό κόστος υιοθέτησης και εφαρμογής υψηλής ποιότητας λογιστικής ρύθμισης και χρηματοοικονομικής πληροφόρησης θα συνεπαγόταν ενδεχομένως το κόστος της λογιστικής αλλαγής και τη μετάβαση από ένα λογιστικό σύστημα ή την πολιτική υποβολής εκθέσεων στην άλλη και το κόστος συμμόρφωσης για τις επιχειρήσεις και επιβολή στις ρυθμιστικές αρχές (Carnachan, 2003).

### **2.1.2 Επιλογή Λογιστικών Πολιτικών**

Για την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων κρίνεται σοβαρή η ορθή επιλογή των κατάλληλων λογιστικών πολιτικών που θα ακολουθήσει η επιχείρηση. Ενώ ο ρόλος των διοικήσεων είναι συγκεκριμένος και έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ενίοτε φαίνεται να αποσκοπούν στην προώθηση των δικών τους συμφερόντων και σκοπών, ακολουθώντας με αυτό τον τρόπο συμπεριφορές χειραγώγησης (Healy, 1985, Dye and Verrecchia, 1995).

Οι πρακτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να πετύχουν τους σκοπούς τους αναφορικά με τους Fields et al (2001), αφορούν στη χρήση της ευελιξίας και των νόμιμων επιλογών που παρέχει η χρηματοοικονομική νομοθεσία, στην στοχευμένη διάρθρωση των οικονομικών καταστάσεων και ταξινόμηση επιλεγμένων οικονομικών μεγεθών, στην επιλογή του χρόνου πραγματοποίησης

συγκεκριμένων συναλλαγών, και στην ανάληψη στρατηγικών με σκοπό την ικανοποίηση των προβλέψεων των αναλυτών και των προσδοκιών της αγοράς.

Οι διοικήσεις θα διαχειρίζονται τα αναφερόμενα κέρδη, προκειμένου να αποφύγουν οποιαδήποτε αρνητική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς και να εντυπωσιάσουν τους επενδυτές σχετικά με τις διοικητικές τους ικανότητες και επιδόσεις (Lakonishok et al 1994, Burgstahler and Dichev, 1997). Συνεπώς, οι διοικήσεις θα είναι διατεθειμένες να μεταφέρουν κέρδη από ισχυρές μελλοντικές περιόδους σε αδύναμες τρέχουσες περιόδους, προκειμένου να ενισχύσουν την κερδοφορία και τις οικονομικές επιδόσεις της τρέχουσας περιόδου (DeFond and Park, 1997).

Οι διοικήσεις συνήθως χρησιμοποιούν τρόπους εξομάλυνσης των κερδών ή λογιστικές πολιτικές που αυξάνουν τα κέρδη τους και επίσης διαχειρίζονται τα δεδουλευμένα τους, προκειμένου να ενισχύσουν τα οικονομικά μεγέθη και τις αποδόσεις των μετοχών τους και το προφίλ της αγοράς. Η βιβλιογραφία υποδηλώνει, για παράδειγμα, ότι οι διοικήσεις των εταιρειών τείνουν να επηρεάζουν αρνητικά τα δεδουλευμένα στην περίπτωση εξαγοράς άλλης εταιρείας μέσω management buy out και θετικά στην περίπτωση εξαγοράς με απόκτηση μετοχών (Perry and Williams, 1994, Erickson and Wang, 1999).

### **2.1.3 Ευκαιριακή Συμπεριφορά Διοικήσεων**

Οι συμβατικές ρυθμίσεις της επιχείρησης, όπως η αποζημίωση της διοίκησης και η συμμόρφωση με τις συμβάσεις χρέους, η φήμη της διοίκησης και η επιδίωξη για καλύτερα συστήματα αποζημίωσης ή και θέσης, καθώς και η απόδοση της επιχείρησης επηρεάζουν τη συμπεριφορά της διοίκησης (Lambert, 2001). Έτσι, επηρεάζεται το πληροφοριακό περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων (Fields et al 2001). Οι διοικήσεις μπορούν να παρουσιάζουν ευνοϊκά οικονομικά μεγέθη κατά τη διάρκεια της θητείας τους στη διοίκηση της επιχείρησης ή να αυξάνουν τα κέρδη και να μειώνουν τις ζημίες (Watts, 2003). Τα δυσμενή οικονομικά αποτελέσματα, οι μεγάλες απώλειες και η μείωση της τιμής των μετοχών μπορεί να οδηγήσουν τη διοίκηση σε αποφάσεις που να επηρεάσουν τα κέρδη μελλοντικών λογιστικών περιόδων. Οι διοικήσεις ενδέχεται να τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη τους προκειμένου να είναι σε θέση να πουλήσουν τις συμμετοχές τους και τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών με μεγαλύτερα ανταλλάγματα (Beneish, 1999, Chen,



2005). Εναλλακτικά, η φήμη της διοίκησης μπορεί να την δεσμεύει προς τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων φορέων της εταιρείας και να μειώνει τελικά την ασυμμετρία των πληροφοριών. Αυτό θα σήμαινε ότι η φήμη και η αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών θα επηρεάζονταν αρνητικά εάν ο διευθυντής ενεργούσε ενάντια στα συμφέροντα της επιχείρησης (Smith and Watts, 1982).

Η διοίκηση είναι πιθανό να διαρθρώσει τη λήψη αποφάσεων και την οικονομική της έκθεση ώστε να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των επενδυτών και στις προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών (Lang and Lundholm, 1996, Levitt, 1998, Healy et al 1999). Οι επιχειρήσεις μπορούν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους αλλάζοντας τις λογιστικές τους μεθόδους, επηρεάζοντας τις εκτιμήσεις και τις παραδοχές των βασικών λογιστικών στοιχείων, ασκώντας κρίση και υποκειμενικότητα ή ακόμη και με κατάχρηση περιουσιακών στοιχείων και χειραγωγώντας επίσημα επιχειρησιακά έγγραφα και εκθέσεις (Worthy, 1984, Comer, 1998). Στοιχεία, όπως οι ταμειακές συναλλαγές, τα αποθέματα και οι συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, συχνά απαιτούν κρίση και επομένως μπορεί να συνδέονται με ευκαιριακές συμπεριφορές (ΔΠΕ 47 «Έλεγχος κινδύνου και σπουδαιότητα στην διενέργεια ελέγχου», Vanasco, 1998). Ομοίως, η εσφαλμένη παρουσίαση και η χειραγωγή των οικονομικών καταστάσεων μπορεί επίσης να συνεπάγεται την υπερεκτίμηση των εσόδων και των περιουσιακών στοιχείων με εκ προθέσεως εσφαλμένα αναγραφόμενα έσοδα, επηρεάζοντας τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις, την αξία των ενσώματων ακινητοποιήσεων, παραποιώντας τους εισπρακτέους λογαριασμούς, και καταγράφοντας μη δεδουλευμένες πωλήσεις κλπ. (Fanning and Cogger, 1998, Summers and Sweeney, 1998, Beasley et al 1999). Συμπληρωματικά παραδείγματα περιλαμβάνουν τη μη προσαρμογή των πωλήσεων με το κόστος πωλήσεων, προκειμένου να επηρεαστεί το περιθώριο μικτού κέρδους ή να παρουσιαστούν τα αποθέματα σε τιμές διαφορετικές από εκείνες που απαιτούνται από το νόμο (Spathis et al 2002).

Επιπλέον πρακτικές χειραγωγησης των κερδών περιλαμβάνουν τα παρακάτω: αδικαιολόγητες αναθεωρήσεις και μεταβολές του προϋπολογισμού, κακή επικοινωνία μεταξύ των οργανισμών, ανεξέλεγκτες συναλλαγές που ενισχύουν τα κέρδη, αύξηση του χάσματος μεταξύ καθαρού κέρδους και ταμειακών ροών ή φορολογικών κερδών, ασυνήθιστο ύψος εξόδων έρευνας και ανάπτυξης, ύπαρξη λογιστικών οντοτήτων ειδικού σκοπού (special purpose entities), μη αναμενόμενες σημαντικές διαγραφές

στοιχείων του ενεργητικού, μεγάλες προσαρμογές στο τέλος του έτους, αντικατάσταση του ελεγκτή, κλπ.

Στην προσπάθεια αποφυγής παραβίασης της σύμβασης του χρέους, οικονομικής δυσπραγίας ή και πτώχευσης, οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση ενδέχεται να συμπεριφέρονται ευκαιριακά και να μην παρουσιάζουν αξιόπιστα τα αναφερόμενα οικονομικά μεγέθη (Persons, 1995). Αντίθετα, ο Frankel και Roychowdhury (2006) διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση τείνουν να παρουσιάζουν ενημερωμένες οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να εντυπωσιάσουν τους δανειστές. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι η συμπεριφορά της διοίκησης θα ποικίλλει και θα εξαρτάται από την οικονομική και χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τον Watts (1993), η διαφορά μπορεί επίσης να αποτελέσει κινητήρια δύναμη για την αποκάλυψη πιο πληροφοριακών οικονομικών μεγεθών. Επίσης, οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις ενδέχεται να είναι απρόθυμες να παρέχουν αποκαλυπτικές πληροφορίες στις ετήσιες εκθέσεις τους προκειμένου να αποφύγουν τον έλεγχο και την πολιτική προσοχή (Spathis et al 2002). Γενικά, οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν χαμηλές αποδόσεις που σχετίζονται με τα περιουσιακά στοιχεία και τις πωλήσεις, γενικά θα τείνουν να χειραγωγούν τα λογιστικά τους μεγέθη προκειμένου να επιδείξουν καλύτερα οικονομικά μέτρα (Summers and Sweeney, 1998, Beasley et al 1999).

Οι πιθανές ευκαιριακές συμπεριφορές που ενδέχεται να εκφράσει η διοίκηση ενδέχεται να συνδέονται με ιδιωτικές πληροφορίες που διαθέτουν και τις οποίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν εις βάρος των επενδυτών και προς όφελός τους. Η κατοχή ιδιωτικών πληροφοριών θα οδηγούσε στην αγορά ή πώληση αποφάσεων με στόχο τη μεγιστοποίηση των συμφερόντων της διοίκησης. Με παρόμοιο τρόπο, η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει τους μη ενημερωμένους επενδυτές σε εσφαλμένες και ζημιογόνες αποφάσεις. Οι μεγάλες ποσότητες ιδιωτικών πληροφοριών θα συνδέονταν με μεγάλα spread και χαμηλότερες αποδόσεις μετοχών για επενδυτές που δεν είχαν ενημερωθεί (Amihud and Mendelson, 1986, Easley and O'Hara, 2004). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με υψηλή ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και με λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση φαίνεται να παρουσιάζουν χαμηλότερα spread (Chang et al 2006) και υψηλότερες υπεραποδόσεις (Agarwal et al 2008).

Η ασυμμετρία των πληροφοριών τείνει να ποικίλλει ανάλογα με τις επιλογές ανάπτυξης και την επενδυτική στρατηγική της επιχείρησης. Δεν είναι βέβαιο εάν οι

προοπτικές ανάπτυξης μιας επιχείρησης θα αποφέρουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα ή πως η χρήση των εύλογων αξιών θα έχει αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης, υποδηλώνοντας ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ της επιχείρησης και των ενδιαφερομένων θα είναι πιθανόν σημαντική (Smith and Watts, 1982). Η υψηλότερη ασυμμετρία της πληροφόρησης και, στη συνέχεια, η μεγαλύτερη μεταβλητότητα των αναμενόμενων ταμειακών ροών ενδέχεται να οδηγήσουν στην απόρριψη των συγκεκριμένων επενδυτικών σχεδίων ενώ θα έπρεπε να γίνουν δεκτά ή να γίνουν δεκτά ενώ θα έπρεπε να απορριφθούν. Παρόμοιες θεωρήσεις θα ίσχυαν κατά την εξαγορά μιας επιχείρησης με υψηλό ρυθμό μεγέθυνσης. Οι Piotroski (2003) και Leuz (2004) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με ευκαιρίες ανάπτυξης θα τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερη ποιότητα κερδών. Αντίθετα, όταν μια επιχείρηση διαθέτει επενδυτικά προγράμματα που βρίσκονται κοντά στην ολοκλήρωση, η ασυμμετρία της πληροφόρησης θα τείνει να μειωθεί (LaFond and Watts, 2008).

Ως εκ τούτου, ένα βασικό ζήτημα που προκύπτει είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση που μπορεί να υπάρχει μεταξύ χρηστών των λογιστικών πληροφοριών. Η γενική τάση της διοίκησης είναι να είναι απρόθυμη να παρουσιάσει απώλειες, ενώ είναι πρόθυμη να αποκαλύψει κέρδη. Μια συντηρητική παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων θα μείωνε το περιθώριο χειραγώγησης των κερδών καθώς και την ασυμμετρία των πληροφοριών και θα οδηγούσε με τη σειρά του σε υψηλότερη ποιότητα στην οικονομική πληροφόρηση (Ball, 2001, Watts, 2006). Έτσι, θα συνδέεται στενά με τους στόχους της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επιδιώκει να ελαχιστοποιήσει τις δυνατότητες χειραγώγησης των κερδών και παραπλάνησης των επενδυτών και να αυξήσει την αξία της επιχείρησης (LaFond and Watts, 2008).

Επομένως, καθώς οι πληροφορίες γίνονται πιο συγκεκριμένες και εμπίπτουν σε ορισμένα κριτήρια αναγνώρισης και παρουσίασης, η χειραγώγηση των κερδών καθίσταται λιγότερο εφικτή. Η ενίσχυση της αξιοπιστίας της επιχείρησης είναι ζωτικής σημασίας, ιδιαίτερα όταν σχετίζεται με ζητήματα, όπως θέματα μετοχών, συγχωνεύσεις και εξαγορές (Brennan and Tamarowski, 2000, Gruner, 2002, Argenti et al 2005). Οι αξιόπιστες και ενημερωμένες οικονομικές καταστάσεις θα μείωναν τα φαινόμενα κακής επικοινωνίας μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών και θα μείωναν επίσης το σκεπτικισμό των χρηστών σχετικά με τις αποφάσεις της διοίκησης καθώς και οποιουδήποτε κόστος αντιπροσωπείας που θα μείωνε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης. Η ύπαρξη κόστους αντιπροσώπευσης θα παρακινήσει τους

ενδιαφερόμενους να εγκαταστήσουν μηχανισμούς παρακολούθησης της συμπεριφοράς των διοικήσεων (Crutchley et al, 1999). Ωστόσο, αυτοί οι μηχανισμοί παρακολούθησης ενδέχεται να είναι δαπανηροί και να επιβραδύνουν την οικονομική πρόοδο μιας επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, με την λογιστική αποκάλυψη, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να επηρεάσουν ή να παραμορφώσουν τα οικονομικά τους μεγέθη ή ακόμα και να παραπλανήσουν την προσοχή των επενδυτών (Premuroso et al 2008). Το ερώτημα, ωστόσο, είναι εάν και σε ποιο βαθμό η χρηματιστηριακή αγορά βλέπει τέτοιου είδους ενέργειες και τιμωρεί τις επιχειρήσεις ανάλογα.

#### **2.1.4 Απολαβές Διοίκησης**

Με τις λογιστικές πολιτικές ενίσχυσης των κερδών των επιχειρήσεων σχετίζονται προγράμματα αμοιβών και αποδοχών της διοίκησης προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης και ανταμοιβής (Matsunaga, 1995, Lambert, 2001). Στην περίπτωση που τα κέρδη χρήσης της επιχείρησης είναι χαμηλότερα από τα προσδοκώμενα, τα προγράμματα αμοιβών της διοίκησης θα υποστούν τις ανάλογες συνέπειες. Κατά αυτό τον τρόπο, ιδιαίτερα σημαντική κρίνεται η επιλογή του χρόνου διεκπεραίωσης των συναλλαγών καθώς και της αναγνώρισης των κερδών και ζημιών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Gaver and Gaver, 1998).

Οι Christie and Zimmerman (1994) υποστηρίζουν ότι η συμπεριφορά παραποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων των διοικήσεων μπορεί να εξυπηρετεί και τα συμφέροντα των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή η διοίκηση στοχεύει στην αύξηση των αμοιβών τους μέσα από την αύξηση των κερδών της επιχείρησης επιλέγοντας τις κατάλληλες λογιστικές πολιτικές ώστε να υπάρξει άνοδος στην τιμή της μετοχής και στον πλούτο της επιχείρησης (Malmquist, 1990).

Παρακάτω ακολουθούν παραδείγματα χειραγώγησης από τις διοικήσεις. Υπάρχει η συνήθεια αρκετές από αυτές κατά το τέλος της επαγγελματικής τους καριέρας και λίγο πριν συνταξιοδοτηθούν και προκειμένου να πετύχουν υψηλότερες αποδοχές, να επιδιώκουν να εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη μειώνοντας τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης ακόμη και αν αυτή η πράξη φαίνεται καταστροφική για το μέλλον της επιχείρησης. Οι Dechow and Sloan (1991) υποστηρίζουν ότι τα πακέτα αμοιβών των διοικήσεων μπορεί να είναι πιο ευνοϊκά για τα συμφέροντα των ιδίων παρά για τους μετόχους. Επίσης μια άλλη περίπτωση συναντάμε όταν υπάρχει μεταβολή της διοίκησης στην επιχείρηση. Στο γεγονός αυτό οι διοικήσεις

ακολουθούν λογιστικές πολιτικές, οι οποίες επιβραδύνουν τα κέρδη της επιχείρησης κατά τη λογιστική περίοδο η οποία έγινε η σχετική μεταβολή (Francis, Hanna and Vincent, 1996). Η συμπεριφορά τους αυτή αποσκοπεί στην παρουσίαση υψηλότερων κερδών κατά τη λογιστική περίοδο που ακολουθεί την αλλαγή της διοίκησης και έπειτα ώστε να ενισχύσουν τη δυναμική της θέσης τους στη νέα διοίκηση.

### **2.1.5 Κεφαλαιαγορά και Συμπεριφορά της Μετοχής**

Σε αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές, η τιμή της μετοχής δείχνει τις πραγματικές προοπτικές των επιχειρήσεων. Οι διοικήσεις χρησιμοποιούν ανάλογες λογιστικές μεθόδους προκειμένου να υπάρξει άνοδος της κερδοφορίας της επιχείρησης και θετική απόδοση στη μετοχή. Πιο συγκεκριμένα οι διοικήσεις διαμορφώνουν τις λογιστικές μεθόδους τους αναφορικά με τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, ώστε τα αποτελέσματα της επιχείρησης να συμφωνούν με τις προσδοκίες της κεφαλαιαγοράς, και να αποφεύγεται κάποιος αρνητικός αντίκτυπος στην τιμή της μετοχής (Levitt, 1998).

Οι εταιρείες τείνουν να μεταθέτουν χρονικά την πραγματοποίηση επιλεγμένων συναλλαγών και την αναγνώριση εσόδων και εξόδων ώστε να ενισχύουν οικονομικά αδύναμες λογιστικές χρήσεις (DeFond and Park, 1997). Όταν σε μια χρονική περίοδο τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι υψηλότερα απ' ό,τι οι προσδοκίες των οικονομικών αναλυτών, τότε οι επιχειρήσεις «κρατούν» ένα μέρος των κερδών για κάποια στιγμή ανάγκης στο μέλλον. Επιπλέον, προκειμένου να παρουσιάσουν στην κεφαλαιαγορά μια ωραιοποιημένη εικόνα, οι επιχειρήσεις επηρεάζουν τα λογιστικά μεγέθη με στόχο την απόκτηση ή και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών αποφεύγοντας με αυτό το τρόπο τη δυσaréσκεια της κεφαλαιαγοράς (Burgstahler and Dichev, 1997). Ακόμη, οι επιχειρήσεις μπορούν να επηρεάσουν διάφορες συναλλαγές και να τις κατευθύνουν ανάλογα με τους σκοπούς τους ελέγχοντας κατ' αυτό τον τρόπο την τιμή της μετοχής τους (Erickson and Wang, 1999).

Οι λογιστικές πολιτικές που υιοθετούνται από τις επιχειρήσεις ως απόρεια της ευελιξίας που παρέχουν τα λογιστικά πρότυπα, αλλά και κατά την κρίση αυτών, παρέχουν σημαντικές πληροφορίες στις οικονομικές καταστάσεις, αναφορικά με τις εναλλακτικές επιλογές που έχουν οι επιχειρήσεις στη διάθεση τους από τις οποίες στο

τέλος επιλέγουν (Subramanyam, 1996). Ο χρόνος υιοθέτησης ενός λογιστικού προτύπου, εφόσον παρέχεται η δυνατότητα επιλογής, μπορεί να πληροφορήσει τους χρήστες αναφορικά με τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις επηρεάζουν τα διάφορα λογιστικά μεγέθη και την κερδοφορία τους. Η επακόλουθη ανταπόκριση της κεφαλαιαγοράς θα εξαρτάται από το επίπεδο αποτελεσματικότητάς της και από τις προοπτικές και τις προσδοκίες που θα διαμορφωθούν σχετικά με τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων από την επιλογή του χρόνου υιοθέτησης, καθώς αυτός θα αναμένεται να είναι ο ιδεατός και ο συμφερότερος για τις διοικήσεις.

### **2.1.6 Συμβόλαια Χρέους**

Προκειμένου οι επιχειρήσεις να μειώσουν τον κίνδυνο πτώχευσης ή παραβίασης των όρων δανειοδότησης που έχουν συνάψει με άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν κατάλληλα δομημένες λογιστικές πολιτικές (Sweeney, 1994). Οι επιχειρήσεις τείνουν να επηρεάζουν τα λογιστικά μεγέθη, προκειμένου να αποφευχθεί η παραβίαση των δεσμεύσεων που έχουν ενσωματωθεί στις συμβάσεις χρέους, καθώς και οι κίνδυνοι οικονομικής δυσπραγίας ή παραβίασης της συμβατικής υποχρέωσης (Holthausen, 1990, Sweeney, 1994, May, 1995). Σε αυτό συντείνουν κυρίως η σημαντική μεταβλητότητα των κερδών και η διακύμανση των τιμών (Dechow et al 1997, Karmon and Lubwama, 1997). Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται κοντά σε μια παραβίαση της σύμβασης δανεισμού τείνουν να υιοθετούν λογιστικές μεθόδους που αυξάνουν τα έσοδα, προκειμένου να αντισταθμίσουν οποιαδήποτε μείωση των κερδών και να αντιμετωπίσουν τους περιορισμούς που επιβάλλονται από τις συμβάσεις χρέους (Haw e tal 1991, Sweeney 1994, Balsam et al 1995).

Οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν επίσης να χρησιμοποιήσουν τεχνικές χειραγώγησης των κερδών, προκειμένου να μειώσουν τη μεταβλητότητα των κερδών τους και άλλους συναφείς χρηματοοικονομικούς κινδύνους καθώς και το πιθανό κόστος της αντιπροσώπευσης (Dechow et al 1997, Karmon and Lubwama, 1997). Είναι προφανές ότι η μεταβλητότητα των κερδών ενδέχεται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο προφίλ της αγοράς και στις οικονομικές επιδόσεις των επιχειρήσεων, καθώς και στην κάλυψη των τόκων τους και θα μπορούσε ενδεχομένως να οδηγήσει σε οικονομική δυσπραγία (Ndubizu and Tsetsekos, 1992). Εταιρείες που είναι οικονομικά και πολιτικά ορατές στο χρηματιστήριο θα τείνουν να είναι πιο

ευαίσθητες στην αστάθεια των κερδών και στην αστάθεια των τιμών και επομένως ενδέχεται να είναι διατεθειμένες να χρησιμοποιήσουν πρακτικές χειραγώγησης των κερδών για να επηρεάσουν τα οικονομικά μεγέθη τους (Ndubizu et al 1993, D' Souza, 1998).

### **2.1.7 Πολιτικά Κόστη**

Οι διοικήσεις επιδιώκουν λογιστικές επιλογές που να ικανοποιούν τις ανάγκες και τις προσδοκίες τρίτων, όπως τις κρατικές και φορολογικές αρχές, τα ρυθμιστικά όργανα, τους επενδυτές, τους δανειστές, τους ανταγωνιστές κ.λπ., καθώς και να επηρεάσουν την αντίληψη και την εντύπωσή τους σχετικά με τις αποφάσεις και τις ενέργειες της επιχείρησης (Fields et al 2001). Ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων θα ήταν να αποφύγουν τυχόν αρνητικές αντιδράσεις, καταγγελίες, δυσμενείς δηλώσεις και πολιτικά κόστη από τους συμμετέχοντες στην αγορά (Fairchild, 2003, Doukas et al 2005).

Οι επιχειρήσεις τείνουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους, προκειμένου να είναι συνεπείς με τις απαιτήσεις της νομοθεσίας (D' Souza, 1998, Han and Wang, 1998, Kim and Kross, 1998). Αναφέρεται ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να αντιμετωπίζουν τις ενδεχόμενες δυσμενείς οικονομικές συνέπειες της υιοθέτησης ενός κανονισμού, χρησιμοποιώντας την διακριτική τους ευχέρεια και παρέχοντας ενημερωτικές λογιστικές γνωστοποιήσεις. Οι επιχειρήσεις μπορούν επίσης να διαχειριστούν την αναγνώριση ορισμένων λογιστικών στοιχείων στις οικονομικές τους καταστάσεις, προκειμένου να επηρεάσουν τις εκθέσεις και την αποτίμηση των οικονομικών αναλυτών (Hirst and Hopkins, 1998). Η χρηματιστηριακή αγορά αποτιμά θετικά και ανταμείβει τις επιχειρήσεις που παρέχουν ενημερωτικές λογιστικές γνωστοποιήσεις και ενισχύουν την κατανόηση και τη λήψη αποφάσεων των επενδυτών (Blacconiere and Patton, 1994). Το επίπεδο και το είδος της γνωστοποίησης συνδέονται στενά με το μέγεθος και τον αντίκτυπο του δυνητικού πολιτικού κόστους και κυρίως με τον τρόπο περιορισμού του (Wagenhofer, 1990, Elliott and Jacobson, 1994). Η βιβλιογραφία παρέχει αποδείξεις ότι στην προσπάθεια μείωσης του πολιτικού κόστους και μεγιστοποίησης του πλούτου και των συμφερόντων των μετόχων, οι επιλογές λογιστικής πολιτικής των διοικήσεων ενδέχεται μερικές φορές να οδηγήσουν σε σχετική μείωση των κερδών ή σε αύξηση των υποχρεώσεων (Eldenburg and Soderstrom, 1996).

Η επιλογή των λογιστικών πολιτικών των επιχειρήσεων σχετίζεται επίσης με κίνητρα ελαχιστοποίησης των φορολογητέων εσόδων και των φορολογικών υποχρεώσεων, την στοχευμένη αναγνώριση εσόδων και εξόδων σε μελλοντικές λογιστικές περιόδους καθώς και τις σχετικές επιπτώσεις στα εταιρικά λογιστικά μεγέθη (Scholes et al 1992, Klassen et al 1993, Maydew, 1997, Collins et al 1998). Η σύγκριση του κόστους της αλλαγής των λογιστικών μεθόδων και των ακόλουθων φορολογικών ωφελειών πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη κατά τη διαμόρφωση της λογιστικής στρατηγικής των εταιρειών (Kang, 1993). Δεδομένου ότι υπό την χρηματοοικονομική λογιστική, υπάρχει το κίνητρο για αύξηση του εισοδήματος και της αποζημίωσης της διοίκησης, ενώ υπό την φορολογική λογιστική, υπάρχει το κίνητρο μείωσης των φορολογητέων εσόδων άρα και υποχρεώσεων, οι εταιρείες θα φθάσουν σε νέο επίπεδο ισορροπίας με τα αποτελέσματα των εταιρειών να βρίσκονται κάπου ενδιάμεσα (Guenther et al 1997).

### **2.1.8 Εθελοντικές Λογιστικές Γνωστοποιήσεις**

Οι επιχειρήσεις είναι συνήθως πιο πρόθυμες να αποκαλύψουν καλές πληροφορίες, ενώ έχουν την τάση να καθυστερούν την ανακοίνωση αρνητικών πληροφοριών (Aboody and Kaznik, 2000). Η εθελοντική γνωστοποίηση ενισχύει την πληρέστερη κατανόηση των χρηστών ως προς τις επιπτώσεις στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών από τις αλλαγές των λογιστικών πολιτικών τους. Κατά αυτό τον τρόπο δείχνουν πληροφοριακή υπεροχή και επηρεάζουν θετικά τις προσδοκίες των επενδυτών (Li and McConomy, 1999). Η παροχή ενημερωτικών λογιστικών γνωστοποιήσεων αναμένεται να εκτιμηθεί από τους συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω την απόδοση των μετοχών (Watts and Zimmerman, 1986, Gelb and Zarowin, 2002, Reese and Weisbach, 2002). Η παροχή εθελοντικών λογιστικών γνωστοποιήσεων θα εξαρτηθεί από το περιεχόμενο των γνωστοποιήσεων, των διοικητικών κινήτρων των επιχειρήσεων, και των αντιλήψεων και των προσδοκιών των επενδυτών σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης (Fields et al 2001, Healy and Palepu, 2001). Οι επιχειρήσεις θα τείνουν να παρέχουν εθελοντικές λογιστικές γνωστοποιήσεις όταν αυτές οι γνωστοποιήσεις θα έχουν ως αποτέλεσμα ελάχιστες αρνητικές οικονομικές συνέπειες ή μέγιστα θετικά οφέλη.



Οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιθανό να παρέχουν εθελοντικές αποκαλύψεις για να διαχωρίζονται από άλλες (Zimmerman, 1983). Εξάλλου, το κόστος της παροχής εθελοντικών γνωστοποιήσεων μπορεί να είναι χαμηλότερο για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η παροχή ενημερωτικών εθελοντικών γνωστοποιήσεων θα τείνει επίσης να βοηθήσει σημαντικά τις επιχειρήσεις που επιζητούν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και χρήματος και να βελτιώσει ενδεχομένως τους όρους χρηματοδότησης (Frankel et al 1995, Bushman and Smith, 2001, Renders and Gaeremynck, 2007). Οι επιχειρήσεις με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση είναι πιθανό να παράσχουν εθελοντικές γνωστοποιήσεις προκειμένου να δώσουν στους παρόχους κεφαλαίων πρόσθετες πληροφορίες και διαβεβαιώσεις σχετικά με την ποιότητα των οικονομικών τους μεγεθών (Cohen, 2004, Tendeloo and Vanstraelen, 2005). Οι επιχειρήσεις με υψηλό ρυθμό μεγέθυνσης είναι πιο πιθανό να παρέχουν εθελοντικές γνωστοποιήσεις προκειμένου να ενισχύσουν την αναπτυξιακή πορεία τους και να προσελκύσουν την προσοχή των επενδυτών (Brayshaw and Eldin, 1989). Οι επιχειρήσεις που υιοθετούν αμφιλεγόμενες λογιστικές πολιτικές θα τείνουν επίσης να παρέχουν εθελοντικές γνωστοποιήσεις προκειμένου να αποφεύγουν το σκεπτικισμό και τις αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς (Skinner, 1994).

### **2.1.9 Οικονομικές Συνέπειες και Κίνητρα για Παροχή Αποτελεσματικών Λογιστικών Γνωστοποιήσεων**

Οι πληροφοριακές αποκαλύψεις παρέχονται ιδιαίτερα όταν οι επιχειρήσεις έχουν κεφαλαιακές ανάγκες και επιδιώκουν να συγκεντρώσουν χρήματα στις αγορές κεφαλαίου και χρήματος (Mitchell et al 1995, Verrecchia and Weber, 2006). Οι Lang και Lundholm (1993) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις είναι διατεθειμένες να αποκαλύπτουν υψηλής ποιότητας λογιστικές πληροφορίες όταν οι επιδόσεις τους είναι ευνοϊκές. Οι Graham et al (2005) δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να παράγουν ενημερωτικές λογιστικές γνωστοποιήσεις για να μειώσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης. Ωστόσο, υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις αποφεύγουν να θέτουν ένα υψηλό επίπεδο γνωστοποίησης, καθώς μπορεί να είναι δύσκολο να επιτευχθεί σε μελλοντικές περιόδους.

Η ποιότητα της οικονομικής συμπεριφοράς μιας επιχείρησης και της χρηματοοικονομικής αναφοράς θα εξαρτηθεί επίσης από το επίπεδο της ασυμμετρίας της πληροφορίας (Chang et al 2006). Περίοδοι ανακοίνωσης των κερδών ή

δημοσίευσης των ετήσιων εκθέσεων μπορεί να ενέχουν αβεβαιότητα σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας, τις μελλοντικές προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών και άλλες ευαίσθητες οικονομικές πληροφορίες της εταιρείας, η οποία ενδέχεται να επηρεάσει δυσμενώς τις αντιλήψεις των επενδυτών (Kim and Verrecchia, 1994). Οι επιχειρήσεις με αποτελεσματική χρηματοοικονομική αναφορά θα τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης κάτω από τέτοιες περιόδους αβεβαιότητας και θα ανταμείβονται από τη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς θα ενημερώνουν τους επενδυτές για τις οικονομικές και επιχειρηματικές στρατηγικές και τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας.

Η αποτελεσματική χρηματοοικονομική πληροφόρηση μπορεί να επηρεάσει ουσιαστικά τους συμμετέχοντες στην αγορά και να μειώσει το πολιτικό κόστος καθώς και τυχόν αρνητικά μηνύματα που μπορεί να δίνονται στην αγορά (Ryder and Regester, 1989, Lev, 1992). Για παράδειγμα, εταιρείες που δεν πετυχαίνουν τα επιδιωκόμενα επίπεδα κερδοφορίας θα μπορούσαν να καταλήξουν σε χειραγώγηση κερδών και σε παραπλανητική παρουσίαση των οικονομικών επιδόσεων της εταιρείας, προκειμένου να μην δοθούν αρνητικά μηνύματα στην αγορά (Summers and Sweeney, 1998). Οι επιχειρήσεις με αποτελεσματική χρηματοοικονομική πληροφόρηση τείνουν να παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα δημοσιότητας, προσοχής από τον τύπο, όγκο διαπραγμάτευσης μετοχών, θεσμική ιδιοκτησία και αναλυτές (Lang and Lundholm, 1996, Bushee and Miller, 2007, Agarwal et al 2008). Οι επιχειρήσεις με διασπορά ιδιοκτησίας που επιδιώκουν να προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές τείνουν επίσης να παρέχουν εκτεταμένες γνωστοποιήσεις για τη διάδοση πληροφοριών στα ενδιαφερόμενα μέρη (Bradbury et al 2007, Bushee and Miller, 2007).

Η αποτελεσματική χρηματοοικονομική πληροφόρηση επιτρέπει στις επιχειρήσεις να ενισχύσουν την παρουσία τους στις εγχώριες κεφαλαιαγορές και να εισέλθουν σε ξένες κεφαλαιαγορές και έτσι να προσελκύσουν επενδυτές διεθνώς. Οι επιχειρήσεις με αποτελεσματικές χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις θα τείνουν να αντιμετωπίζουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου, ενώ η ικανότητά τους να εκδίδουν κεφάλαια θα είναι ισχυρότερη (Chang et al 2006, Agarwal et al 2008). Η αποτελεσματική χρηματοοικονομική πληροφόρηση θα μειώσει επίσης το κόστος συλλογής οικονομικών πληροφοριών της εταιρείας που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οι οικονομικοί αναλυτές. Αυτό θα σήμαινε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη ποιότητα χρηματοοικονομικής αναφοράς θα τείνουν να έχουν καλύτερη κάλυψη αναλυτών

(Agarwal et al 2008). Παρομοίως, οι Farragher et al (1994) υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης παρουσιάζουν χαμηλότερη διασπορά στις προβλέψεις των αναλυτών. Υποστηρίζεται ότι η κάλυψη των μέσων ενημέρωσης μπορεί να είναι πιο ουσιαστική από την κάλυψη των αναλυτών, ενώ μερικές φορές οι επιχειρήσεις τείνουν να βελτιώνουν την ποιότητα της λογιστικής γνωστοποίησης προτού δημιουργήσουν τις διαδικασίες χρηματοοικονομικής αναφοράς και τις δομές επικοινωνίας των επενδυτών τους (Falkenstein, 1996, Grullon et al 2004, Bushee and Miller, 2007).

Η βελτίωση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης φαίνεται να συνδέεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης, τη ρευστότητα και την εισαγωγή στο χρηματιστήριο (Kadlec and McConnell, 1994). Αυτό σημαίνει ότι οι μεγάλες εταιρείες τείνουν να βελτιώνουν τις λογιστικές γνωστοποιήσεις τους (Chang et al 2006). Οι Chang and al (2006) υποστηρίζουν επίσης ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη ρευστότητα θα πρέπει να κινητοποιηθούν για να ενισχύσουν την ποιότητα των χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές και να αυξήσουν τη χρηματιστηριακή τους αξία. Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες σε ένα χρηματιστήριο ή είναι λιγότερο εμφανείς στην αγορά θα ωφεληθούν από την υψηλή ποιότητα των χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων και θα μπορέσουν με τη σειρά τους να επιτύχουν καλύτερες αποτιμήσεις της αγοράς (Brennan and Tamarowski, 2000, Hong and Huang, 2005, Agarwal et al 2008). Πράγματι, οι Bushee και Miller (2007) αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με αποτελεσματική χρηματοοικονομική πληροφόρηση επιτυγχάνουν καλύτερες αποτιμήσεις στην αγορά το έτος μετά τη βελτίωση των διαδικασιών χρηματοοικονομικής αναφοράς τους.

Η ποιότητα της χρηματοοικονομικής γνωστοποίησης μπορεί να βελτιωθεί με την αύξηση της ποσότητας, της ποιότητας και της έγκαιρης ενημέρωσης των πληροφοριών που παρέχονται στις ετήσιες εκθέσεις, στα δελτία τύπου και στην ιστοσελίδα της εταιρείας. Η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μπορεί επίσης να ενισχυθεί με την συνεχή ενημέρωση του τύπου σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις, τις προοπτικές και τις αποφάσεις της εταιρείας και με την παροχή εξηγήσεων σχετικά με τις πολιτικές που υιοθετούνται από τη διοίκηση και τις πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες εκμετάλλευσης, επενδύσεων και χρηματοδότησης της εταιρείας (Chang et al 2006). Οι Mediratta και Jain (2007) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις γενικά τείνουν να αναφέρουν επαρκείς πληροφορίες

σχετικά με τις στρατηγικές τους και τις τρέχουσες επιδόσεις τους, ενώ αντιμετωπίζουν δυσκολίες κατά την προετοιμασία πληροφοριών σχετικά με τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές τους προοπτικές και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία.

### **2.1.10 Ποιοτική και Ευκαιριακή Συντηρητικότητα**

Η βιβλιογραφία αναγνωρίζει δύο τύπους συντηρητικότητας: την ποιοτική και την ευκαιριακή συντηρητικότητα (Basu, 2005, Beaver and Ryan, 2005, Ball et al 2008). Η ποιοτική συντηρητικότητα ορίζεται ως “... η τάση του λογιστή να απαιτεί υψηλότερο βαθμό επαλήθευσης για την αναγνώριση των κερδών σε σχέση με την αναγνώριση των ζημιών” (Basu, 1997). Αυτός ο τύπος συντηρητικότητας οδηγεί στην ασύμμετρη αναγνώριση των ζημιών και των κερδών. Παραδείγματα λογιστικών πρακτικών που οδηγούν σε ποιοτική συντηρητικότητα είναι η απομείωση της αξίας για διάφορους τύπους περιουσιακών στοιχείων. Η ευκαιριακή συντηρητικότητα, από την άλλη πλευρά, είναι η τάση υποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων ή υπερεκτίμησης των υποχρεώσεων κατά τρόπο ευκαιριακό (Ball et al 2008). Παραδείγματα ευκαιριακής συντηρητικότητας περιλαμβάνουν την υιοθέτηση επιταχυνόμενων μεθόδων απόσβεσης, της αποτίμησης των αποθεμάτων με βάση τη μέθοδο LIFO, καθώς και την καιροσκοπική μετάθεση της αναγνώρισης συγκεκριμένων κατηγοριών εσόδων και εξόδων σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Αν και οι δύο τύποι συντηρητικότητας εμφανίζουν μια υποεκτίμηση των κερδών και των περιουσιακών στοιχείων (ή υπερεκτίμηση των υποχρεώσεων), υπάρχει μια βασική διαφορά. Η ποιοτική συντηρητικότητα οδηγεί στην παραπάνω υποεκτίμηση ύστερα από την εφαρμογή κάποια πολιτικής, ενώ η ευκαιριακή συντηρητικότητα αδιάφορα προς αυτή, εξυπηρετώντας τους ίδιους σκοπούς της διοίκησης. Ως εκ τούτου, η ευκαιριακή συντηρητικότητα εμποδίζει την ποιοτική συντηρητικότητα (Beaver and Ryan, 2005). Οι Ball et al (2008) δείχνουν ότι εταιρείες με υψηλό δανεισμό εμφανίζουν υψηλότερη ποιοτική συντηρητικότητα. Ομοίως, ο Qiang (2007) δείχνει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές συμβατικές υποχρεώσεις παρουσιάζουν υψηλότερη ποιοτική συντηρητικότητα.

### **2.1.11 Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου (ΔΠΕ) 400**

Η χρηματοοικονομική απάτη ορίζεται ως "η χρήση απάτης για τη λήψη ενός μη δίκαιου ή παράνομου οικονομικού οφέλους και η σκόπιμη παραποίηση συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών με σκοπό τον επηρεασμό των οικονομικών καταστάσεων" (ΔΠΕ 110, 1995). Υποψίες απάτης μπορεί να υπάρχουν, π.χ. όταν οι αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών επηρεάζονται από ένα άτομο ή μια μικρή ομάδα με ασαφείς στόχους, όταν τα πραγματικά ποσά των κερδών είναι μακριά από τις προβλέψεις, όταν οι διαχειριστές διστάζουν να δώσουν πληροφορίες στους ελεγκτές, όταν υπάρχουν αδύναμα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, όταν οι διευθυντές ή το λογιστικό προσωπικό είναι άπειροι, όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε αναπτυσσόμενη περιοχή ή σε οικονομική δυσπραγία ή αντιμετωπίζει πολύπλοκα προβλήματα λογιστικής μέτρησης ή απειλή εξαγοράς κλπ. Υποψίες απάτης ενδέχεται επίσης να υπάρχουν υπό συνθήκες αβεβαιότητας που μπορεί να προκύψουν από αλλαγές στο ρυθμιστικό και επιχειρηματικό περιβάλλον της επιχείρησης όπως υιοθέτηση νέου οικονομικού, λογιστικού ή επιχειρηματικού λειτουργικού συστήματος, τεχνολογικές εξελίξεις κλπ.

Το ΔΠΕ 400 τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο του 2002 και αποδίδει ιδιαίτερη σημασία στο πληροφοριακό περιεχόμενο των αναφερόμενων οικονομικών μεγεθών και στις δημοσιευμένες οικονομικές πληροφορίες σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις και τις προοπτικές των επιχειρήσεων. Υπό το πρίσμα των περιπτώσεων απάτης των Enron, WorldCom, Global Crossing κ.λπ., ο κύριος στόχος του ΔΠΕ 400 είναι να αντιμετωπιστεί η αποκάλυψη ανεπαρκών και αναξιόπιστων χρηματοοικονομικών πληροφοριών και στη συνέχεια τα φαινόμενα παραπλανητικής αντιμετώπισης των επενδυτών. Οι παράγοντες που θα μπορούσαν να προκαλέσουν τέτοια φαινόμενα είναι η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών, η προσωπικότητα και η εξουσία του γενικού διευθυντή, η συμπεριφορά της διοίκησης, η αναποτελεσματικότητα της ελεγκτικής επιτροπής, η πιθανή εξάρτηση των ελεγκτών, οι αδύναμοι εσωτερικοί έλεγχοι και τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων, η απουσία κυρώσεων για παραβάτες κ.λπ.

Το ΔΠΕ επιδιώκει να μειώσει ή και να εξαλείψει τους παράγοντες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε φαινόμενα οικονομικής απάτης, βελτιώνοντας τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, υπογραμμίζοντας τον ρόλο της επιτροπής ελέγχου, τονίζοντας τη σημασία της ανεξαρτησίας του ελεγκτή και επιβάλλοντας κυρώσεις για να αποθαρρύνει την εμφάνιση ευκαιριακών συμπεριφορών. Τα σκάνδαλα εξάρτησης

του ελεγκτή ενδέχεται να προκαλέσουν ανεπανόρθωτη ζημία για ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς θα προκαλούσε σημαντική καθυστέρηση στην οικονομική ανάπτυξη. Η ανεξαρτησία του ελέγχου συνεπάγεται ότι οι ελεγκτές θα πρέπει να είναι ελεύθεροι ώστε να διενεργούν την έρευνά τους χωρίς ελέγχους ή άλλα εμπόδια, να διερευνούν οτιδήποτε θεωρούν απαραίτητο και συναφές με αποτέλεσμα την αναφορά και την κοινοποίηση των ευρημάτων τους. Πρέπει να πραγματοποιηθούν ορισμένες κανονιστικές μεταρρυθμίσεις προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών, π.χ. φορολογικών και άλλων συμβουλευτικών υπηρεσιών, από τους ελεγκτές δεν διαστρεβλώνει την ποιότητα, την αξιοπιστία και τη διαφάνεια της διαδικασίας ελέγχου και των ευρημάτων.

Παράγοντες που ενισχύουν την ανεξαρτησία του ελέγχου περιλαμβάνουν τη δυνατότητα πρόσβασης σε όλο το απαραίτητο υλικό, τη γνωστοποίηση των τελών ελέγχου, τη συμμόρφωση με τον κανονισμό ελέγχου, τα λογιστικά πρότυπα και τη συμμόρφωση με τον κώδικα δεοντολογίας. Κατά παρόμοιο τρόπο, άλλοι παράγοντες αναφέρονται στη ρητή περιγραφή των υποχρεώσεων των διευθυντικών στελεχών και των ελεγκτών, στο υψηλό αίσθημα ευθύνης και λογοδοσίας, στον ισχυρό και σαφή ρόλο των επιτροπών ελέγχου, στις αξιολογήσεις, στην εναλλαγή των ελεγκτών, στους αυστηρότερους ελέγχους, στην επανεξέταση των καθηκόντων των διοικήσεων και κριτήρια επιλογής πελατών, στους ενισχυμένους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, κ.λπ.

Το ΔΠΕ 400 τονίζει ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι υπεύθυνες για την ικανοποίηση των συμφερόντων των μετόχων. Ως εκ τούτου, οι διοικήσεις θα πρέπει να επαληθεύουν και να επιβεβαιώνουν την εγκυρότητα και τη συνέπεια των δημοσιευμένων λογιστικών πληροφοριών, καθώς και την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου που ισχύουν. Συνεπώς, η συμμόρφωση με το ΔΠΕ 400 θα παρέχει στους επενδυτές μια μορφή διασφάλισης όσον αφορά την αξιοπιστία των αναφερόμενων οικονομικών μεγεθών. Είναι σημαντικό οι διοικήσεις και το προσωπικό των εταιρειών να κατανοήσουν την πολυπλοκότητα και τους ενδογενείς και εξωγενείς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις επιχειρήσεις και τις συναλλαγές τους, προκειμένου να εντοπίσουν τις πιθανές αδυναμίες και προβλήματα και να αποφύγουν λάθη και παραπτώματα.

Το ΔΠΕ 400 εξετάζει επίσης τα δάνεια των διευθυντικών στελεχών και άλλων μελών της ανώτατης διοίκησης, καθώς και αλλαγές στα χαρτοφυλάκια όσων

κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Η παροχή πληροφοριών σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας, την χρηματοοικονομική απόδοση της εταιρείας, τη διάρθρωση του κεφαλαίου και τις μελλοντικές οικονομικές προοπτικές της εταιρείας είναι σημαντική δεδομένου ότι επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ΔΠΕ 400 συμβάλλει σημαντικά στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, στην οικονομική πληροφόρηση των εταιρειών και ως εκ τούτου ενισχύει τη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι κρατικές εποπτικές αρχές πρέπει να διενεργούν ανεξάρτητους ελέγχους των ελεγκτικών γραφείων, να διαμορφώνουν τη διαδικασία ελέγχου, να επιθεωρούν και να κατευθύνουν τη διαδικασία ελέγχων ποιότητας και να εξετάζουν τη συμμόρφωση των εταιρειών με το ΔΠΕ 400. Το ΔΠΕ 400 πραγματεύεται επίσης θέματα που αφορούν στη σύγκρουση συμφερόντων και στην προετοιμασία, στη δομή και στην παρουσίαση των εκθέσεων ελέγχου. Συμβάλλει επίσης στην καλύτερη κατανόηση των κινδύνων που συνδέονται με τη διαδικασία ελέγχου. Σύμφωνα με το ΔΠΕ 400, τα καθήκοντα των διοικήσεων πρέπει να διαχωρίζονται, ενώ οι διοικήσεις να αναλαμβάνουν ατομική ευθύνη όσον αφορά την εγκυρότητα και την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας.

Το ΔΠΕ 400 ενισχύει την ποιότητα της δημοσιοποίησης των λογιστικών βιβλίων, ιδίως όσον αφορά τη χρηματοδότηση εκτός ισολογισμού και τις συναλλαγές μετοχών των ανώτερων στελεχών, ενώ απαιτεί επίσης την έγκαιρη γνωστοποίηση σημαντικών μεταβολών στην οικονομική κατάσταση των εταιρειών. Το ΔΠΕ 400 ενθαρρύνει τη διερεύνηση περιπτώσεων απάτης ή άλλων παραβιάσεων του νόμου από εταιρείες ή ελεγκτές. Περιγράφει ορισμένες κυρώσεις για τη στρέβλωση των λογιστικών στοιχείων, την καταστροφή ή οποιαδήποτε άλλη παρέμβαση στα οικονομικά αρχεία και τις βάσεις δεδομένων, ενώ παρέχει επίσης προστασία στους υπαλλήλους που αποκαλύπτουν παρατυπίες. Επιπλέον, αυξάνει τις σχετικές κυρώσεις και χαρακτηρίζει την εταιρική απάτη και την μεταβολή των λογιστικών στοιχείων ως ποινικά αδικήματα και τα συνδέει με ειδικές κυρώσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3.1 Μεθοδολογία - Ερευνητικές Υποθέσεις

#### 3.1.1 Χειραγώγηση και Συντηρητικότητα Κερδών

Οι υψηλής ποιότητας λογιστικές γνωστοποιήσεις παρέχουν στα ενδιαφερόμενα μέρη σημαντικά λογιστικά στοιχεία σχετικά με τη συμπεριφορά της διοίκησης, τις ενέργειες, τη λήψη αποφάσεων, τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες των εταιρειών και θα βοηθήσουν τους χρήστες να προβούν σε εκτιμήσεις εταιρικής αξιολόγησης και επενδυτικές αποφάσεις. Ως εκ τούτου, η παροχή υψηλής ποιότητας γνωστοποιήσεων και η επακόλουθη ενημέρωση των επενδυτών θα τείνουν να μειώνουν τις δυνατότητες χειραγώγησης των κερδών.

Η διοίκηση ενδέχεται να έχει καιροσκοπικά κίνητρα να υπερτιμήσει τα στοιχεία του ενεργητικού και των κερδών και να υποτιμήσει τις υποχρεώσεις για να βελτιώσει τις αμοιβές της διοίκησης και τον πλούτο της ή το οικονομικό προφίλ της εταιρείας και τις μελλοντικές οικονομικές προοπτικές. Η συντηρητικότητα τείνει να υποεκτιμά τα στοιχεία του ενεργητικού και τα κέρδη και να αντισταθμίζει τις καιροσκοπικές συμπεριφορές των διοικήσεων (Watts, 2003). Η ευκαιριακή συντηρητικότητα μπορεί να σχετίζεται με την εφαρμογή μεθόδων απόσβεσης ή αποτίμησης αποθεμάτων που εξυπηρετούν ορισμένους διοικητικούς και καιροσκοπικούς στόχους. Επομένως, η ευκαιριακή συντηρητικότητα μπορεί να εισάγει θόρυβο στις οικονομικές εκθέσεις και να οδηγήσει σε μεροληπτικές και αναποτελεσματικές οικονομικές αποφάσεις (Ball and Shivakumar, 2005). Μπορεί να είναι επιθυμητή η ευκαιριακή συντηρητικότητα προκειμένου να επιτευχθούν καλύτεροι όροι χρηματοδότησης, να επιτευχθούν οι στόχοι των κερδών ή να αποκρύψουν αρνητικές κινήσεις σε σταθερά οικονομικά μεγέθη ή κακές οικονομικές αποφάσεις (Coppens and Peek, 2005, Burgstahler et al, 2006).

Η ποιοτική συντηρητικότητα ανακύπτει στην περίπτωση απομείωσης της υπεραξίας, όταν τα αντίστοιχα περιουσιακά στοιχεία μεταφέρονται σε μεγαλύτερη από την αξία ανάκτησης (ΔΛΠ 36 «Απομείωση αξίας περιουσιακών στοιχείων»). Επομένως, η ποιοτική συντηρητικότητα ενισχύει την αξία και τη χρησιμότητα των αναφερόμενων λογιστικών μεγεθών. Ως εκ τούτου, επιθυμείτε ποιοτική συντηρητικότητα από τους μετόχους, τους δανειστές και άλλους ενδιαφερόμενους, διότι θα τους έδινε μια σαφή εικόνα των ισχυρών και αδύναμων σημείων της



επιχείρησης και θα τους βοηθούσε να κάνουν σωστές επιλογές κρίσης και επένδυσης (βλ. Guay and Verrecchia, 2007). Η ποιοτική συντηρητικότητα θα είναι εν συνεχεία εμφανής, ιδίως όταν απαιτούνται λογιστικά στοιχεία υψηλής ποιότητας, όπως στην περίπτωση έκδοσης μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου, ή όταν ισχύουν ισχυροί μηχανισμοί προστασίας των επενδυτών (Ball et al, 2000, Bushman and Piotroski, 2006, Francis and Wang, 2008).

Η μελέτη προβλέπει ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων που προετοιμάζουν ετήσιες εκθέσεις υψηλής ποιότητας θα είναι πιο συντηρητικά από τα κέρδη των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν ετήσιες εκθέσεις χαμηλής ποιότητας. Οι υποθέσεις και τα μοντέλα παλινδρόμησης βασίζονται στον Cano-Rodriguez (2010) και έχουν ως εξής:

*H<sub>1</sub>: Εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς χρηματοοικονομικούς αναλυτές τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών.*

$$\begin{aligned}
 dac = & a_0 + a_1 cfd + a_2 ocf + a_3 cfd \times ocf + a_4 lnaf + a_5 lnaf \times cfd + a_6 lnaf \times ocf + a_7 \\
 & lnaf \times cfd \times ocf + a_8 lnaf \times lna + a_9 lnaf \times roa + a_{10} lnaf \times gear + a_{11} roa + a_{12} lna + \\
 & a_{13} gear + e
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 eps = & a_0 + a_1 ndr + a_2 r + a_3 r \times ndr + a_4 mbv + a_5 mbv \times ndr_{i,t} + a_6 mbv \times r + a_7 \\
 & mbv \times r \times ndr + a_8 gear + a_9 gear \times ndr + a_{10} gear \times r + a_{11} gear \times r \times ndr + a_{12} \\
 & lnaf + a_{13} lnaf \times ndr + a_{14} lnaf \times r + a_{15} lnaf \times r \times ndr + a_{16} ocf + a_{17} cfd + a_{18} cfd \times \\
 & ocf + e
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Όπου *dac* είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το τροποποιημένο μοντέλο Jones (Jones, 1991). Η μελέτη χρησιμοποιεί τα κατάλοιπα του ακόλουθου μοντέλου παλινδρόμησης ως διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα. (Βλ. DeFond and Subramanyam, 1998, Bartov et al 2001 Kothari et al 2004, Garza-Gomez et al 2006).

$$ac/l1a = a_0 l/l1a + a_1 \delta rev/l1a + a_2 ppe/l1a + a_3 roa + e$$

(1a)

Όπου:

<i>ac</i>	είναι τα δεδουλευμένα του κυκλοφορούντος ενεργητικού (εξαιρουμένου του διαθέσιμου ενεργητικού) μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (εξαιρουμένων των βραχυπρόθεσμων οφειλών και των πληρωτέων φόρων εισοδήματος), μείον την απόσβεση.
<i>l1a</i>	είναι το συνολικό ενεργητικό με υστέρηση 1 έτους.
<i>δrev</i>	είναι η ετήσια μεταβολή του κύκλου του ενεργητικού.
<i>ppe</i>	ενσώματες ακινητοποιήσεις.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>e<sub>i,t</sub></i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

Όπου <i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1a).
<i>cf<sub>d</sub></i>	είναι μια ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. $cf_d = 1$ εάν οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού είναι αρνητικές και $cf_d = 0$ διαφορετικά.
<i>ocf</i>	είναι οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού.
<i>r</i>	είναι οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών.
<i>ndr</i>	είναι μια ψευδομεταβλητή. $ndr = 1$ για αρνητικές αποδόσεις και $ndr = 0$ διαφορετικά.

<i>lnaf</i>	είναι ο λογάριθμος του ένα συν τον αριθμό των αναλυτών που παρακολουθούν την εταιρεία (βλ. Muller et al 2008).
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>eps</i>	είναι τα κέρδη ανά μετοχή προ εκτάκτων και ανοργάνων μεγεθών δια τη τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους.
<i>mbv</i>	είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
<i>e</i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

**H<sub>2</sub>:** Εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση από τους αναλυτές αγοράς της μετοχής τους τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών.

$$\begin{aligned}
 dac = & a_0 + a_1 cfd + a_2 ocf + a_3 cfd \times ocf + a_4 lnsb + a_5 lnsb \times cfd + a_6 lnsb \times ocf + a_7 \\
 & lnsb \times cfd \times ocf + a_8 lnsb \times lna + a_9 lnsb \times roa + a_{10} lnsb \times gear + a_{11} roa + a_{12} lna + \\
 & a_{13} gear + e
 \end{aligned}$$

(3)

$$\begin{aligned}
 eps = & a_0 + a_1 ndr + a_2 r + a_3 r \times ndr + a_4 mbv + a_5 mbv \times ndr + a_6 mbv \times r + a_7 mbv \\
 & \times r \times ndr + a_8 gear + a_9 gear \times ndr + a_{10} gear \times r + a_{11} gear \times r \times ndr + a_{12} lnsb + a_{13} \\
 & lnsb \times ndr + a_{14} lnsb \times r + a_{15} lnsb \times r \times ndr + a_{16} ocf + a_{17} cfd + a_{18} cfd \times ocf + e
 \end{aligned}$$

(4)

Όπου *cf**d* είναι μια ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. *cf**d* = 1 εάν οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού είναι αρνητικές και *cf**d* = 0 διαφορετικά.

*ocf* είναι οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού.

<i>lnsb</i>	είναι ο λογάριθμος του 1 συν τον αριθμό των αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής.
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>ndr</i>	είναι μια ψευδομεταβλητή. $ndr = 1$ για αρνητικές αποδόσεις και $ndr = 0$ διαφορετικά.
<i>mbv</i>	είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>eps</i>	είναι τα κέρδη ανά μετοχή προ εκτάκτων και ανοργάνων μεγεθών δια τη τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους.
<i>r</i>	είναι οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών.
<i>e</i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

**H<sub>3</sub>:** Εταιρείες που εμφανίζουν υψηλή πρόβλεψη κερδών για τα έτη  $t+1$  και  $t+2$  τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα.

$$\begin{aligned}
 dac = & a_0 + a_1 cfd + a_2 ocf + a_3 cfd \times ocf + a_4 fp1 + a_5 fp1 \times cfd + a_6 fp \times ocf + a_7 fp1 \\
 & \times cfd \times ocf + a_8 fp1 \times lna + a_9 fp1 \times roa + a_{10} fp1 \times gear + a_{11} roa + a_{12} lna + a_{13} gear \\
 & + e_{i,t}
 \end{aligned}$$

(5)

$$\begin{aligned}
 dac = & a_0 + a_1 cfd + a_2 ocf + a_3 cfd \times ocf + a_4 fp2 + a_5 fp2 \times cfd + a_6 fp2 \times ocf + a_7 fp2 \\
 & \times cfd \times ocf + a_8 fp2 \times lna + a_9 fp2 \times roa + a_{10} fp2 \times gear + a_{11} roa + a_{12} lna + a_{13} gear \\
 & + e
 \end{aligned}$$

(6)

$$eps = a_0 + a_1 ndr + a_2 r + a_3 r x ndr + a_4 mbv + a_5 mbv x ndr + a_6 mbv x r + a_7 mbv x r x ndr + a_8 gear + a_9 gear x ndr + a_{10} gear x r + a_{11} gear x r x ndr + a_{12} fp1 + a_{13} fp1 x ndr + a_{14} fp1 x r + a_{15} fp1 x r x ndr + a_{16} ocf + a_{17} cfd + a_{18} cfd x ocf + e$$

(7)

$$eps = a_0 + a_1 ndr + a_2 r + a_3 r x ndr + a_4 mbv + a_5 mbv x ndr + a_6 mbv x r + a_7 mbv x r x ndr + a_8 gear + a_9 gear x ndr + a_{10} gear x r + a_{11} gear x r x ndr + a_{12} fp2 + a_{13} fp2 x ndr + a_{14} fp2 x r + a_{15} fp2 x r x ndr + a_{16} ocf + a_{17} cfd + a_{18} cfd x ocf + e$$

(8)

<i>Όπου cfd</i>	είναι μια ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. $cfd = 1$ εάν οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού είναι αρνητικές και $cfd = 0$ διαφορετικά.
<i>ocf</i>	είναι οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού.
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>fp1</i>	είναι η πρόβλεψη των καθαρών κερδών δια την πρόβλεψη των πωλήσεων κατά την περίοδο t+1.
<i>fp2</i>	είναι η πρόβλεψη των καθαρών κερδών δια την πρόβλεψη των πωλήσεων κατά την περίοδο t+2.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>ndr</i>	είναι μια ψευδομεταβλητή. $ndr = 1$ για αρνητικές αποδόσεις και $ndr = 0$ διαφορετικά.
<i>r</i>	είναι οι ετήσιες αποδόσεις των μετοχών.
<i>mbv</i>	είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>eps</i>	είναι τα κέρδη ανά μετοχή προ εκτάκτων και ανοργάνων μεγεθών δια τη τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους.
<i>e</i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

Η σχέση μεταξύ της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, όπως εκφράζεται από την ποιότητα των λογιστικών γνωστοποιήσεων, και η ποιοτική συντηρητικότητα ερμηνεύεται σύμφωνα με το συντελεστή  $\alpha_7$ . Ένας θετικός συντελεστής  $\alpha_7$  σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που παρέχουν υψηλής ποιότητας λογιστικές γνωστοποιήσεις παρουσιάζουν σημαντικά μεγαλύτερη ποιοτική συντηρητικότητα σε σύγκριση με εταιρείες που παρέχουν λογιστικές γνωστοποιήσεις χαμηλής ποιότητας. Με άλλα λόγια, υπό την προϋπόθεση ποιοτικής συντηρητικότητας, μια επιχείρηση που αναφέρει υψηλής ποιότητας λογιστικές πληροφορίες αναμένεται να έχει χαμηλότερη διακριτική ευχέρεια ως προς την επιλογή αποφάσεων ακόμη και αν βιώσει αρνητικές ή χαμηλές ταμειακές ροές.

Αυτή η ενότητα, αποσκοπεί στο να εξετάσει τη σχέση ανάμεσα στην συντηρητικότητα των κερδών και στην ποιότητα της πληροφόρησης, δηλαδή εάν, υπό το πρίσμα των λογιστικών στοιχείων υψηλής ποιότητας, μειώνονται τα κέρδη και οι ζημιές στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Η μελέτη χρησιμοποιεί το παρακάτω μοντέλο με βάση τα Fama και MacBeth (1973) και LaFond και Watts (2008). Η μελέτη αναμένει ότι το  $\alpha_3$  θα είναι σημαντικά αρνητικό για τις επιχειρήσεις που φέρουν καλά νέα και θετικό για επιχειρήσεις που παρουσιάζουν κακά νέα. Η μελέτη προβλέπει επίσης ότι το  $\alpha_{15}$  θα είναι σημαντικά θετικό, υπονοώντας ότι η υψηλότερη ποιότητα στις λογιστικές γνωστοποιήσεις θα οδηγούσε σε υψηλότερη ασυμμετρία στην αναγνώριση των κερδών και των ζημιών στις ετήσιες εκθέσεις, δηλαδή σε μεγαλύτερη συντηρητικότητα.

Οι Roychowdhury και Watts (2007) και οι LaFond και Watts (2008) υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις με δυνατότητες υψηλής ανάπτυξης τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ διοίκησης και επενδυτών και ως εκ τούτου παρουσιάζουν χαμηλότερο συντηρητικότητα (Smith and Watts, 1982). Υποδεικνύουν επίσης ότι η μόχλευση θα παρουσιάζει θετική συνάφεια με τη συντηρητικότητα. Ο Watts (1993 και 2006) δείχνει ότι η σύναψη συμβάσεων χρέους επηρεάζει σημαντικά την συντηρητικότητα, δεδομένου ότι οι πάροχοι κεφαλαίου απαιτούν συντηρητικότητα ως μέσο ενίσχυσης της λογιστικής ποιότητας και της αξιοπιστίας των αναφερόμενων μεγεθών και αξιολόγησης των μελλοντικών οικονομικών δυνατοτήτων των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, η συντηρητικότητα των

κερδών αναμένεται να βελτιώσει τους όρους δανεισμού και να μειώσει το κόστος των συναλλαγών.

### **3.1.2 Προβλέψεις Χρηματοοικονομικών Αναλυτών**

Οι εταιρείες ενδέχεται να είναι διατεθειμένες να αποκαλύψουν πληροφορίες υψηλής ποιότητας προκειμένου να μειώσουν την ασυμμετρία των πληροφοριών (Ajinkya et al, 2005), περιορίζοντας έτσι τις επιπτώσεις αρνητικών ειδήσεων (Field et al, 2005). Μπορεί επίσης να είναι διατεθειμένοι να αναφέρουν καλά νέα παρά κακά νέα για να επηρεάσουν τις αξιολογήσεις των επιδόσεων τους (Schrand and Walther, 2000). Οι ειδήσεις για την εταιρεία μπορούν να επηρεάσουν τον όγκο συναλλαγών όταν οι επενδυτές κατέχουν ιδιαίτερα συγκεντρωμένα χαρτοφυλάκια (Chen et al, 2002). Οι Frieder και Subrahmanyam (2005) και οι Barber και Odean (2008) δείχνουν ότι οι επενδυτές τείνουν να προσελκύνονται από εταιρείες που είναι στο επίκεντρο της αγοράς.

Για τις εταιρείες που έχουν υπερκαλύψει (απέτυχαν να καλύψουν) την πρόβλεψη των αναλυτών και, στη συνέχεια, αποκάλυψαν περισσότερο (λιγότερο), σε σχέση με εταιρείες οι οποίες οριακά καλύπτουν τις προβλέψεις των αναλυτών (Lang and Lundholm, 1993, Miller, 2002), το ενδιαφέρον των επενδυτών να ψάξουν για ιδιωτικές πληροφορίες θα τείνει να είναι χαμηλότερο (υψηλότερο) (Brown et al, 2009). Για τις εταιρείες που αποτυγχάνουν να καλύψουν τις προβλέψεις των αναλυτών, η ανάγκη για περαιτέρω πληροφόρηση θα είναι εντονότερη εξαιτίας της αβεβαιότητας σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας (Graham et al, 2005). Επίσης, οι εταιρείες που αποτυγχάνουν να καλύψουν τις προβλέψεις των αναλυτών ενδέχεται να είναι διατεθειμένες να χρησιμοποιήσουν χειραγώγηση των κερδών και να μειώσουν το επίπεδο συντηρητικότητας των κερδών, προκειμένου να αποφευχθεί η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας (Ali and Zhang, 2008).

Εναλλακτικά, οι απαισιόδοξες γνωστοποιήσεις μπορεί να αποσκοπούν στο να επηρεάσουν τις εκτιμήσεις των αναλυτών προς τα κάτω και να πετύχουν ευκολότερα τους στόχους επί των κερδών (Barton et al, 2002, Cotter et al, 2006). Σε αποτελεσματικές αγορές, ωστόσο, οι αναλυτές θα ήταν πιο εύκολο να εντοπίσουν τέτοιες ευκαιριακές συμπεριφορές (Liu, 2005, Kross et al, 2011). Οι Skinner και Sloan (2002) υποδεικνύουν ότι οι εταιρείες θα έχουν ισχυρό κίνητρο να καλύψουν ή να αντιμετωπίσουν τις προβλέψεις των αναλυτών, ειδικά εάν βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης, προκειμένου να προκαλέσουν θετική αντίδραση στις τιμές και να

ενισχύσουν τις προοπτικές επέκτασης τους. Η υπερκάλυψη ή η απλή επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών, έχει θετικό αντίκτυπο στην χρηματιστηριακή αξία των μετοχών (Ke et al, 2003, Kasznik and McNichols, 2002). Για τις εταιρείες που απλά πέτυχαν ή υπερκάλυψαν τις προβλέψεις των αναλυτών, η αβεβαιότητα και η ασυμμετρία στην πληροφόρηση αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλότερη (Graham et al, 2005). Οι υποθέσεις παρουσιάζονται παρακάτω.

**H<sub>4</sub>:** Η χειραγώγηση των κερδών συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών.

$$dac = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + e$$

(9)

- |                       |  |
|-----------------------|--|
| <i>fe</i>             | είναι η πρόβλεψη του αναλυτή, δηλαδή τα πραγματικά κέρδη μείον τις προβλέψεις, διαιρώντας με τα πραγματικά κέρδη (βλ. Cotter et al 2012, Horton et al 2013).   |
| <i>sh</i>             | είναι ο λογάριθμος του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.   |
| <i>st<sub>i</sub></i> | μηνιαίος όγκος συναλλαγών δια του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.  |
| <i>beat</i>           | <i>beat</i> = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι υψηλότερα από την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή και <i>beat</i> = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).  |
| <i>miss</i>           | <i>miss</i> = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι χαμηλότερα από την τελευταία πρόβλεψη του αναλυτή και <i>miss</i> = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).  |
| <i>sigbeat</i>        | <i>sigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα από £ 0.02 και <i>sigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).              |
| <i>insigbeat</i>      | <i>insigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή, μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή, είναι χαμηλότερα ή ίσα από £ 0,02 και <i>insigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219). |



<i>insigmiss</i>	<i>insigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα ή ίσα με -£0,02 και <i>insigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>sigmiss</i>	<i>sigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 and earnings per share less the latest analyst forecast value is lower than -£0.02, 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι χαμηλότερα από -£0,02 και <i>sigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>e</i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

**H<sub>5</sub>:** Το πλήθος των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία και η πρόταση αγοράς από αυτούς της μετοχής συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών.

$$lnaf = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(10)

$$lnsb = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(11)

*fe* είναι η πρόβλεψη του αναλυτή, δηλαδή τα πραγματικά κέρδη μείον τις προβλέψεις, διαιρώντας με τα πραγματικά κέρδη (βλ. Cotter et al 2012, Horton et al 2013).

*sh* είναι ο λογάριθμος του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.

<i>st</i>	μηνιαίος όγκος συναλλαγών δια του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
<i>beat</i>	<i>beat</i> = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι υψηλότερα από την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή και <i>beat</i> = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).
<i>miss</i>	<i>miss</i> = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι χαμηλότερα από την τελευταία πρόβλεψη του αναλυτή και <i>miss</i> = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).
<i>sigbeat</i>	<i>sigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα από £ 0.02 και <i>sigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>insigbeat</i>	<i>insigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή, μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή, είναι χαμηλότερα ή ίσα από £ 0,02 και <i>insigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>insigmiss</i>	<i>insigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα ή ίσα με -£0,02 και <i>insigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>sigmiss</i>	<i>sigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 and earnings per share less the latest analyst forecast value is lower than -£0.02, 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι χαμηλότερα από -£0,02 και <i>sigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>lnaf</i>	είναι ο λογάριθμος του ένα συν τον αριθμό των αναλυτών που παρακολουθούν την εταιρεία (βλ. Muller et al 2008).
<i>lnsb</i>	είναι ο λογάριθμος του 1 συν τον αριθμό των αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής.

$e$  είναι το τυπικό σφάλμα.

**H<sub>6</sub>:** Υψηλές προβλέψεις των κερδών για τις περιόδους  $t+1$  και  $t+2$  συνδέονται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών την περίοδο  $t_0$  με απώτερο στόχο την επίτευξη των προβλέψεων στις περιόδους  $t+1$  και  $t+2$ .

$$fp1 = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmis + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(12)

$$fp2 = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmis + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(13)

- $fp1$  είναι η πρόβλεψη των καθαρών κερδών δια την πρόβλεψη των πωλήσεων κατά την περίοδο  $t+1$ .
- $fp2$  είναι η πρόβλεψη των καθαρών κερδών δια την πρόβλεψη των πωλήσεων κατά την περίοδο  $t+2$ .
- $fe$  είναι η πρόβλεψη του αναλυτή, δηλαδή τα πραγματικά κέρδη μείον τις προβλέψεις, διαιρώντας με τα πραγματικά κέρδη (βλ. Cotter et al 2012, Horton et al 2013).
- $sh$  είναι ο λογάριθμος του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
- $st$  μηνιαίος όγκος συναλλαγών δια του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
- $beat$   $beat = 1$  εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι υψηλότερα από την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή και  $beat = 0$  διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).
- $miss$   $miss = 1$  εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι χαμηλότερα από την τελευταία πρόβλεψη του αναλυτή και  $miss = 0$  διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).

<i>sigbeat</i>	<i>sigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα από £ 0.02 και <i>sigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>insigbeat</i>	<i>insigbeat</i> = 1 εάν <i>beat</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή, μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή, είναι χαμηλότερα ή ίσα από £ 0,02 και <i>insigbeat</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>insigmiss</i>	<i>insigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα ή ίσα με -£0,02 και <i>insigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>sigmiss</i>	<i>sigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 and earnings per share less the latest analyst forecast value is lower than -£0.02, 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι χαμηλότερα από -£0,02 και <i>sigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>e</i>	είναι το τυπικό σφάλμα.

**H<sub>7</sub>:** Το μέγεθος των θεμελιωδών μεγεθών συνδέεται σημαντικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών.

$$\begin{aligned}
 lna = & a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 \\
 & insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} roa + a_{11} gear + a_{12} dac + e
 \end{aligned}
 \tag{14}$$

$$mbv = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(15)

$$btl = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} dac + e$$

(16)

$$ocf = a_0 + a_1 fe + a_2 sh + a_3 st + a_4 beat + a_5 miss + a_6 sigbeat + a_7 insigbeat + a_8 insigmiss + a_9 sigmiss + a_{10} lna + a_{11} roa + a_{12} gear + a_{13} dac + e$$

(17)

- fe* είναι η πρόβλεψη του αναλυτή, δηλαδή τα πραγματικά κέρδη μείον τις προβλέψεις, διαιρώντας με τα πραγματικά κέρδη (βλ. Cotter et al 2012, Horton et al 2013).
- sh* είναι ο λογάριθμος του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
- st* μηνιαίος όγκος συναλλαγών δια του αριθμού των κοινών μετοχών σε κυκλοφορία.
- beat* *beat* = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι υψηλότερα από την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή και *beat* = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).
- miss* *miss* = 1 εάν τα κέρδη ανά μετοχή είναι χαμηλότερα από την τελευταία πρόβλεψη του αναλυτή και *miss* = 0 διαφορετικά (βλ. Davis and Tama-Sweet, 2012).
- sigbeat* *sigbeat* = 1 εάν *beat* = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα από £ 0.02 και *sigbeat* = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
- insigbeat* *insigbeat* = 1 εάν *beat* = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή, μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή, είναι χαμηλότερα ή ίσα από £ 0,02 και *insigbeat* = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).

<i>insigmiss</i>	<i>insigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι υψηλότερα ή ίσα με -£0,02 και <i>insigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>sigmiss</i>	<i>sigmiss</i> = 1 εάν <i>miss</i> = 1 and earnings per share less the latest analyst forecast value is lower than -£0.02, 1 και τα κέρδη ανά μετοχή μείον την αντίστοιχη πρόβλεψη του αναλυτή είναι χαμηλότερα από -£0,02 και <i>sigmiss</i> = 0 διαφορετικά (Brown et al, 2009, p. 219).
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>ocf</i>	είναι οι λειτουργικές ταμειακές ροές δια του συνολικού ενεργητικού.
<i>gear</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τη καθαρά θέση.
<i>btl</i>	είναι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δια τις συνολικές υποχρεώσεις
<i>mbv</i>	είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
<i>lna</i>	είναι ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού.
<i>roa</i>	είναι δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού
<i>dac</i>	είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που ορίζονται στην εξίσωση (1α).
<i>e</i>	είναι τυπικό σφάλμα.

### 3.2 Δεδομένα

Η εμπειρική ανάλυση επικεντρώνεται στην περίοδο μετά την υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ), και συγκεκριμένα από το 2012 έως το 2016. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Όλες οι εταιρείες είναι χρήστες των ΔΠΧΑ. Συγκεντρώθηκαν λογιστικά και οικονομικά στοιχεία από το Digitallook.com. Οι τιμές των μετοχών συλλέχτηκαν από το Yahoo Finance. Λόγω περιορισμών των δεδομένων των δύο βάσεων, το τελικό δείγμα αποτελείται από 117 εταιρείες. Από την ανάλυση

εξαιρέθηκαν οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές, οι συνταξιοδοτικές και οι μεσιτικές επιχειρήσεις, καθώς τα λογιστικά τους μέτρα δεν είναι πάντα συγκρίσιμα με εκείνα των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Οι ερευνητικές υποθέσεις ελέγχονται χρησιμοποιώντας την ανάλυση παλινδρόμησης των fixed effects.

Ένας περιορισμός της μελέτης ότι επικεντρώνεται σε μια χώρα αγγλοσαξονικού τύπου με ισχυρούς μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών και χρηματοοικονομική πληροφόρηση που καλύπτει τις ανάγκες των επενδυτών (Tendeloo and Vanstraelen, 2005), η οποία θα μπορούσε να διευκολύνει περισσότερο τον συντηρητισμό σε σχέση με άλλα περιβάλλοντα, όπως οι χώρες του κώδικα δικαίου. Ως εκ τούτου, η μελλοντική έρευνα θα πρέπει να εξετάσει τη χρήση ποιοτικής συντηρητικότητας και ευκαιριακής στις χώρες ηπειρωτικού συστήματος, οι οποίες, αντίθετα με τις αγγλοσαξονικού τύπου χώρες, συνδέονται με χαμηλότερο επίπεδο λογιστικής αποκάλυψης και εντονότερες ευκαιριακές συμπεριφορές (Leuz et al, 2003). Επίσης, ενώ η μελέτη επικεντρώθηκε στην περίοδο μετά την υιοθέτηση των ΔΠΧΑ το 2005 η εξέταση μιας μεγαλύτερης περιόδου που θα περιλαμβάνει τη μετάβαση από τα βρετανικά λογιστικά πρότυπα στα ΔΠΧΑ θα ήταν σε θέση να περιγράψει την εξέλιξη της συντηρητικότητας υπό διαφορετικούς λογιστικούς κανόνες ή θεσμικά χαρακτηριστικά. Η μελλοντική έρευνα θα πρέπει να διερευνά εάν στοιχεία των λογιστικών στοιχείων είναι επαληθεύσιμα, ποια λογιστικά στοιχεία είναι επαληθεύσιμα και σε ποιο βαθμό (βλ. Watts 2006).

Η οικονομετρική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με τη χρησιμοποίηση του στατιστικού πακέτου stata. Οι παλινδρομήσεις, οι εξισώσεις των οποίων θα παρουσιαστούν στην ενότητα των ερευνητικών υποθέσεων εκτελέστηκαν με την ανάλυση των fixed effects. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε μια εξίσωση παλινδρόμησης αρχικά χρησιμοποιήθηκε η εντολή του πακέτου stata με την ονομασία xtreg. Στη συνέχεια με σκοπό την καταπολέμηση του φαινομένου ετεροσκεδαστικότητας επαναλήφθηκε η εκτέλεση της παλινδρόμησης για κάθε εξίσωση με τη χρήση της εντολής xtgls του πακέτου stata όπου gls είναι το general least square. Η χρήση αυτής της εντολής καταπολεμά το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας παρέχοντας ένα άλλο σετ αποτελεσμάτων, το οποίο εμφανίζει υψηλότερο επίπεδο επιτυχούς περιγραφής της συμπεριφοράς της εξαρτημένης μεταβλητής. Επιπλέον, η οικονομετρική ανάλυση εκτέλεσε έλεγχο κανονικότητας. Ο έλεγχος κανονικότητας εκτελέστηκε με τη χρήση της εντολής sk-test του πακέτου stata. Εφόσον το  $\chi^2$  είναι στατιστικά σημαντικό δεν υπάρχει κανονικότητα. Στη συνέχεια, η οικονομετρική

ανάλυση έχει πραγματοποιήσει έλεγχο αυτοσυσχέτισης με τη χρήση της εντολής `xtserial` του πακέτου `stata`. Εάν υπάρχει αυτοσυσχέτιση ή όχι φαίνεται από το εάν το F-test είναι στατιστικά σημαντικό. Εάν είναι στατιστικά σημαντικό υπάρχει αυτοσυσχέτιση. Τέλος, η οικονομετρική ανάλυση έχει πραγματοποιήσει έλεγχο πολυσυγγραμμικότητας. Ο έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας γίνεται με δυο τρόπους. Κατά τον πρώτο τρόπο η παρουσία υψηλού  $R^2$  και πλήθους μη στατιστικά σημαντικών μεταβλητών αποτελεί ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας που χρίζει περαιτέρω ελέγχου. Στην παρούσα μελέτη το  $R^2$  της αρχικής παλινδρόμησης, δηλαδή του `xtreg` παρουσίασε χαμηλά  $R^2$  με επαρκή αριθμό στατιστικά σημαντικών μεταβλητών γεγονός το οποίο δείχνει ότι δεν υπάρχει αρχικά πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας όμως περαιτέρω ανάλυση πρέπει να πραγματοποιηθεί. Ο δεύτερος τρόπος είναι η πραγματοποίηση ανάλυσης συσχέτισης των μεταβλητών των μοντέλων κάθε εξίσωσης ξεχωριστά. Η παρούσα εργασία πραγματοποίησε ανάλυση συσχέτισης των μεταβλητών κάθε μοντέλου, των εξισώσεων που έχουν παρουσιαστεί στην ενότητα ως ερευνητικών υποθέσεων και διαπίστωσε (δεν παρουσιάζονται εδώ οι πίνακες) ότι η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών του κάθε ενός μοντέλου είναι μη σημαντική με αποτέλεσμα να προκύπτει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

### 4.1 Περιγραφική Στατιστική

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει την περιγραφική στατιστική. Πιο συγκεκριμένα, δείχνει ότι ο μέσος της μεταβλητής  $dac$  που εκφράζει τη χειραγώγηση κερδών είναι  $-0,004$ , η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται με βάση τη εξίσωση 1α. Το πρόσημο είναι αρνητικό και δηλώνει καθοδική τάση, άρα το δείγμα που έχει επιλεγεί είναι καλό. Άλλωστε, είναι οι εταιρείες που ανήκουν στο δείκτη FTSE 250, οι οποίες είναι μεγάλες, υψηλής κεφαλαιοποίησης και γνωστές με αποτέλεσμα να πρέπει να έχουν χαμηλότερη τάση χειραγώγησης. Στη συνέχεια, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζουν μέσο  $187,4$  ( αυτή η μεταβλητή είναι μεταφρασμένη σε απόλυτους όρους, δεν είναι δείκτης). Οι λογάριθμοι των μεταβλητών  $af$  και  $sb$ , δηλαδή  $\ln af$  και  $\ln sb$ , που εκφράζουν τον αριθμό των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία και την ισχυρή πρόταση για αγοράς της μετοχής από τους αναλυτές αντίστοιχα εμφανίζουν μέσο  $2,4$  και  $1,6$  αντίστοιχα. Επιπλέον, ο δείκτης κερδοφορίας δηλαδή δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού  $roa$  έχει μέσο  $10,8$ . Ο λογάριθμος του ενεργητικού που εκφράζει το μέγεθος των εταιρειών έχει μέσο  $7,2$ . Ο μέσος των προβλέψεων επί των κερδών για τη περίοδο  $t+1$  και για την περίοδο  $t+2$  όπως εκφράζεται από τις μεταβλητές  $fp1$  και  $fp2$  αντίστοιχα, εμφανίζει μέσους  $15,8$  και  $16,8$  αντίστοιχα. Τα κέρδη ανά μετοχή, εμφανίζουν μέσο  $0,37$ . Ο δείκτης μόχλευσης  $bt1$ , (δηλ. δανειακά κεφάλαια προς συνολικές υποχρεώσεις) έχει μέσο  $0,34$  ο μέσος της τιμής της απόδοσης της μετοχής είναι  $0,08$  (αρκετά χαμηλός). Ο μέσος όρος της μεταβλητής χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι  $11,6$ , ενώ ο μέσος όρος του forecast error ( $fe$ ) είναι  $0,48$ .

Τέλος, άλλες μεταβλητές που αξίζει να σημειωθούν είναι η μεταβλητή  $sh$ , που δείχνει τον αριθμό των μεταβλητών με μέσο όρο  $5,4$  και η μεταβλητή της σημαντικής κάλυψης ή υπερκάλυψης των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών, που είναι  $0,88$  ενώ, της σημαντικής αποτυχίας κάλυψης των προβλέψεων είναι  $0,10$ . Σημειώνεται ότι από τις παραπάνω μεταβλητές, τυπική απόκλιση παρουσιάζουν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ο δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού, οι προβλέψεις των κερδών επί των κερδών για τις περιόδους  $t+1$  και  $t+2$  και ο λόγος χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων, που εκφράζει

και την μεγέθυνση της εταιρείας, οπότε είναι δικαιολογημένο να υπάρχει υψηλότερη αβεβαιότητα για αυτόν.

## 4.2 Ανάλυση Συσχέτισης

Ο πίνακας 2 δείχνει τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, η μεταβλητή που εκφράζει τη χειραγώγηση των κερδών εκφράζει αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $lnaf$  που δείχνει τον αριθμό των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία. Πράγματι, όσο πιο πολλοί αναλυτές ακολουθούν μια εταιρεία, τότε αυτή είναι περισσότερο πιθανό να μην υιοθετεί πρακτικές χειραγώγησης καθώς θα είναι πιο εύκολο να αποκαλυφθεί. Επίσης, η χειραγώγηση των κερδών εμφανίζει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $lnsb$ , που εκφράζει την ισχυρή πρόταση από τους αναλυτές για αγοράς της μετοχής. Η θετική αυτή συσχέτιση παρότι όπως η προηγούμενη είναι χαμηλή στο 0,1 κοντά στο μηδέν, δηλαδή πλην όμως αναφέρονται ακριβώς, επειδή είναι η κεντρική μεταβλητή της εργασίας και για αυτό το λόγο περιγράφονται οι κύριες σχέσεις αυτής με κάποιες κεντρικές μεταβλητές. Η χειραγώγηση των κερδών, εμφανίζει θετική συσχέτιση με την ισχυρή πρόταση αγοράς της μετοχής από τους αναλυτές, επειδή μια μετοχή για την οποία έχει εκφραστεί θετική πρόταση αγοράς, η διοίκηση είναι πολύ πιθανό να καταφύγει σε διάφορες πρακτικές, ακόμη και χειραγώγηση προκειμένου να εμφανίσει θετικά θεμελιώδη μεγέθη. Με αυτό τον τρόπο θα υπάρχουν θετικά αποτελέσματα, έτσι ώστε να εντυπωσιάσει το επενδυτικό κοινό και η προηγούμενη θετική εισήγηση των αναλυτών όντως να βρει ανταπόκριση.

Επίσης η χειραγώγηση των κερδών εμφανίζει θετική συσχέτιση με τις μεταβλητές υπερκάλυψης των προβλέψεων επί των κερδών που είναι η  $sigbeat$ , αλλά και με τη  $sigmiss$  που είναι η σημαντική αποτυχία κάλυψης των προβλέψεων επί των κερδών. Η θετική συσχέτιση και των δυο ερμηνεύεται ως εξής: οι εταιρείες είναι πιθανό να καταφεύγουν σε πρακτικές χειραγώγησης έτσι ώστε να μπορούν να καλύπτουν ή να υπερκαλύπτουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Ταυτόχρονα, όταν αποτυγχάνουν ιδιαίτερα σημαντικά μάλιστα να καλύψουν τις προβλέψεις των αναλυτών, μπορούν να καταφύγουν σε χειραγώγηση, έτσι ώστε να βελτιώσουν την εικόνα τους.

Επιπλέον, η μεταβλητή  $ocf$  που είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, εμφανίζει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $lnaf$  που είναι ο

αριθμός των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία. Πράγματι, εταιρείες οι οποίες έχουν θετικά στοιχεία ή σημαντικά μεγέθη να επιδείξουν, προσελκύουν το ενδιαφέρον των αναλυτών, επομένως και θα είναι πιο υψηλό το μέγεθος αυτό ( $lnaf$ ). Επίσης, παρουσιάζεται μια σημαντική συσχέτιση της τάξεως του 0,5 μεταξύ της ίδιας μεταβλητής της  $ocf$ , δηλαδή με το  $lna$  που είναι ο λογάριθμος του ενεργητικού που εκφράζει το μέγεθος της εταιρείας. Πράγματι, αυτές οι εταιρείες είναι πιθανό να έχουν και υψηλές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Επιπρόσθετα, η μεταβλητή  $lnaf$  που είναι ο αριθμός των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία, εμφανίζει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $lnsb$ , το οποίο ερμηνεύεται ως εξής: όταν μια εταιρεία ακολουθείται από πάρα πολλούς αναλυτές, θα ακολουθείται για δυο λόγους, είτε επειδή η εταιρεία αυτή θα είναι πολύ καλή, θα έχει δηλαδή πολύ καλές προοπτικές για το μέλλον, θα έχει κάποιον αντίκτυπο ισχυρό για την αγορά και την κοινωνία, επομένως θα προσελκύει πολλούς αναλυτές, είτε κάτι αρνητικό θα συμβαίνει, όπως κάποιο σκάνδαλο ή θα είναι υπό κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας ή πτώχευσης. Εάν υποπτευθεί ότι συμβαίνει το πρώτο σενάριο το θετικό σενάριο, μια εταιρεία η οποία προσελκύει πολλούς αναλυτές εξαιτίας καλών ειδήσεων και προοπτικών, είναι λογικό αυτοί οι αναλυτές να εκδώσουν τη θετική εισήγηση για αγορά της μετοχής της εταιρείας αυτής για τους επενδυτές. Επομένως, μια θετική συσχέτιση θα αναμενόταν στην περίπτωση αυτή.

Η μεταβλητή  $lnaf$  επίσης, εκφράζει μια αρνητική συσχέτιση με τις προβλέψεις επί των κερδών την περίοδο  $t+1$ , δηλαδή με τη μεταβλητή  $fp2$ . Η αρνητική αυτή σχέση μπορεί να ερμηνεύεται από την αβεβαιότητα που μπορεί να υπάρξει, καθώς, όσο περισσότερο μεγαλώνει το διάστημα της πρόβλεψης, μεγαλώνει και η αβεβαιότητα, ο κίνδυνος να εισέρθουν μεγάλοι παράγοντες και να επηρεάσουν αρνητικά τα δεδομένα, αλλά και τις προοπτικές της εταιρείας. Γι αυτό λοιπόν το λόγο, αποτυπώνεται μια αρνητική σχέση μεταξύ της μεταβλητής  $lnaf$  και της  $fp2$ .

Η μεταβλητή της κερδοφορίας, δηλαδή της αποδοτικότητας του ενεργητικού  $roa$ , εκφράζει μια υψηλή θετική συσχέτιση σχεδόν ίση με 1 (0.9) με τη μεταβλητή  $mbv$ , δηλαδή με τη μεταβλητή χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία των ίδιων κεφαλαίων, η οποία εκφράζει τον αριθμό μεγέθυνσης της εταιρείας. Αυτή η σχεδόν τέλεια θετική συσχέτιση των δυο μεταβλητών, εκφράζεται ως εξής: εταιρείες οι οποίες είναι κερδοφόρες σε αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές, θα επηρεάζαν θετικά τις προσδοκίες και τις αντιλήψεις των αναλυτών. Άρα, δηλαδή ο λόγος της

χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων θα αύξανε, με αυτό τον τρόπο προκύπτει και η θετική αυτή σχέση. Αντίθετα, εταιρείες οι οποίες είναι σε μια φάση μεγέθυνσης εξ' ου και το υψηλό  $mbv$ , μπορεί να έχουν επενδύσει σε θετικά επενδυτικά προγράμματα με καθαρή παρούσα αξία, τα οποία να έχουν γεννήσει θετικές εισροές και να έχουν ενισχύσει τα κέρδη της εταιρείας στο μέλλον, οπότε αποδεικνύεται και πάλι αυτή η θετική σχέση των δυο μεταβλητών.

Η μεταβλητή  $lna$  που εκφράζει το μέγεθος της εταιρείας, εμφανίζει μια αρνητική σχέση με την  $mbv$ . Προφανώς εταιρείες που είναι ήδη μεγάλες δεν βρίσκονται στην ίδια φάση μεγέθυνσης όπως οι μικρότερες, είναι ήδη μεγάλες, έχουν διαμορφώσει μερίδιο αγοράς στη κεφαλαιαγορά ή στον κλάδο στον οποίο λειτουργούν, με αποτέλεσμα να διακρίνονται από μια κατάσταση σταθερότητας ή από έναν βραδύτερο ρυθμό μεγέθυνσης.

Επιπλέον, η μεταβλητή  $fp1$  που είναι η πρόβλεψη επί των κερδών της περιόδου  $t+1$  (της επόμενης χρονιάς), έχει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $fp2$  που είναι η πρόβλεψη επί των κερδών της περιόδου  $t+2$  (της μεθεπόμενης χρονιάς). Η θετική αυτή σχέση των μεταβλητών, δηλώνει εάν οι αναλυτές έχουν εκφράσει θετική πρόβλεψη επί των κερδών μιας εταιρείας για την επόμενη χρονιά είναι πιθανό να εκφράσουν θετική εισήγηση και για τα δυο επόμενα χρόνια, επομένως, αυτό εξηγείται από το φαινόμενο κεκτημένης ταχύτητας, το momentum effect. Εάν δηλαδή, για μια εταιρεία έχουν εκφραστεί θετικές προβλέψεις για την επόμενη χρονιά, είναι πιθανό να εκφραστούν και για τη μεθεπόμενη χρονιά *ceteris paribus*, εάν δηλαδή όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμείνουν σταθεροί.

Η μεταβλητή forecast error ( $fe$ ) που εκφράζει την απόκλιση μεταξύ πρόβλεψης επί των κερδών και των κερδών, δηλαδή κέρδη μείον την πρόβλεψη αυτών, εκφράζει μια αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $miss$ , που είναι η αποτυχία κάλυψης των προβλέψεων. Επίσης, εκφράζει αρνητική σχέση η μεταβλητή  $fe$  με τις μεταβλητές αποτυχίας κάλυψης και της σημαντικής αποτυχίας κάλυψης των προβλέψεων των αναλυτών, όπως αυτές εκφράζονται από τις μεταβλητές  $miss$  και  $sigmiss$ . Ταυτόχρονα, εκφράζει θετική συσχέτιση με τη μεταβλητή  $sigbeat$ , της υπερκάλυψης δηλαδή των κερδών.

Τέλος, η μεταβλητή της κάλυψης των προβλέψεων  $beat$ , εκφράζει θετική συσχέτιση σχεδόν τέλεια της τάξεως των 0.9 με τη μεταβλητή της υπερκάλυψης. Φυσικά εταιρείες οι οποίες καλύπτουν τις προβλέψεις επί των κερδών, έστω και αν αυτό έχει γίνει οριακά, είναι πιθανό στην πορεία να εντείνουν τις προσπάθειές

τόνωσης των μεγεθών τους και των προβλέψεων και των προσδοκιών αναλυτών και επενδυτών έτσι ώστε τελικά να φτάσουν σε επίπεδο υπερκάλυψης, δηλαδή σημαντικής κάλυψης των προβλέψεων.

### **4.3 Χειραγώγηση και Συντηρητικότητα Κερδών**

#### **4.3.1 Εξέταση Υπόθεσης 1**

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 3, η υπόθεση 1 σύμφωνα με την οποία οι εταιρείες τις οποίες ακολουθούν πιο πολλοί χρηματοοικονομικοί αναλυτές, τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα, φαίνεται ότι ισχύει. Από τις μεταβλητές του μοντέλου, φαίνεται ότι η  $cf_d \times ocf$  που είναι ένας συντελεστής αλληλεπίδρασης μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και της ψευδομεταβλητής  $cf_d$ , η οποία παίρνει 1. Όταν οι ταμειακές ροές είναι αρνητικές, ο δείκτης αυτός δείχνει αρνητικό πρόσημο και αυτό σημαίνει, ότι όταν οι εταιρείες έχουν χαμηλές ταμειακές ροές έχουν και χαμηλή χειραγώγηση κερδών, οπότε η υπόθεση επιβεβαιώνεται.

Στη συνέχεια, ο δείκτης  $\ln af \times cf_d \times ocf$  όπου είναι ο συντελεστής  $\alpha_7$  είναι στατιστικά σημαντικός. Ο δείκτης αυτός, αποτελείται από το γινόμενο τριών μεγεθών, το  $\ln af$  το οποίο είναι ο λογάριθμος του αριθμού των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία, επί το  $cf_d$  που είναι η ψευδομεταβλητή όπου παίρνει 1 όταν είναι αρνητικές οι ταμειακές ροές επί τις ίδιες τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και το  $ocf$ . Ο δείκτης αυτός όταν είναι σημαντικός και θετικός, αυτό δηλώνει ότι οι εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές τείνουν να εμφανίζουν υψηλή συντηρητικότητα σε σχέση με άλλες εταιρείες, που ακολουθούνται από λιγότερους για παράδειγμα αναλυτές.

Και τέλος, ο άλλος δείκτης ο οποίος είναι στατιστικά σημαντικός, είναι το γινόμενο του  $\ln af$ , του μεγέθους που δείχνει δηλαδή τον αριθμό των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία επί την μόχλευση. Ο δείκτης αυτός είναι αρνητικός που σημαίνει ότι εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές και εμφανίζουν υψηλή μόχλευση, θα έχουν χαμηλή χειραγώγηση κερδών, δηλαδή αρνητική σχέση. Συμπερασματικά λοιπόν, βλέπουμε ότι η υπόθεση 1 επιβεβαιώνεται και ότι όντως οι εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές εμφανίζουν υψηλότερη ποιότητα κερδών.

Ο πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 2, η οποία εξετάζει την υπόθεση 1. Τα αποτελέσματα δείχνουν τα εξής: ότι ο συντελεστής  $\ln df$  ο οποίος

είναι οι κακές ειδήσεις, δηλαδή μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει τιμές 1 για τις αρνητικές αποδόσεις των μετοχών, για την αρνητική αποτίμηση της αγοράς, για τη συγκεκριμένη μετοχή, είναι αρνητικός. Αυτό δείχνει, ότι εταιρείες οι οποίες έχουν λιγότερες αρνητικές ειδήσεις, τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη.

Στη συνέχεια ο δείκτης μεγέθυνσης, που είναι το  $m_{bn}$  ή αλλιώς η χρηματιστηριακή δια τη λογιστική αξία της μετοχής, εμφανίζει και αυτός αρνητικό πρόσημο και αυτό δηλώνει ότι, εταιρείες οι οποίες βρίσκονται σε φάση μεγέθυνσης τείνουν να έχουν χαμηλότερα κέρδη. Εταιρείες που είναι σε φάση μεγέθυνσης τείνουν να επενδύουν περισσότερο, να παρακρατούν λιγότερα κέρδη, με σκοπό να έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις και χρηματοροές στο μέλλον. Άρα, μέχρι να ολοκληρωθεί η επέκτασή τους, τα κέρδη τους αναμένεται να είναι λιγότερα.

Στη συνέχεια ο δείκτης  $gear \times ndr$  που είναι μεταβλητή αλληλεπίδρασης, εμφανίζει αρνητικό πρόσημο. Το  $gear$  είναι η μόχλευση επί το  $ndr$  που είναι οι κακές ειδήσεις ή αλλιώς αρνητικές αποδόσεις μετοχών. Αυτός ο δείκτης δείχνει, ότι εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν αρνητικές ειδήσεις ή αρνητική αποτίμηση μετοχών από την αγορά και ταυτόχρονα έχουν υψηλή μόχλευση, άρα υψηλό δανεισμό τείνουν να έχουν χαμηλότερη κερδοφορία. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι αρνητικές ειδήσεις μπορεί να είναι αρνητικές εξελίξεις για την εταιρεία, ενδεχομένως να είναι περιορισμός των παραγγελιών που έχουν από πελάτες ή προοπτικών για περαιτέρω ανάπτυξη στο μέλλον. Σε συνδυασμό με υψηλή μόχλευση, που σημαίνει ότι οι τράπεζες μπορεί ήδη να έχουν επιβάλει πιο δεσμευτικούς όρους δανειοδότησης ή μπορεί οι όροι να ήταν πιο επιβαρυνμένοι σε σχέση με άλλες καταστάσεις, ο συνδυασμός των δυο, μπορεί να οδηγεί σε σμίκρυνση των κερδών.

Το γεγονός ότι η μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $lnaf$ , που είναι ο αριθμός των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία επί το  $ndr$  που είναι οι αρνητικές ειδήσεις ή η αρνητική αποτίμηση της αγοράς, είναι σημαντική και θετική σημαίνει το εξής: ότι εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητική αποτίμηση της αγοράς όπως φαίνεται από το  $ndr$ , δηλαδή αρνητικές επιδόσεις των μετοχών τους, αλλά που ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές όπως φαίνεται από το  $lnaf$ , έχουν υψηλά κέρδη ανά μετοχή. Αυτό σημαίνει ότι ενδεχομένως οι εταιρείες αυτές είναι υποτιμημένες, δηλαδή οι χαμηλότερες αποδοχές των μετοχών τους μπορεί να δηλώνουν υποτιμημένες μετοχές, δηλαδή μετοχές τις οποίες η αγορά δεν έχει ακόμη αντιληφτεί στο έπακρο ή επαρκώς τις προοπτικές τους για το μέλλον. Οπότε, οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλά κέρδη ανά μετοχή ταυτόχρονα ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές, που σημαίνει ότι

έχουν κάποιο ενδιαφέρον και τις ακολουθούν. Αλλά όμως, η αγορά ακόμη δεν έχει αντιληφθεί τις δυνατότητες τους και έτσι οι μετοχές είναι ακόμη χαμηλότερες. Θα μπορούσε να συμβαίνει και κάτι διαφορετικό, όπως οι εταιρείες έχουν ήδη επενδύσει ή διοχετεύσει σημαντικό μέρος της ρευστότητας τους σε επενδυτικά προγράμματα με καθαρή παρούσα αξία, τα οποία θα αποδώσουν υψηλή ρευστότητα στο μέλλον. Αυτό φαίνεται από το *ocf* που ακολουθεί στον ίδιο πίνακα, το οποίο είναι σημαντικό με αρνητικό πρόσημο. Παρατηρείται ότι η ρευστότητα των εταιρειών αυτών είναι χαμηλότερη, άρα έχει νόημα η εξήγηση.

Η διοχέτευση σημαντικού μέρους της ρευστότητας τους σε προγράμματα επενδυτικά με υψηλή καθαρά παρούσα αξία, μειώνει τη ρευστότητα όπως δείχνει το αρνητικό *ocf*. Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι μια μειωμένη ρευστότητα μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοοικονομική δυσχέρεια στο μέλλον, όποτε και αυτό έχει ένα αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών, οι οποίες πέφτουν, μειώνονται, πλην όμως τα κέρδη ανά μετοχή παραμένουν υψηλότερα. Για να συνδυαστεί χαμηλή ρευστότητα με υψηλή κερδοφορία το μεγάλο μέρος των πωλήσεων μπορεί να είναι επί πιστώσει. Οπότε αυτό δηλώνει να μεν χαμηλή ρευστότητα, όμως δεν επηρεάζει την κερδοφορία εφόσον τα λοιπά έξοδα, τα κόστη και οι δαπάνες έχουν διαχειριστεί από την εταιρεία με ικανοποιητικό τρόπο.

Συνοψίζοντας παρατηρείται ότι η αρνητική αποτίμηση σε συνδυασμό με υψηλό αριθμό αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία, δεν είναι απαραίτητο να επηρεάσει αρνητικά τα κέρδη ανά μετοχή. **Εάν υπήρχε χειραγώγηση ως αντεπιχείρημα, ότι δηλαδή υπάρχει χαμηλή ρευστότητα και η εταιρεία με χειραγώγηση έχει επηρεάσει τα κέρδη ανά μετοχή αυξητικά, τότε μπορεί κάποιος να πει ότι η βρετανική αγορά είναι αποτελεσματική, ότι ταυτόχρονα πολλοί αναλυτές ακολουθούν την εταιρεία και κάτι τέτοιο θα είχε εντοπιστεί.**

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 3** δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 1. Η αποτελεσματικότητα του μοντέλου φαίνεται από το *wald-test* το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό. Αναφορικά με την ετεροσκεδαστικότητα, το στάδιο το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί, έχει εκτελέσει την αρχική παλινδρόμηση με παραμετροποίηση τέτοια που σκοπό έχει την καταπολέμηση της ετεροσκεδαστικότητας. Επομένως, τα αποτελέσματα τα οποία έχουν παρουσιαστεί είναι βασισμένα σε αυτή την εκτέλεση. Αυτό έχει γίνει για κάθε εξίσωση παλινδρόμησης της εργασίας αυτής. Αναφέρεται επίσης, σε όλες τις εξισώσεις που ακολουθούν.

Αναφορικά με τη πολυσυγραμμικότητα, αν το wald-test είναι υψηλό και υπάρχουν μη στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, τότε υπάρχει υψηλή πιθανότητα ή ένδειξη πολυσυγραμμικότητας. Στην παρούσα εργασία γενικά όπως προκύπτει το wald-test των εξισώσεων παλινδρόμησης είναι γενικά χαμηλό, ενώ ταυτόχρονα υπάρχουν ικανός αριθμός στατιστικά σημαντικών μεταβλητών. Ταυτόχρονα, ένας άλλος έλεγχος πολυσυγραμμικότητας είναι να εκτελεστεί η ανάλυση συσχέτισης των μεταβλητών της κάθε μιας εξίσωσης ξεχωριστά, έτσι ώστε να εξεταστεί αν υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών. Η συσχέτιση λαμβάνει τιμές από 1 μέχρι -1. Ισχυρή συσχέτιση μπορεί να είναι από +0,4 +0,5 έως +1. Επίσης, ισχυρή συσχέτιση μπορεί να υπάρχει και από -0,4 -0,5 έως -1. Η ανάλυση των συσχετίσεων των μεταβλητών κάθε εξίσωσης της παρούσας εργασίας, παρουσιάζονται στον πίνακα 2 .

Αναφορικά με την κανονικότητα του μοντέλου, προκύπτει ότι το  $\chi^2$  είναι στατιστικά σημαντικό που δηλώνει ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας. Τέλος, αναφορικά με τη συσχέτιση παρατηρείται ότι το F-test είναι μη στατιστικά σημαντικό οπότε, δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 4** που δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 2 δείχνει ότι το wald-test του μοντέλου είναι στατιστικά σημαντικό. Στη συνέχεια, το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι και αυτό σημαντικό επομένως, υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ αναφορικά με το τεστ της αυτοσυσχέτισης, το F-test είναι σημαντικό και αυτό που δηλώνει ότι υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

#### 4.3.2 Εξέταση Υπόθεσης 2

Σύμφωνα με τον **πίνακα 5**, η υπόθεση 2 επιβεβαιώνεται καθώς εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς της μετοχής τους από τους αναλυτές, τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα των κερδών. Αυτό αναλύεται ως εξής: η μεταβλητή  $lnsb$  η οποία είναι ο νεπέριος λογάριθμος του αριθμού των αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής, εμφανίζει αρνητικό πρόσημο που σημαίνει ότι οι εταιρείες για τις οποίες οι αναλυτές προτείνουν αγορά, άρα έχουν καλές προοπτικές, εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση, καιροσκοπισμό και ιδιοτέλεια. Επομένως, σε αποτελεσματικές αγορές κάτι τέτοιο έχει αποτιμηθεί θετικά από την αγορά γι' αυτό άλλωστε και οι αναλυτές προτείνουν την αγορά της μετοχής ως πιο διαφανή και με καλές προοπτικές για το μέλλον.



Στην συνέχεια η μεταβλητή  $\ln s_b \times \ln a$  που είναι μεταβλητή αλληλεπίδρασης είναι το γινόμενο της προηγούμενης μεταβλητής της ισχυρής πρότασης για αγορά επί το μέγεθος της εταιρείας το  $\ln a$ . Είναι θετική που σημαίνει ότι οι εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλό μέγεθος για παράδειγμα είναι μικρές, αλλά για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς από τους μετόχους, εξαιτίας των καλών προοπτικών τους όπως αυτές έχουν αποτιμηθεί από τους αναλυτές, τείνουν να έχουν χαμηλή χειραγώγηση. Αν και είναι μικρές, ελκύουν την προσοχή των αναλυτών οι οποίοι προτείνουν αγορά προς τους επενδυτές, είναι προσεκτικές δεν δίνουν δικαιώματα και για αυτό άλλωστε η χειραγώγηση είναι πιο χαμηλή.

Το ίδιο ακριβώς ισχύει και για τις άλλες δυο μεταβλητές που είναι το γινόμενο πρώτον, της ίδιας μεταβλητής της ισχυρής αγοράς, δηλαδή της  $\ln s_b \times \text{roa}$  που είναι δείκτης κερδοφορίας και δεύτερον, της ίδιας πάλι επί το  $\text{gear}$  που είναι η μόχλευση. Και οι δύο μεταβλητές είναι σημαντικές και έχουν θετικό πρόσημο και σημαίνουν το εξής: εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή κερδοφορία και εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή μόχλευση αλλά όμως για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, τείνουν να έχουν χαμηλή χειραγώγηση, παρότι μπορεί να έχουν χαμηλή κερδοφορία. Σ αυτή την περίπτωση αξίζει να τονιστεί ότι γενικά όταν μια εταιρεία ακολουθείται από πολλούς αναλυτές, όπως ανέφερε η προηγούμενη υπόθεση ή ακόμα περισσότερο, όταν για μια εταιρεία η πρόταση είναι αγορά, ούτε πώληση, ούτε διακράτηση και αναμονή της μετοχής, αλλά αγορά, αυτή η εταιρεία είναι πιο προσεκτική από κάθε άλλη για να μη χαλάσει την έξωθεν καλή μαρτυρία που έχει ήδη δημιουργήσει. Γι' αυτό ακριβώς το λόγο παρατηρείται χαμηλή χειραγώγηση.

Τέλος, υπάρχουν τρεις μεταβλητές οι οποίες είναι η  $\text{roa}$ , η κερδοφορία, το  $\ln a$ , μέγεθος της εταιρείας όπως αυτό εκφράζεται από το συνολικό ενεργητικό, ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού, και της μόχλευσης το  $\text{gear}$  που έχουν αρνητικό πρόσημο. Αυτές οι μεταβλητές, δεν έχουν συσχετιστεί με το  $\ln s_b$  που είναι βασικά ισχυρή πρόταση για αγορά από τους αναλυτές, είναι όμως τρεις ξεχωριστές μεταβλητές. Η σχέση τους με τη χειραγώγηση είναι αρνητική, που σημαίνει μια εταιρεία που έχει χαμηλή κερδοφορία γενικά ή που έχει χαμηλό μέγεθος, θα έτεινε να χειραγωγήσει. Οι μεγάλες εταιρείες επειδή είναι γνωστές παρακολουθούνται από πολλούς αναλυτές, τις αρχές, και την αγορά γενικότερα, θα ήταν πιο προσεκτικές. Ενώ με τις μικρότερες που ίσως είναι σε μια φάση μεγέθυνσης μπορεί να αναλαμβάνουν και πιο υψηλά ρίσκα με αποτέλεσμα να έχουν πιο υψηλή χειραγώγηση.

Τέλος, οι εταιρείες οι οποίες έχουν μεγάλη μόχλευση παρουσιάζουν γενικά χαμηλή χειραγώγηση ακριβώς επειδή υψηλή μόχλευση σημαίνει πιο έντονη παρακολούθηση από τις τράπεζες, άρα, λογικό είναι να έχουν και πιο χαμηλή χειραγώγηση. Πλην όμως, αυτές οι μεταβλητές δεν έχουν συνδεθεί με το  $Insb$  που είναι ισχυρή πρόταση για αγορά όπως έχει αναφερθεί παραπάνω.

**Ο πίνακας 6** δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 4 και εξετάζει μαζί με την εξίσωση 2 της οποίας τα ευρήματα παρουσιάστηκαν στον πίνακα 5 την υπόθεση 2. Αναλυτικότερα ο πίνακας 6 δείχνει ότι εταιρείες οι οποίες έχουν λιγότερες αρνητικές ειδήσεις, όπως φαίνεται από τον δείκτη  $ndr$  που δείχνει τις αρνητικές επιδόσεις των μετοχών ή την αρνητική αποτίμηση της αγοράς, εμφανίζουν περισσότερα κέρδη ανά μετοχή όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ως εκ του αρνητικού προσήμου.

Στη συνέχεια, όπως δείχνει η μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $gear \times ndr$ , εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητική αποτίμηση της αγοράς και υψηλή μόχλευση τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερα κέρδη ανά μετοχή. Ο λόγος είναι όπως προαναφέρθηκε, η αρνητική αποτίμηση εφόσον βέβαια η αγορά είναι αποτελεσματική και έχει νόημα να δηλώνει αρνητικές εξελίξεις για το μέλλον ή και προβλήματα χρηματοοικονομικά για το παρόν της εταιρείας. Αυτά, σε συνδυασμό με υψηλή μόχλευση, δηλαδή μεγάλα χρηματοοικονομικά βάρη που η εταιρεία έχει αναλάβει και τα οποία μπορούν να επηρεάζουν αρνητικά το κόστος δανεισμού, το επιτόκιο ή και τους όρους δανειοδότησης, περιορίζουν τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρείας.

Στη συνέχεια, βλέπουμε ότι η μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $Insb \times ndr$  εμφανίζει θετικό πρόσημο. Αυτό δείχνει ότι εταιρείες που έχουν αρνητικές ειδήσεις ή αρνητική αποτίμηση της αγοράς όπως αυτό εκφράζεται από το  $ndr$  και ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, όπως αυτό εκφράζεται από το  $Insb$ , τείνουν να έχουν υψηλότερα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό φαίνεται ότι παρόλο που οι εταιρείες έχουν αρνητικές ειδήσεις ή αποτίμηση, ωστόσο οι αναλυτές εκφράζουν μια θετική πρόταση προς τους επενδυτές, δηλαδή για αγορά της μετοχής. Μπορεί να φαίνεται αυτό κάπως αλληλοσυγκρουόμενο, το να υπάρχει δηλαδή αρνητική αποτίμηση της αγοράς και αρνητικές αποδόσεις της αγοράς για το παρόν και ταυτόχρονα η πρόταση για αγορά από τους αναλυτές, είναι πρόταση αγοράς για το μέλλον προφανώς.

Αυτή η σύγκρουση των δυο μπορεί να ερμηνεύεται ως εξής: μπορεί η εταιρεία να εμφανίζει αρνητικές αποδόσεις μετοχής τώρα, ίσως εξαιτίας χαμηλότερων κερδών, ίσως εξαιτίας ενός ευρύτερου γενικότερου αρνητικού κλίματος της αγοράς και της

οικονομίας. Όμως οι προοπτικές για το μέλλον είναι θετικές, όπως οι αναλυτές τις αντιλαμβάνονται και τις ερμηνεύουν για αυτό και δημοσιεύουν μια πρόταση για αγορά και όχι για πώληση και ούτε για διακράτηση. Μπορεί οι εταιρείες να είναι σε μία φάση μεγέθυνσης, ενώ υπάρχει μια αρνητική απόδοση της μετοχής τους στο παρόν υπάρχουν όμως θετικές προοπτικές για το μέλλον όπως και φαίνεται από το *Insb*. Θα πρέπει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι ακόμη και μια μείωση της ρευστότητας της εταιρείας, η οποία μπορεί να προέρχεται από το ότι η εταιρεία επενδύει ταμειακές ροές σε προγράμματα επενδυτικά με υψηλή καθαρά παρούσα αξία τα οποία θα αποδώσουν στο μέλλον, μπορεί να οδηγήσει ακόμη και αυτό σε μειωμένη απόδοση της μετοχής τώρα. Μπορεί επίσης, αυτό να προέρχεται από το ότι η εταιρεία δεν έχει διαμορφώσει επαρκώς τα σχέδια της για το μέλλον στην αγορά, με αποτέλεσμα οποιαδήποτε μείωση της ρευστότητας ή της κερδοφορίας τώρα, ακριβώς γιατί επενδύει τώρα πολύ με σκοπό υψηλότερες ροές στο μέλλον, να έχει αρνητικό αντίκτυπο στη μετοχή της τώρα.

Συνοψίζοντας, εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητικές αποδόσεις παράλληλα όμως, ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, έχουν θετικό αντίκτυπο στα κέρδη ανά μετοχή. Και τέλος, ο δείκτης με συντελεστή  $\alpha_{15}$  είναι σημαντικός και θετικός, και εκφράζει την συντηρητικότητα των κερδών των εταιρειών τώρα.

Το wald-test του μοντέλου είναι στατιστικά σημαντικό, όσον αφορά το διαγνωστικό έλεγχο του **πίνακα 5** που δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 3. Αναφορικά με την κανονικότητα το  $\chi^2$  είναι σημαντικό, που δηλώνει ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ κανονικά με το τεστ αυτοσυσχέτισης παρατηρείται ότι το F-test είναι στατιστικά σημαντικό που δηλώνει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 6** δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 4. Το wald-test που δείχνει την αποτελεσματικότητα του μοντέλου, είναι στατιστικά σημαντικό. Αναφορικά με το τεστ κανονικότητας παρατηρείται, ότι το  $\chi^2$  είναι στατιστικά σημαντικό και υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ το F-test του τεστ της αυτοσυσχέτισης είναι σημαντικό που δηλώνει ότι υπάρχει και πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

### 4.3.3 Εξέταση Υπόθεσης 3

Ο **πίνακας 7**, χωρίζεται σε δυο πάνελ. Το πάνελ  $\alpha$  (**7α**) αναφέρεται τις προβλέψεις του έτους  $t+1$ , και το πάνελ  $\beta$  (**7β**) αναφέρεται στις προβλέψεις του έτους  $t+2$ . Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τον **πίνακα 7α**, η υπόθεση 3 ισχύει καθώς φαίνεται

ότι οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλότερη πρόβλεψη κερδών για το έτος  $t+1$  τείνουν πράγματι να παρουσιάζουν χαμηλή χειραγώγηση κερδών. Πιο συγκεκριμένα, η μεταβλητή  $fp1 \times roa$  που είναι ο δείκτης κερδοφορίας, που το γινόμενο είναι μεταβλητή αλληλεπίδρασης, δείχνει ότι εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή κερδοφορία ( $roa$ ) τείνουν να εμφανίζουν χαμηλή χειραγώγηση κερδών. Κάποια εταιρεία θα αναμενόταν, που έχει χαμηλή κερδοφορία να τείνει να κερδοφορεί περισσότερο, αλλά όμως στην περίπτωση αυτή το πρόσημο είναι θετικό, άρα η χαμηλή κερδοφορία συνοδεύεται από χαμηλή χειραγώγηση. Τέλος, η μεταβλητή του μεγέθους  $lna$  εμφανίζει αρνητικό πρόσημο που σημαίνει ότι εταιρείες μεγάλες τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση.

Στη συνέχεια, ο **πίνακας 7β** ο οποίος μελετά ότι και ο **πίνακας 7α**, αλλά για το έτος  $t+2$ , τα αποτελέσματα εμφανίζονται κάπως διαφορετικά. Πιο συγκεκριμένα, η μεταβλητή  $fp2$  που είναι η προβλέψεις του έτους  $t+2$  εμφανίζει αρνητικό πρόσημο. Αυτό δηλώνει ότι εταιρείες οι οποίες έχουν υψηλές προβλέψεις από τους αναλυτές, προκειμένου να πετύχουν για το έτος  $t+2$  την πρόβλεψη αυτή και δεδομένου ότι είναι δυο χρόνια μακριά από το παρόν, τείνουν να καταφεύγουν σε εργαλεία χειραγώγησης για να βεβαιώσουν και να εξασφαλίσουν ότι προβλέψεις θα ικανοποιηθούν. Αυτό εξηγείται από, ότι δυο χρόνια στο μέλλον απ ότι στο παρόν είναι μια περίοδος με περισσότερη αβεβαιότητα και ανασφάλεια, γι αυτό και οι εταιρείες καταφεύγουν σε τέτοια εργαλεία, για να εξασφαλίσουν ότι σίγουρα θα ικανοποιήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών.

Ο δείκτης αλληλεπίδρασης  $fp2 \times ocf$  είναι αρνητικός και αυτό δηλώνει ότι εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα τείνουν να εμφανίσουν υψηλότερη χειραγώγηση στην προσπάθεια να ικανοποιήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών σε δύο χρόνια από τώρα. Μπορεί η πρόβλεψη του αναλυτή να είναι θετική για υψηλότερα κέρδη και αυτή η πρόβλεψη να βασίζεται σε ανάλυση και αξιολόγηση των θεμελιωδών μεγεθών της εταιρείας οπότε και βγαίνει μια πρόβλεψη θετική για το μέλλον πλην όμως, η ρευστότητα για κάποιο λόγο ενδογενή ή εξωγενή παρουσιάζει κάμψη και πάλι η εταιρεία στην προσπάθεια της να αποφύγει ενδεχόμενο πρόβλημα ικανοποίησης των προβλέψεων αυτών στο μέλλον, τείνουν να κατευθύνουν σε εργαλεία χειραγώγησης. Στη συνέχεια, η μεταβλητή αλληλεπίδρασης που αποτελείται από το γινόμενο  $fp2 \times cfd \times ocf$  που είναι η μεταβλητή με συντελεστή  $\alpha_7$ , εμφανίζει θετικό πρόσημο και είναι σημαντική. Αυτή η μεταβλητή είναι ο δείκτης της συντηρητικότητας και θα περιμέναμε να είναι θετικός, στην περίπτωση που θα υπάρχει χαμηλή

συντηρητικότητα των κερδών όπως παρουσιάζεται στην περίπτωση αυτή. Στη συνέχεια ο δείκτης αλληλεπίδρασης  $fp2 \times lna$  είναι αρνητικός που σημαίνει ότι οι εταιρείες με μεγάλο μέγεθος τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση των κερδών.

Τέλος, οι εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλή κερδοφορία και πάλι στην προσπάθεια τους να πετύχουν ικανοποίηση των προβλέψεων των αναλυτών σε δυο χρόνια από τώρα, τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερη χειραγώγηση. Τα κέρδη τους μπορεί να είναι υψηλά τώρα οπότε και ο αναλυτής σε σχέση με ανάλυση άλλων μεγεθών να εκφράζει μια υψηλή πρόβλεψη για το μέλλον. Αυτό το γεγονός είναι απόλυτα λογικό, εάν όμως η κερδοφορία για κάποιο λόγο τείνει να είναι χαμηλότερη ή ασθενέστερη τώρα, η εταιρεία μπορεί να καταφύγει σε χειραγώγηση για να εξασφαλίσει την ικανοποίηση της πρόβλεψης σε δυο χρόνια από τώρα. Δεδομένου, ότι είναι μεγάλο το διάστημα, άρα και η βεβαιότητα που εμπλέκεται μεγαλύτερη και αυτή.

Συνολικά, η υπόθεση 3 για τις προβλέψεις σε δυο χρόνια από τώρα  $t+2$ , εν μέρει ικανοποιείται, γιατί υπάρχει υψηλότερη συντηρητικότητα, όμως σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχουν κίνητρα χειραγώγησης ίσως εξαιτίας του μεγαλύτερου διαστήματος επομένως και της υψηλότερης αστάθειας.

**Ο πίνακας 8α και 8β** δείχνει τα αποτελέσματα των εξισώσεων 7 και 8 και ουσιαστικά αποτελεί μια πιο συμπληρωματική εξέταση της υπόθεσης 3. Αναλυτικότερα, ο πίνακας 8α ο οποίος εστιάζει στις προβλέψεις της περιόδου  $t+1$  δείχνει τα εξής: η μεταβλητή  $mbv$  που είναι βασικά ο λόγος χρηματιστηριακή αξία προς τη λογιστική αξία της μετοχής, είναι αρνητική. Αυτό δηλώνει, ότι εταιρείες που βρίσκονται φάση μεγέθυνσης ουσιαστικά εμφανίζουν χαμηλή κερδοφορία τώρα. Αυτές οι εταιρείες λοιπόν τείνουν να επενδύουν, να έχουν κόστη και ταμειακές εκροές με αποτέλεσμα να υπάρχει ένας αρνητικός αντίκτυπος στην κερδοφορία της εταιρείας, με προοπτική φυσικά της ανάκαμψης των εισροών και των αποδόσεων στο μέλλον.

Επιπλέον ο πίνακας 8α, δείχνει ότι η μεταβλητή  $fp1$  που είναι βασικά η πρόβλεψη των κερδών της επόμενης χρονιάς, εμφανίζει μια θετική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή τώρα, δηλαδή εταιρείες που έχουν θετική κερδοφορία τώρα, εμφανίζουν ή απολαμβάνουν θετικές προβλέψεις επί των κερδών τους στο μέλλον από τους αναλυτές, γεγονός το οποίο είναι αναμενόμενο και λογικό. Η καλή κερδοφορία τώρα, θα μπορούσε να ακολουθηθεί από μια καλή κερδοφορία και στο μέλλον. Επίσης, η

μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $fp1 \times ndr$  είναι θετική και αυτό δείχνει πως εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν αρνητική αποτίμηση από την αγορά ( $ndr$ ), εμφανίζουν θετική σχέση μεταξύ κερδοφορίας τώρα και προβλέψεων στο μέλλον.

Προκύπτει όμως το ερώτημα, πως ενώ έχουν αρνητική υποτίμηση από την αγορά, να έχουν υψηλά κέρδη ανά μετοχή τώρα και πρόβλεψη για υψηλά κέρδη στο μέλλον στην περίοδο  $t+1$ , δηλαδή για το επόμενο έτος. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί ως εξής: η αρνητική αποτίμηση (γιατί εκεί εστιάζεται το ερωτηματικό), μπορεί να είναι προϊόν μιας στρεβλότητας της αγοράς. Γενικότερα, μπορεί να είναι προϊόν ενός γενικότερου αρνητικού κλίματος της οικονομίας, να μην φταίει, δηλαδή η εταιρεία συγκεκριμένα, αλλά να υπάρχει ένα αρνητικό κλίμα οικονομικής δυσφορίας γενικότερα. Μπορεί επίσης, να είναι υποτιμημένη η μετοχή ή μετοχές οι οποίες να είναι σχετικά νέες στον κλάδο ή που έχουν κάνει ανοίγματα, με αποτέλεσμα να μην έχει ακόμα περάσει στα θεμελιώδη τους μεγέθη, η προοπτική για το μέλλον. Ένας άλλος λόγος επίσης, όπως έχει αναφερθεί παραπάνω, είναι να έχουν κάνει επενδύσεις ή να είναι σε φάση μεγέθυνσης, με αποτέλεσμα η φάση αυτή μεγέθυνσης να συμπαρασύρει και τις αποδόσεις τις τωρινές προς τα κάτω. Όταν μια εταιρεία είναι σε φάση μεγέθυνσης και επενδύει έχει εκροές, με αποτέλεσμα να έχει αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις τώρα. Βέβαια, σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά κανείς θα περίμενε καλή επικοινωνία της φάσης μεγέθυνσης των αναμενόμενων χρηματοροών στο μέλλον, οπότε και η αγορά να μην αποτιμήσει αρνητικά την μετοχή τώρα.

Ο πίνακας 8β, παρουσιάζει τη σχέση των κερδών ανά μετοχή τώρα με τις προβλέψεις επί των κερδών στην περίοδο  $t+2$ , δηλαδή σε δυο χρόνια από τώρα. ο πίνακας 8β δείχνει ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του  $ndr$  που είναι μια μεταβλητή αλληλεπίδρασης, μεταξύ απόδοσης μετοχής επί  $ndr$  που είναι η αρνητική αποτίμηση. Είναι μια ψευδομεταβλητή η  $ndr$  που όπως αναφέραμε παραπάνω λαμβάνει 1 για τις αρνητικές αποδόσεις επί των μετοχών. Η αρνητική σχέση του  $ndr$  με τα κέρδη ανά μετοχή, με την εξαρτημένη μεταβλητή δηλαδή είναι αρνητική, που δηλώνει ότι εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητική αποτίμηση εμφανίζουν μια αρνητική σχέση με κέρδη ανά μετοχή και αυτό είναι λογικό να συμβαίνει. Αρνητικές ειδήσεις, αρνητική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή.

Συνοψίζοντας, εταιρείες με αρνητική αποτίμηση από την αγορά θα έχουν χαμηλότερα κέρδη ανά μετοχή. Εάν τα κέρδη τους ήταν υψηλότερα θα αναμέναμε μια θετική αποτίμηση από την αγορά. Άρα λοιπόν κακές ειδήσεις χαμηλότερα κέρδη,

αρνητική σχέση και των δυο. Στη συνέχεια βλέπουμε ότι η μεταβλητή με συντελεστή  $\alpha_{15}$  που είναι η μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $fp2 \times r \times ndr$  είναι σημαντική και θετική, γεγονός που εκφράζει υψηλή συντηρητικότητα των κερδών από τις εταιρείες αυτές, όχι μονάχα τώρα όπως αναφέραμε στην προηγούμενη εξίσωση, αλλά και σε δυο χρόνια από τώρα, η πρόβλεψη επί των κερδών για δυο χρόνια από τώρα.

Τέλος η μεταβλητή αλληλεπίδρασης  $cfid \times ocf$  όπου  $ocf$ , είναι οι χρηματοοικονομικές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και το  $cfid$  είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει 1 όταν υπάρχουν αρνητικές ταμειακές ροές, εμφανίζει αρνητική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή. Η εξήγηση είναι όπως και στην  $rndr$ , όπου υπάρχουν αρνητικές χρηματοροές θα υπάρχει σίγουρα αρνητική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή. Αρνητικές χρηματοροές, συνοδεύονται με χαμηλότερα κέρδη ανά μετοχή. Όταν τα κέρδη είναι λιγότερα χαμηλότερες θα είναι και οι ταμειακές ροές, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω υψηλά κέρδη, υψηλές πωλήσεις μπορούν να συνοδεύονται από χαμηλές ταμειακές ροές εάν αυτές είναι επί πιστώσει. Στην προκειμένη περίπτωση όμως οι χαμηλές χρηματοροές συνοδεύονται εν προκειμένω από χαμηλά κέρδη ανά μετοχή, καθώς η μεταβλητή αυτή έχει αρνητικό πρόσημο.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 7α** δείχνει τα πορίσματα της εξίσωσης 5. Δείχνει ότι το wald-test του μοντέλου είναι μη στατιστικά σημαντικό. Επίσης το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι σημαντικό που σημαίνει, ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ το F-test του τεστ αυτοσυσχέτισης είναι μη στατιστικά σημαντικό, επομένως δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Στη συνέχεια ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 7β** ο οποίος αναφέρεται στην εξίσωση 6 δείχνει, ότι το wald-test είναι μη στατιστικά σημαντικό. Το  $\chi^2$  είναι σημαντικό οπότε υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ τέλος αναφορικά με την αυτοσυσχέτιση το τεστ δείχνει, ότι το F-test είναι μη στατιστικά σημαντικό, επομένως δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 8α** που δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 7, δείχνει ότι το wald-test είναι στατιστικά σημαντικό. Αυτό δηλώνει γενικά, ότι το μοντέλο είναι αποτελεσματικό. Όσον αφορά την κανονικότητα βλέπουμε, ότι είναι στατιστικά σημαντικό το τεστ, οπότε υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, ενώ υπάρχει και πρόβλημα αυτοσυσχέτισης όπως προκύπτει από το στατιστικά σημαντικό F-test του ελέγχου αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 8β** ο οποίος δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 8, δείχνει ότι το wald-test του μοντέλου είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης

δείχνει, ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας γιατί το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι στατιστικά σημαντικό, ενώ αναφορικά με την αυτοσυσχέτιση παρατηρείται, ότι ο έλεγχος αυτοσυσχέτισης είναι στατιστικά σημαντικός, άρα υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης .

## **4.4 Προβλέψεις Χρηματοοικονομικών Αναλυτών**

### **4.4.1 Εξέταση Υπόθεσης 4**

Ο πίνακας 9 ερμηνεύει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 9 και εξετάζει την υπόθεση 4. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση 4 αναφέρει ότι η χειραγώγηση των κερδών συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Αναλυτικότερα λοιπόν, η μεταβλητή sigbeat εμφανίζει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντική. Αυτό δείχνει, ότι εταιρείες οι οποίες έχουν σημαντικά πετύχει τους στόχους των προβλέψεων των αναλυτών, εμφανίζουν μικρότερη πιθανότητα χειραγώγησης. Θα μπορούσε να υπάρχει υψηλότερη πιθανότητα χειραγώγησης εάν η μεταβλητή beat ήταν στατιστικά σημαντική και θετική. Σε αυτή τη περίπτωση, εταιρείες οι οποίες έχουν οριακά πετύχει τις προβλέψεις πιθανόν να χρησιμοποιούν πρακτικές χειραγώγησης κερδών, με σκοπό να μετατρέψουν την ενδεχόμενη αποτυχία, οριακά σε επιτυχία. Αντίθετα, εταιρείες οι οποίες έχουν υπερκαλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών θεωρείται, ότι έχουν όπως δείχνει και ο πίνακας 9 χαμηλότερη χειραγώγηση των κερδών τους. Επίσης, η μεταβλητή sh η οποία είναι ο λογάριθμος του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία εκφράζει ένα αρνητικό πρόσημο. Αυτό το αρνητικό πρόσημο δείχνει, ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία, τοσο πιο μεγάλη διασπορά της ιδιοκτησίας θα υπάρχει σε περισσότερους μετόχους, με αποτέλεσμα να υπάρχει εντονότερος έλεγχος των αποφάσεων και των πράξεων της διοίκησης της εταιρείας. Εάν υπάρξει εντονότερος έλεγχος και παρακολούθηση της συμπεριφοράς της διοίκησης, τότε το ενδεχόμενο χειραγώγησης θα τείνει να είναι χαμηλότερο, όπως ακριβώς εμφανίζεται και με το αρνητικό πρόσημο, δηλαδή την αρνητική σχέση που δείχνει ο πίνακας 9.

Τέλος η μεταβλητή fe που εκφράζει το forecast error, δηλαδή την διαφορά μεταξύ πραγματικών κερδών και πρόβλεψης παρατηρείται, ότι το πρόσημο είναι θετικό, δηλαδή όσο πιο υψηλή χειραγώγηση υπάρχει, τόσο πιο υψηλό forecast error θα υπάρχει, εκφράζοντας βασικά την αβεβαιότητα που υπάρχει, επομένως και την αστοχία ενδεχομένως της πρόβλεψης επί των πραγματικών κερδών. Σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά θα αναμένει κανείς χαμηλά επίπεδα χειραγώγησης



κερδών και χαμηλό forecast error. Κάτι το οποίο μπορεί να εκφραστεί πάλι με το θετικό πρόσημο του πίνακα 9, εάν κανείς υποθέσει ότι τι θετικό πρόσημο σημαίνει χαμηλή χειραγώγηση, χαμηλό forecast error.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 9** δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 9. Σύμφωνα με αυτό το wald-test του μοντέλου είναι στατιστικά σημαντικό επομένως αυτό μαρτυρά την αποτελεσματικότητα του μοντέλου. Ταυτόχρονα, ο έλεγχος κανονικότητας δείχνει ότι ο  $\chi^2$  είναι μη στατιστικά σημαντικό άρα δεν υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, όπως επίσης δεν υπάρχει και πρόβλημα αυτοσυσχέτισης επειδή το F-test του αντίστοιχου ελέγχου είναι μη στατιστικά σημαντικό.

#### 4.4.2 Εξέταση Υπόθεσης 5

Ο **πίνακας 10α** παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 10 η οποία εξετάζει την υπόθεση 5. Η υπόθεση 5 αναφέρει ότι το πλήθος των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία και η πρόταση αγοράς από αυτούς της μετοχής, μέρος το οποίο εξετάζεται από την εξίσωση 11 και παρουσιάζεται στον πίνακα 10β συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Ο πίνακας 10α δείχνει, ότι η υπόθεση αυτή αναφορικά με το πρώτο μέρος που είναι το πλήθος των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία επιβεβαιώνεται. Αναλυτικότερα, εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών, όπως φαίνεται από το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής dac. Στη συνέχεια, οι εταιρείες αυτές εμφανίζουν θετικούς συντελεστές για τις μεταβλητές sh και st. Η μεταβλητή sh δείχνει τον αριθμό των μεταβλητών που είναι σε κυκλοφορία. Επομένως, όσο πιο μεγάλη διασπορά υπάρχει ως προς την ιδιοκτησία της εταιρείας, τόσο πιο μεγάλος και έντονος είναι ο έλεγχος που ασκείται από τα περισσότερα αυτά μέρη που συναποτελούν την ιδιοκτησία της εταιρείας, με αποτέλεσμα το περιθώριο χειραγώγησης να είναι πιο χαμηλό. Αυτό βέβαια ενισχύεται από το γεγονός, ότι πιο πολλοί αναλυτές ακολουθούν την εταιρεία. Ταυτόχρονα, η μεταβλητή st δείχνει των όγκο συναλλαγών. Εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές εμφανίζουν υψηλότερο όγκο συναλλαγών και αυτό εξηγείται ως εξής: το γεγονός ότι μια εταιρεία ακολουθείται από πολλούς αναλυτές αναθερμαίνει το ενδιαφέρον των αναλυτών καθώς δημιουργεί την προσδοκία, ότι για να την ακολουθούν την εταιρεία αυτή πολλοί αναλυτές υπάρχει μια θετική προοπτική. Εκτός βέβαια εάν πρόκειται για μια εταιρεία η οποία έχει μπλεχθεί σε κάποιο σκάνδαλο, οπότε δεν θα την επέλεγε για να αγοράσει τη μετοχή της. Πρέπει όμως να αναφερθεί,

ότι ο συντελεστής είναι πολύ μικρός ως προς το μέγεθός του. Άρα και η συμβολή της μεταβλητής αυτής στην ερμηνεία της εξαρτημένης είναι μικρή, αμελητέα, παρότι στατιστικά σημαντική.

Στη συνέχεια παρατηρείται το εξής ζευγάρι μεταβλητών. Η μεταβλητή *beat* έχει αρνητικό συντελεστή, ενώ η μεταβλητή *sigbeat* θετικό. Αυτό δηλώνει όπως έχει αναφερθεί παραπάνω ότι όταν μια εταιρεία έχει οριακά καλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, όπως αυτό εκφράζεται με τη μεταβλητή *beat*, μπορεί να προέρχεται από χειραγώγηση ή κάποια πρακτική χειραγώγησης, η οποία έχει ως σκοπό και πετύχει την ωραιοποίηση των αποτελεσμάτων, για να επιτεχθούν οι προβλέψεις. Ενώ, όταν μια εταιρεία έχει σημαντικά πετύχει ή υπερκαλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, τότε δεν μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι υπάρχει τεράστια κλίμακας χειραγώγηση και η εταιρεία κατάφερε την αδυναμία ενδεχομένως κάλυψης των προβλέψεων να την κάνει τεράστια επιτυχία και να υπερκαλύψει μια πολύ μεγάλη απόσταση και διαφορά.

Πρέπει να σημειωθεί ταυτόχρονα, ότι το δείγμα της μελέτης είναι εταιρείες που ανήκουν στο δείκτη FTSE 250, δηλαδή εταιρείες επιλεγμένες πολύ προσεκτικά ως προς την κεφαλαιοποίηση, τις προοπτικές, τη δυναμική τους και η πλειοψηφία από αυτές ελέγχεται από τις μεγάλες τέσσερις ελεγκτικές εταιρείες, που σημαίνει, πως εαν υπήρχε μια τέτοια κατάσταση θα την είχαν ήδη εντοπίσει οι ελεγκτές και θα την είχαν αναφέρει. Εν προκειμένω, παρατηρείται ότι ο συντελεστής της μεταβλητής *beat* που θα εξέφραζε χειραγώγηση όπως αναφέρθηκε και παραπάνω είναι αρνητικός, δηλαδή εταιρείες οι οποίες ακολουθούνται από πολλούς αναλυτές, δεν εμφανίζουν οριακή κάλυψη, το αντίθετο μάλλον. Ενώ συντελεστής της μεταβλητής *sigbeat* είναι θετικός που σημαίνει, ότι αυτές οι εταιρείες έχουν υπερκαλύψει τις προβλέψεις και γι αυτό ίσως προσελκύουν τον ενδιαφέρον των αναλυτών, δηλαδή εμφανίζουν μια πολύ καλή και θετική πορεία στην αγορά, καλύπτουν τις προβλέψεις και τις προσδοκίες των επενδυτών και των αναλυτών, όποτε ελκύουν και τη σημαντική προσοχή των αναλυτών.

Ο πίνακας 10β παρουσιάζει το αποτελέσματα της εξίσωσης 11, η οποία εξετάζει το δεύτερο μέρος της υπόθεσης 5, δηλαδή το πλήθος των αναλυτών που ακολουθούν μια εταιρεία (αυτό εξετάζεται κ παραπάνω στον πίνακα 10α) και η πρόταση αγοράς της μετοχής από αυτούς, συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών.

Πράγματι, ο πίνακας 10β δείχνει, ότι εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς της μετοχής εμφανίζουν αρνητικό *da*c, δηλαδή χαμηλή

χειραγώγηση. Άλλωστε η διαφάνεια τους και οι προοπτικές τους αλλά και η ποιότητα της χρηματοοικονομικής λογιστικής και των δημοσιευόμενων μεγεθών είναι αυτή που προσελκύει τους αναλυτές και οδηγεί στην ισχυρή πρόταση για αγορά από αυτούς.

Στη συνέχεια παρατηρείται ότι υπάρχει χαμηλότερο σφάλμα αναλυτή, χαμηλότερο forecast error, που εκφράζεται από τη μεταβλητή fe και το οποίο δείχνει τη διαφορά μεταξύ πραγματικών κερδών και πρόβλεψης επ' αυτών. Όπως έχει αναφερθεί παραπάνω, όσο πιο μικρό είναι το forecast error, τόσο πιο κοντά στην πραγματικότητα είναι και η πρόβλεψη, αλλιώς τόσο πιο κοντά στην πρόβλεψη είναι και τα κέρδη, τα οποία έχει παρουσιάσει μια εταιρεία. Όσο πιο μικρό είναι το forecast error, τόσο πιο μικρή είναι η αστάθεια, η αβεβαιότητα, ο κίνδυνος μιας μετοχής. Άρα, οι εταιρείες για τις οποίες υπάρχει θετική εισήγηση, θετική πρόταση, δηλαδή για αγορά θα αναμενόταν να εμφανίζουν και χαμηλό κίνδυνο όπως εκφράζεται από μια αρνητική μεταβλητή fe που δίνει ο πίνακας 10β.

Στη συνέχεια η μεταβλητή sh η οποία δείχνει τον αριθμό των μεταβλητών σε κυκλοφορία, εκφράζει θετικό συντελεστή που σημαίνει όπως αναφέραμε στον πίνακα 10α ότι υπάρχει πιο μεγάλη διασπορά ως προς την ιδιοκτησία της εταιρείας. Άρα, θα αναμένονταν πιο μεγάλη διαφάνεια και έλεγχος της συμπεριφοράς των αποφάσεων και των πράξεων της διοίκησης της εταιρίας. Μεγαλύτερη διαφάνεια και ποιότητα σημαίνει προφανώς και καλύτερες πιο αξιόπιστες πιο έντιμες προοπτικές για την εταιρεία. Γεγονός που θα έλκυε τους αναλυτές, θα έλκυε θετικές αποτιμήσεις και θετικές εισηγήσεις ως προς την αγορά της μετοχής όπως συμβαίνει από τη θετική σχέση της εξαρτημένης και της ανεξάρτητης στον εν λόγω πίνακα.

Στη συνέχεια, παρατηρείται, ότι οι εταιρείες αυτές έχουν σημαντικά καλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, όπως προκύπτει από το θετικό συντελεστή sigbeat του ίδιου πίνακα. Τέλος, οι εταιρείες οι οποίες έχουν ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές εμφανίζουν χαμηλή μόχλευση όπως εκφράζεται από τη μεταβλητή gear. Βέβαια, η μεταβλητή αυτή έχει πάρα πολύ μικρό συντελεστή όπως δείχνει ο πίνακας 10β πλην όμως, όταν μια εταιρεία δεν είναι τόσο επιβαρυνόμενη δανειακά, ενδεχομένως να μειώνει το επίπεδο κινδύνου που θα απολάμβανε διαφορετικά ο επενδυτής και να ελκύει μια θετική εισήγηση και πρόταση για αγορά. Διαφορετικά όταν μια εταιρεία είναι στο όριο της δανειακής της επιβάρυνσης, δεν θα συνοδεύεται μονάχα από υψηλότερο κόστος δανεισμού δηλαδή επιτόκιο, αλλά όμως και από πιο δεσμευτικούς

και αυστηρούς όρους δανειοδότησης οι οποίοι περαιτέρω θα έπνιγαν τα περιθώρια ανάπτυξης και μεγέθυνσης της εταιρείας στο μέλλον.

Τέλος, η μεταβλητή  $lna$  που εκφράζει το μέγεθος της εταιρείας είναι θετική και αυτό δηλώνει ότι εταιρείες οι οποίες που είναι μεγάλες ελκύουν την προσοχή διαφόρων συμμετεχόντων στις κεφαλαιαγοράς και των αναλυτών, οι οποίοι εκφράζουν θετική πρόταση για αγορά της μετοχής, εφόσον φυσικά όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν φυσικοί και τα θεμελιώδη τους είναι ευοίωνα.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 10α** που παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 10, δείχνει ότι το wald-test είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης παρατηρείται πρόβλημα κανονικότητας επειδή το  $\chi^2$  είναι στατιστικά σημαντικό του ελέγχου κανονικότητας, ενώ αναφορικά με το τεστ αυτοσυσχέτισης το F-test είναι στατιστικά σημαντικό, καθώς υπάρχει και αυτοσυσχέτιση.

Στη συνέχεια ο **πίνακας 10β** που δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 11 εμφανίζει ότι το wald-test που όπως αναφέρθηκε δείχνει την αποτελεσματικότητα του μοντέλου, είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης, υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, καθώς το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι σημαντικό, ενώ υπάρχει και αυτοσυσχέτιση καθώς το αντίστοιχο F-test είναι στατιστικά σημαντικό και αυτό.

#### 4.4.3 Εξέταση Υπόθεσης 6

Ο **πίνακας 11α** παρουσιάζει τα ευρήματα της εξίσωσης 12, η οποία εξετάζει την υπόθεση 6. Σύμφωνα με την οποία οι υψηλές προβλέψεις των κερδών για της περιόδους  $t+1$  και  $t+2$ , συνδέονται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών της περιόδου  $t0$ . Ο πίνακας 11α εξετάζει το πρώτο μέρος που είναι για τη περίοδο  $t+1$ , ενώ ο πίνακας 11β εξετάζει το δεύτερο μέρος που είναι η περίοδος  $t+2$ .

Αναλυτικότερα, ο πίνακας 11α δείχνει ότι οι προβλέψεις των αναλυτών για την επόμενη περίοδο, για την περίοδο  $t+1$ , δηλαδή συνδέονται θετικά με τον όγκο συναλλαγών όπως δείχνει η μεταβλητή  $st$ . Πράγματι, όντως οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλό όγκο συναλλαγών, δηλαδή μεγάλο ενδιαφέρον αγωνιστικό, εφόσον τα υπόλοιπα θεμελιώδη τους στοιχεία είναι θετικά και οι προοπτικές και οι προσδοκίες είναι και αυτές θετικές, θα συνδέονται με θετικές προβλέψεις επί των κερδών τους για την επόμενη περίοδο. Βέβαια πρέπει να τονιστεί ότι ο συντελεστής

είναι αρκετά μικρός. Στη συνέχεια, παρατηρείται ότι οι προβλέψεις για την περίοδο  $t+1$  συνδέονται θετικά με τη μεταβλητή *sigbeat* που δείχνει, ότι οι εταιρείες έχουν υπερκαλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών. Προκύπτει, ότι εταιρείες οι οποίες έχουν ήδη υπερκαλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, καλλιεργούν θετικές προσδοκίες για το μέλλον στην κεφαλαιαγορά και απολαμβάνουν θετικές προβλέψεις και για το άμεσο μέλλον. Αυτό στην χρηματοοικονομική λέγεται το φαινόμενο της κεκτημένης ταχύτητας, το *momentum effect*. Βέβαια αυτό αποτελεί ανωμαλία της κεφαλαιαγοράς, πλην όμως εταιρείες οι οποίες έχουν εμφανίσει ένα καλό ιστορικό κάλυψης ή ακόμα καλύτερα υπερκάλυψης των προβλέψεων των αναλυτών, δημιουργούν την προσδοκία ή δίνουν το μήνυμα στην αγορά ότι θα συνεχίσουν την καλή πορεία τουλάχιστον για το άμεσο μέλλον. Πρέπει να τονιστεί ότι ο συντελεστής είναι 38,4 πάρα πολύ μεγάλος, γεγονός το οποίο ενδεχομένως να δημιουργεί ανησυχίες ως προς την ακρίβεια του ευρήματος της ανάλυσης γι' αυτό πρέπει να αναζητηθεί το μέγεθος αυτό με προσοχή και να εξεταστεί περαιτέρω.

Τέλος, οι προβλέψεις για τον επόμενο χρόνο  $t+1$  συνδέονται με θετική κερδοφορία. Ο δείκτης *roa* που είναι η αποδοτικότητα του ενεργητικού δείχνει ένα θετικό συντελεστή, δηλαδή μια θετική σχέση με τις προβλέψεις. Πράγματι, η εταιρεία που έχει θετική κερδοφορία στο παρόν δημιουργεί πάλι καλές προσδοκίες για το μέλλον, εφόσον φυσικά όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί και έτσι ελκύουν οι εταιρείες αυτές και θετικές προβλέψεις για την επόμενη περίοδο.

Ο πίνακας 11β, εξετάζει την εξίσωση 13 που είναι το δεύτερο μέρος της υπόθεσης 6 το οποίο αναφέρεται στην περίοδο  $t+2$ , δηλαδή σε δύο χρόνια από το παρόν. Τα αποτελέσματα δείχνουν θετικές προβλέψεις επί των κερδών για δυο χρόνια από το παρόν, ακριβώς γιατί αναφέρεται ο αναλυτής σε μια πιο μεγάλη περίοδο, άρα σε μεγαλύτερη αβεβαιότητα και περισσότερους αστάθμητους παράγοντες. Μεγάλο ρόλο πρώτα απ όλα παίζει η διαφάνεια και η αξιοπιστία των μεγεθών που δημοσιοποιούνται. Παρατηρείται λοιπόν ότι η χειραγώγηση των κερδών όπως αυτή εκφράζεται από το *acc* εμφανίζει αρνητικό πρόσημο, άρα οι εταιρείες που χειραγωγούν λιγότερο τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερες προβλέψεις επί των κερδών τους από τους αναλυτές, δηλαδή μεγαλύτερη αξιοπιστία για το μέλλον.

Ταυτόχρονα το *forecast error*, δηλαδή η μεταβλητή *fe* εμφανίζει αρνητικό πρόσημο και δείχνει ότι οι εταιρείες αυτές εμφανίζουν μικρότερη απόκλιση των πραγματοποιηθέντων κερδών από τις προβλέψεις, άρα λιγότερη αστάθεια και αβεβαιότητα για το μέλλον άρα κίνδυνος. Άρα, εφόσον υπάρχει χαμηλότερος κίνδυνος

ασφαλώς υπάρχει και πιο θετική πρόβλεψη για το μέλλον. Θα ήταν λογικό, εφόσον το forecast error είναι πιο χαμηλό, οι μεταβλητές της κάλυψης ή της υπερκάλυψης των προβλέψεων beat, miss, sigbeat, sigmiss, να είναι κάποια από αυτές σημαντική. Κυρίως το sigbeat, δηλαδή η μεταβλητή που δείχνει την υπερκάλυψη των προβλέψεων επί των κερδών αλλά όμως δεν είναι. Βέβαια, ούτε και η μεταβλητή beat η οποία θα έδειχνε την οριακή κάλυψη της πρόβλεψης, ενδεχομένως κάποια χειραγώγηση, είναι σημαντική, το οποίο βέβαια είναι θετικό. Τέλος, εάν περιοριστεί η ανάλυση στο αρνητικό forecast error θα εξαχθεί το συμπέρασμα, έστω και ότι πιο αδύναμα πιο ασθενικά μπορεί να επιβεβαιωθεί η υπόθεση 6. Το sigbeat δηλαδή δεν είναι στατιστικά σημαντικό, δεν έχει αναδειχθεί από την ανάλυση, όμως το forecast error είναι αρνητικό και δηλώνει την απόκλιση μεταξύ του πραγματοποιηθέντος κέρδους από την πρόβλεψη του.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 11α** που παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 12, δείχνει ένα στατιστικά σημαντικό wald-test. Επίσης παρουσιάζει πρόβλημα κανονικότητας, καθώς το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι σημαντικό, ενώ τέλος δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 11β** που παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 13, δείχνει ότι το wald-test είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης, δείχνει ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας και πρόβλημα αυτοσυσχέτισης, καθώς το  $\chi^2$  του ελέγχου κανονικότητας και το F-test αυτοσυσχέτισης είναι και τα δυο στατιστικά σημαντικά.

#### 4.4.4 Εξέταση Υπόθεσης 7

Ο **πίνακας 12** εξετάζει την υπόθεση 7, σύμφωνα με την οποία το μέγεθος των θεμελιωδών μεγεθών μιας εταιρίας συνδέεται σημαντικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Η υπόθεση αυτή επιδιώκει και συνέχιση των προηγούμενων του ίδιου κεφαλαίου, να αναδείξει, να εντοπίσει, να ανακαλύψει και άλλες παραμέτρους που μπορεί να συνδέονται με την επίτευξη, την προσπάθεια των επενδυτών, να πετύχουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Τα μεγέθη τα οποία η υπόθεση 7 εξετάζει είναι, α) το μέγεθος της εταιρείας όπως αυτό εκφράζεται από τη μεταβλητή  $\ln a$ , που είναι ο νεπέριος λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού, από β) τη μεγέθυνση της κεφαλαιοποίησης που είναι η μεταβλητή  $m_{bv}$ , δηλαδή χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, από γ) τη μόχλευση που εδώ εκφράζεται ως δανειακές υποχρεώσεις ως προς τις συνολικές

υποχρεώσεις της εταιρείας και δ) από τη ρευστότητα της η οποία εκφράζεται από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

Αναλυτικότερα ο **πίνακας 12α** δείχνει τα ευρήματα της εξίσωσης 14. Πιο συγκεκριμένα, δείχνει ότι το μέγεθος της εταιρείας συνδέεται θετικά με τη μεταβλητή  $sh$  που είναι ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία. Άρα, όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρεία, τόσο πιο μεγάλη διασπορά ενδέχεται να έχει επί της ιδιοκτησίας της, ή τόσο πιο πολύ ενδέχεται να έχει εκδώσει μετοχές για να επεκταθεί και να αναλάβει το μέγεθος το οποίο έχει στην πορεία των ετών να εμφανίσει. Στη συνέχεια, συνδέεται θετικά το μέγεθος με τον όγκο των συναλλαγών, τη μεταβλητή  $st$ . Οι μεγάλες εταιρείες είναι πιο γνωστές έχουν ενδεχομένως μεγάλη ιστορία, φήμη άρα πελάτες, ενδεχομένως να προσελκύουν πιο πολύ το ενδιαφέρον των αναλυτών και των επενδυτών, άρα έτσι να υπάρχει και πιο έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον για αυτές.

Στη συνέχεια, παρατηρείται ότι το μέγεθος της εταιρείας συνδέεται θετικά με την οριακή κάλυψη των προβλέψεων. Ο πίνακας 12α δείχνει ότι η μεταβλητή  $sigbeat$ , δηλαδή η υπερκάλυψη των προβλέψεων δεν εμφανίζεται ως στατιστικά σημαντική, δεν έχει αναδειχθεί, εμφανίζει όμως θετική σύνδεση ή συσχέτιση με τη μεταβλητή  $beat$  που είναι η οριακή κάλυψη, η οποία όπως αναφέρθηκε και παραπάνω μπορεί να εμφανίζει κάποια μορφή χειραγώγησης. Επίσης, συνδέεται θετικά με την αποτυχία κάλυψης των προβλέψεων αλλά και αρνητικά με την οριακή αποτυχία. Τα αποτελέσματα του πίνακα 12α όσον αφορά τις προβλέψεις των αναλυτών ή την κάλυψη ή την μη κάλυψη αυτών, οριακή ή σημαντική, εμφανίζονται ως αντικρουόμενα, πλην όμως πρέπει να τονιστεί ότι οι συντελεστές των μεταβλητών αυτών, αν και όλων του μοντέλου αυτού είναι πάρα πολύ μικροί σε μέγεθος. Επομένως συνιστάται η περαιτέρω εξέταση της σχέσης του μεγέθους της εταιρείας με τις προβλέψεις των αναλυτών.

Ο **πίνακας 12β** εξετάζει την υπόθεση 7 μέσα από το πρίσμα της εξίσωσης 15. Πιο συγκεκριμένα, ο πίνακας 12β δείχνει ότι ο δείκτης μεγέθυνσης μιας εταιρείας όπως αυτός εκφράζεται από τη χρηματιστηριακή αξία προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή τη μεταβλητή  $mbv$  συνδέεται θετικά με τη μεταβλητή  $sh$  που είναι ο αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία. Πράγματι, μια εταιρεία η οποία βρίσκεται σε μια φάση μεγέθυνσης και επέκτασης, ενδεχομένως χρειάζεται να αντλήσει κεφάλαια από την αγορά, αλλά και να δανειστεί φυσικά, εν προκειμένω να αντλήσει κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά, προκειμένου να τα χρησιμοποιήσει για τους σκοπούς της επέκτασης και της μεγέθυνσης της.

Στη συνέχεια, παρατηρείται ότι η μεταβλητή *beat* καταδεικνύει ότι εταιρείες που βρίσκονται σε φάση μεγέθυνσης ενδέχεται να καταφεύγουν σε πρακτικές χειραγώγησης των κερδών τους, έτσι ώστε να ωραιοποιούν τα κέρδη τους και οριακά να καλύπτουν τις προβλέψεις. Σημειώνεται, ότι η μεταβλητή *beat* αναφέρεται στην οριακή κάλυψη των προβλέψεων, που σημαίνει ότι κάποια εταιρεία μπορεί να μην κάλυπτε τις προβλέψεις αλλά κάποια τεχνική ωραιοποίησης, χειραγώγησης, επέμβασης να έχει καταφέρει να έχει επηρεάσει τα κέρδη της ανοδικά και να έχει πετύχει έτσι την πρόβλεψη. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός, ότι η εταιρεία χρειάζεται να πετύχει τους σκοπούς, τις στρατηγικές μεγέθυνσης και μια από της τεχνικές αυτές είναι η οριακή κάλυψη των προβλέψεων, έτσι ώστε να εντυπωσιάσει τους επενδυτές, με σκοπό να δημιουργήσει θετικές προσδοκίες στην κεφαλαιαγορά για το ευοίωνο μέλλον των προοπτικών της.

Τέλος παρατηρείται, ότι οι εταιρείες αυτές με υψηλό δείκτη μεγέθυνσης παρουσιάζουν χαμηλό μέγεθος. Η μεταβλητή *lna* είναι αρνητική και αυτό δηλώνει, ότι οι εταιρίες, οι οποίες είναι μικρότερες τείνουν να παρουσιάζουν υψηλότερο ρυθμό μεγέθυνσης, καθώς οι μεγάλες έχουν ήδη αναπτυχθεί, επεκταθεί οπότε και ο οριακός ρυθμός μεγέθυνσης να είναι μικρότερος απ' ότι είναι σε εταιρείες, που είναι μικρές και νέες.

Ο **πίνακας 12γ** παρουσιάζει τα ευρήματα της εξίσωσης 16 της υπόθεσης 7, που εξετάζει το δανεισμό και τη σχέση του με την επίτευξη ή μη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Αναλυτικότερα, ο δανεισμός των εταιρειών παρουσιάζει αρνητική σχέση με τη χειραγώγηση των κερδών. Αυτό θα αναμενόταν εξαιτίας του ότι δανεισμός, μόχλευση, σημαίνει ότι η τράπεζα και γενικότερα οι δανειστές παρακολουθούν πιο στενά τη συμπεριφορά, τις αποφάσεις, γενικότερα το μηχανισμό λήψης αποφάσεων των εταιρειών με αποτέλεσμα το αποτέλεσμα χειραγώγησης να είναι στενότερο.

Στη συνέχεια, παρουσιάζεται αρνητική σχέση με το *forecast error (fe)*. Πράγματι, υψηλός δανεισμός θα περίμενε κάποιος να σημαίνει χαμηλό επίπεδο αβεβαιότητας, διαφορετικά δε θα δάνειζαν οι δανειστές, αν και μπορεί να υποστηριχθεί, ότι θα μπορούσαν να δάνειζαν με επαχθέστερους όρους, κάτι το οποίο φυσικά είναι για μελλοντική έρευνα και περαιτέρω εξέταση.

Τέλος, ο **πίνακας 12γ** παρουσιάζει το εξής ενδιαφέρον. Οι μεταβλητές υπερκάλυψης των προβλέψεων *sigbeat* και μη σημαντικής κάλυψης αυτών, το *insigbeat* είναι και οι δυο σημαντικές και αρνητικές. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες με



υψηλό δανεισμό, ούτε έχουν υπερκαλύψει τις προβλέψεις αλλά ούτε τις έχουν καλύψει οριακά, ούτε σημαντικά, κάπου ενδιάμεσα. Βέβαια, δεν υπάρχει κάποια μεταβλητή (δεν έχει χρησιμοποιηθεί στο μοντέλο) η οποία να δείχνει κάτι το ενδιάμεσο, κάποιο ποσοστό ή κάποιο επίπεδο που να δείχνει τη σημαντική κάλυψη, την οριακή κάλυψη ή την ενδιάμεση κάλυψη. Παρόλα αυτά, επαναλαμβάνεται ότι και η μη σημαντική κάλυψη και η υπερκάλυψη είναι και οι δύο αρνητικές. Αυτό σημαίνει, πως οι εταιρείες με υψηλό δανεισμό άμεσα καλύπτουν τις προβλέψεις των αναλυτών, ούτε σημαντικά δηλαδή, ούτε μη σημαντικά.

Ο πίνακας 12δ, δείχνει τα ευρήματα της εξίσωσης 17, η οποία μελετά την υπόθεση 7 και πιο συγκεκριμένα κατά πόσο η ρευστότητα συνδέεται με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών των εταιριών.

Ο πίνακας 12β παρουσιάζει ότι η σχέση μεταξύ ρευστότητας και forecast error είναι η εξής: εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα τείνουν να εμφανίζουν υψηλό forecast error, όπως φαίνεται από το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής. Υψηλό forecast error σημαίνει όπως έχει αναφερθεί παραπάνω, υψηλή αβεβαιότητα ή μεγάλη απόκλιση μεταξύ πραγματοποιηθέντων κερδών και προβλέψεων επί των κερδών. Η μεγάλη αυτή αβεβαιότητα μπορεί να προέρχεται από ελλιπή πληροφόρηση των αναλυτών, όποτε ουσιαστικά δημοσιεύουν προβλέψεις οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Μπορεί από την άλλη, οι εταιρείες να χρησιμοποιούν πρακτικές χειραγώγησης όπως για παράδειγμα, μετάθεσης χρονικά της αναγνώρισης συγκεκριμένων κατηγοριών εσόδων και εξόδων ευκαιριακά ή να χρησιμοποιούν πρακτικές κατά τις οποίες φορτώνουν μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο με πάρα πολλά έξοδα ή ζημίες, εφόσον έχουν αποτύχει να καλύψει τις προβλέψεις, για να εμφανίσουν καλύτερα μεγέθη την επόμενη χρονική περίοδο, πιο εύκολα. Ωστόσο, ο πίνακας 12δ δείχνει αυτή την αβεβαιότητα που υπάρχει. Αυτή η απόκλιση μεταξύ πραγματοποιηθέντων κερδών και προβλέψεων επ' αυτών ερμηνεύεται επίσης από τις μεταβλητές beat και sigmiss. Πιο συγκεκριμένα, η μεταβλητή beat που δηλώνει την οριακή κάλυψη των προβλέψεων είναι θετική, που σημαίνει ότι εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα τείνουν πιο πολύ να καλύπτουν τις προβλέψεις οριακά (ενδεχόμενη πρακτική χειραγώγησης).

Ταυτόχρονα η μεταβλητή sigmiss δηλώνει το εξής: εάν η sigmiss ήταν θετική θα δήλωνε ότι οι εταιρείες αποτυγχάνουν να καλύψουν σημαντικά τις προβλέψεις τους. Η μεταβλητή όμως είναι αρνητική που σημαίνει ότι εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα λιγότερο αποτυγχάνουν να καλύψουν τις προβλέψεις. Άρα, για να

αποτυγχάνουν λιγότερο αυτό ουσιαστικά θα ενισχύει τη μεταβλητή *beat* που έχει αναφερθεί παραπάνω, ότι δηλαδή οριακά τις καλύπτουν. Γι' αυτό υπάρχει και αυτή η αβεβαιότητα στις προβλέψεις που αναφέραμε μέσω της μεταβλητής *fe*. Τέλος οι εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα εμφανίζουν θετικές μεταβλητές *sg*, που είναι ο αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία και του όγκου συναλλαγών της *st*.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 12α** που παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 14, δείχνει ότι το *wald-test* είναι μη στατιστικά σημαντικό, επίσης ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, καθώς το  $\chi^2$  του τεστ κανονικότητας είναι σημαντικό ενώ υπάρχει και πρόβλημα αυτοσυσχέτισης.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 12β** που παρουσιάζει τα ευρήματα της εξίσωσης 15, δείχνει ότι το *wald-test* είναι στατιστικά σημαντικό του μοντέλου, ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, επίσης και αυτοσυσχέτισης, καθώς το  $\chi^2$  και το *F-test* των ομώνυμων ελέγχων είναι στατιστικά σημαντικά.

Ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 12γ** που δείχνει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 16, δείχνει ότι το *wald-test* είναι στατιστικά σημαντικό του μοντέλου επίσης, ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας, καθώς προκύπτει από το στατιστικά σημαντικό  $\chi^2$ , ενώ δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης, καθώς το αντίστοιχο *F-test* είναι στατιστικά μη σημαντικό.

Τέλος, ο διαγνωστικός έλεγχος του **πίνακα 12δ** που παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εξίσωσης 17, δείχνει ότι το *wald-test* είναι στατιστικά σημαντικό του μοντέλου, ότι υπάρχει πρόβλημα κανονικότητας επίσης και αυτοσυσχέτισης, καθώς το  $\chi^2$  και το *F-test* των αντίστοιχων τεστ είναι στατιστικά σημαντικά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να εξακριβωθεί αν εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου προέβησαν σε τεχνικές χειραγώγησης και εάν εμφάνισαν επίπεδα συντηρητικότητας των κερδών τους για την χρονική περίοδο 2012-2016.

Οι ερευνητικές ερωτήσεις που εξέτασε η παρούσα μελέτη συνοπτικά, αφορούσαν την σχέση του να ακολουθείται μια εταιρεία από πολλούς αναλυτές, και την σχέση της πρόβλεψης υψηλών κερδών με χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών. Η εργασία εξέτασε το μέγεθος των θεμελιωδών μεγεθών και κατά πόσο συνδέεται με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών. Ασχολήθηκε με την χειραγώγηση των κερδών και εάν συνδέεται θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών. Μελέτησε αν εταιρείες για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς της μετοχής από τους αναλυτές τείνουν να εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα κερδών. Καθώς, και αν αναλυτές που ακολουθούν μια εταιρεία και η πρόταση αγοράς της μετοχής από αυτούς, θα μπορούσε να συνδεθεί θετικά με την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών.

Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης δείχνουν ότι, εταιρείες οι οποίες βρίσκονται σε φάση μεγέθυνσης τείνουν να έχουν χαμηλότερα κέρδη. Επίσης, εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν αρνητικές ειδήσεις ή αρνητική αποτίμηση μετοχών από την αγορά και ταυτόχρονα έχουν υψηλή μόχλευση, τείνουν να έχουν χαμηλότερη κερδοφορία. Ακόμα, εταιρείες οι οποίες έχουν αρνητικές αποδόσεις παράλληλα όμως, ισχυρή πρόταση αγοράς από τους αναλυτές, έχουν θετικό αντίκτυπο στα κέρδη ανά μετοχή. Από τα αποτελέσματα φαίνεται ότι όσο πιο μεγάλη διασπορά υπάρχει ως προς την ιδιοκτησία της εταιρείας, τόσο πιο μεγάλος και έντονος είναι ο έλεγχος που ασκείται, με αποτέλεσμα το περιθώριο χειραγώγησης να είναι πιο χαμηλό. Επίσης αποδεικνύεται πως εταιρείες που χειραγωγούν λιγότερο, τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερες προβλέψεις επί των κερδών από τους αναλυτές, δηλαδή μεγαλύτερη αξιοπιστία για το μέλλον. Επιπλέον, εταιρείες με χαμηλή ρευστότητα τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερη χειραγώγηση στην προσπάθεια να ικανοποιήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών για το μέλλον. Εταιρείες οι οποίες έχουν χαμηλό μέγεθος, αλλά για τις οποίες υπάρχει ισχυρή πρόταση αγοράς από τους μετόχους, εξαιτίας των

καλών προοπτικών τους όπως αυτές έχουν αποτιμηθεί από τους αναλυτές, τείνουν να έχουν χαμηλή χειραγώγηση. Εταιρείες οι οποίες έχουν υψηλή μόχλευση τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλή χειραγώγηση ακριβώς επειδή υψηλή η μόχλευση σημαίνει πιο έντονη παρακολούθηση από τις τράπεζες, Και τέλος, εταιρείες που βρίσκονται σε φάση μεγέθυνσης ενδέχεται να καταφεύγουν σε πρακτικές χειραγώγησης των κερδών τους, έτσι ώστε να ωραιοποιούν τα κέρδη τους και οριακά να καλύπτουν τις προβλέψεις.

Τα ευρήματα της μελέτης ενδέχεται να ενδιαφέρουν τους οικονομικούς αναλυτές, τις εποπτικές αρχές και τους επενδυτές. Η μελέτη μπορεί να είναι χρήσιμη ιδιαίτερα για τους λογιστές που καταγράφουν τα πρότυπα, προσπαθώντας παράλληλα να μειώσουν την ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ χρηστών των λογιστικών πληροφοριών και να εξαλείψουν τα φαινόμενα καιροσκοπισμού και της χειραγώγησης των κερδών. Τα ευρήματα της μελέτης μπορούν επίσης να είναι χρήσιμα στους επενδυτές και άλλους χρήστες λογιστικών, ιδίως σε χώρες με υψηλότερη ασυμμετρία πληροφόρησης.

Η παρούσα μελέτη συμβάλλει στη βιβλιογραφία παρέχοντας αποδείξεις ότι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν υψηλά πρότυπα λογιστικής ποιότητας στις πρακτικές χρηματοοικονομικής αναφοράς, που ακολουθούν, υιοθετούν συντηρητική προσέγγιση στην αναφορά ζημιών και κερδών, γεγονός που ενισχύει περαιτέρω την αξιοπιστία των οικονομικών τους καταστάσεων. Η μελέτη συμβάλλει επίσης δείχνοντας ότι οι υψηλής ποιότητας λογιστική πληροφόρηση προωθεί την ποιοτική συντηρητικότητα και περιορίζει την ευκαιριακή συντηρητικότητα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η λογιστική ποιότητα ενισχύει την αποδοτικότητα και την εγκυρότητα των οικονομικών μεγεθών και μειώνει τον καιροσκοπισμό και την χειραγώγηση των κερδών.

Η μελέτη υποδηλώνει ότι η λογιστική πληροφόρηση που έχει υψηλή λογιστική ποιότητα και αντικατοπτρίζουν μια συντηρητική χρηματοοικονομική πληροφόρηση καθιστούν τις ετήσιες εκθέσεις πιο αξιόπιστες μειώνοντας τον σκεπτικισμό των συμμετεχόντων στην αγορά. Αυτό θα ήταν πιο έντονο σε χώρες με ισχυρούς μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών, όπου η ζήτηση πληροφοριών υψηλής ποιότητας είναι ισχυρότερη. Αντίθετα, σε χώρες με αδύναμους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών, η αποκάλυψη των λογιστικών πληροφοριών που είναι δύσκολο να επαληθευτεί θα εκτιμηθεί ιδιαίτερα από τη χρηματιστηριακή αγορά και θα προσελκύσει επενδυτές μετά τη μείωση της αβεβαιότητας και της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Κατά γενικό κανόνα, η συντηρητικότητα υποστηρίζει την εταιρική

διακυβέρνηση και μειώνει την ασυμμετρία των πληροφοριών και το κόστος των υπηρεσιών, γεγονός που μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων και στις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδυτών κατά τη διάρκεια μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (Johnson et al, 2000).

Η μελέτη αυτή υποδηλώνει ότι, προκειμένου να επιτυγχάνεται μια πιο σταθερή επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών, οι επιχειρήσεις τείνουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους περισσότερο. Οι εταιρείες που οριακά καλύπτουν τις προβλέψεις των αναλυτών τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερες πρακτικές χειραγώγησης των κερδών. Αντίθετα, οι διοικήσεις θα είχαν ισχυρό κίνητρο να χρησιμοποιήσουν την συντηρητικότητα των κερδών, προκειμένου να λάβουν θετική ανταπόκριση στο χρηματιστήριο και θετικές κρίσεις και εισηγήσεις από τους αναλυτές.

Η μελλοντική έρευνα πρέπει να εξετάσει τον τρόπο με τον οποίο η ποιότητα των κερδών, οι προβλέψεις των αναλυτών και η συμπεριφορά των διοικήσεων επηρεάστηκαν από την ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Θα πρέπει να εξετάσει χώρες με διαφορετικά θεσμικά χαρακτηριστικά, αναδυόμενες αγορές και χώρες στις οποίες η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης θεωρείται ότι είναι χαμηλότερη.

## Πίνακας Βιβλιογραφίας

- Aboody, D. and Kaznik R. (2000), “CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures”, *Journal of Accounting and Economics*, **29**, pp. 73-100.
- Agarwal, V., A. Liao, E. Nash and R. Taffler (2008), “ The Impact of Effective Investor Relations on Market Value”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1102644>.
- Ajinkya, B., S. Bhojraj and P. Sengupta (2005), “The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts”, *Journal of Accounting Research*, **43**, pp. 343-376.
- Ali, A. and W. Zhang (2008), Proximity to Broad Credit Rating Change and Earnings Management, Working Paper available at: <http://ssrn.com/abstract=1163003>.
- Amihud, Y. and H. Mendelson (1986), “Asset Pricing and the Bid-Ask Spread”, *Journal of Financial Economics*, **17**, pp.223-249.
- Argenti, P., R. Howell and K. Beck (2005), “The Strategic Communication Imperative”, *MIT Sloan Management Review*, **46**, p. 83.
- Ball, R., S. Kothari and A. Robin (2000), “The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, **29**, pp. 1–51.
- Ball, R. (2001), “Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure”, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 127-169.
- Ball, R. and L. Shivakumar (2005), “Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness”, *Journal of Accounting and Economics*, **39**, pp. 83-128.
- Ball, R., A. Robin and G. Sadka (2008), “Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism”, *Review of Accounting Studies*, **13** , pp. 168-205.
- Balsam, S., I. M. Haw and S. B. Lilien (1995), “Mandated Accounting Changes and Managerial Discretion”, *Journal of Accounting and Economics*, **20**, pp. 3-29.
- Barber, B. and T. Odean (2008), “All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, *Review of Financial Studies*, **21**, pp. 785-818.

- Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn (2002), “The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations”, *Journal of Accounting and Economics*, **33**, pp. 173-204.
- Basu, S. (2005), “Discussion of ‘Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modelling’”, *Review of Accounting Studies*, **10**, pp. 311-321.
- Beasley, S., J. Carcello and D. Hermanson (1999), “Fraudulent Financial Reporting: 1987–1997: An Analysis of U.S. Public Companies”, Research Report, COSO.
- Beaver, W. (2002), “Perspectives on Recent Capital Market Research”, *The Accounting Review*, **77**, pp. 453-474.
- Beaver, W. and S. Ryan (2005), “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modelling”, *Review of Accounting Studies*, **10**, pp. 269-309.
- Beekes, W., P. Pope and S. Young (2004), “The Link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK”, *Corporate Governance: An International Review*, **12**, pp. 47-59.
- Beneish, M. (1999), ‘Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP’, *Accounting Review*, **74**, pp. 425-457.
- Blacconiere, W. G. and D. M. Patton (1994), “Environmental Disclosures, Regulatory Costs and Changes in Firm Value”, *Journal of Accounting and Economics*, **18**: 357-377.
- Bradbury, M., G. Dean and F. Clarke (2007), “Incentives for Non-disclosure by Corporate Groups”, Working Paper, Available at: <http://ssrn.com/abstract=1088113>.
- Brayshaw, R. and E. Eldin (1989), “The Smoothing Hypothesis and the Role of Exchange Differences”, *Journal of Business Finance and Accounting*, **16**, 621-633.
- Brennan, M. and C. Tamarowski (2000), “Investor Relations, Liquidity and Stock Prices”, *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, **12**, p. 26.
- Brown, L. and M. Caylor (2005), “A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences”, *Accounting Review*, (April).
- Brown, S., S. Hillegeist and K. Lo (2009), “The Effect of Earnings Surprises on Information Asymmetry”, *Journal of Accounting and Economics*, **47**, pp. 208-225.
- Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses”, *Journal of Accounting and Economics*, **24**, pp. 99-126.

- Bushee, B. and G. Miller (2007), "Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following", Working Paper, Available at: <http://ssrn.com/abstract=643223>.
- Bushman, R. and A. Smith (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, **32**, 237-334.
- Bushman, R. and J. Piotroski (2006), "Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions", *Journal of Accounting and Economics*, **42**, pp. 107-148.
- Cano-Rodríguez, M. (2010), "Big Auditors, Private Firms and Accounting Conservatism: Spanish Evidence", *European Accounting Review*, **19**, pp. 131-159.
- Chang, M., G. D'Anna, I. Watson and M. Wee (2006), "Do Investor Relations Affect Information Asymmetry? Evidence from Australia", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=947191>.
- Chen, J., H. Hong and J. Stein (2002), "Breadth of Ownership and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, **66**, pp. 171-205.
- Chen, M. (2005), "Group Affiliation, Identity of Managers, and the Relation between Managerial Ownership and Performance", *International Review of Financial Analysis*, **14**, pp. 533-558.
- Christie, A. A. and J. L. Zimmerman (1994), "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests", *The Accounting Review*, **69**, pp. 539-566.
- Chicargo R. Watts (2007), "Asymmetric Timeliness of Earnings, Market-to-book and Conservatism in Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, **44**, pp. 2-31.
- Chung, R. M. Firth and J. Kim (2002), "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance*, **8**, pp. 29-48.
- Cohen, D. (2004), "Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences", Working paper, Northwestern University.
- Collins, J. H., D. Kemsley and M. Lang (1998), "Cross-jurisdictional Income Shifting and Earnings Valuation", *Journal of Accounting Research*, **36**, pp. 209-229.
- Comer, J. (1998), "Corporate Fraud", 3rd edition, Aldershot, Gower.
- Conover, M., R. Miller and A. Szakmary (2008), "The Timeliness of Accounting Disclosures in International Security Markets", *International Review of Financial Analysis*, **17**, pp. 849-869.



- Coppens, L. and E. Peek (2005), “An Analysis of Earnings Management by European Private Firms”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, **14**, pp. 1-17.
- Cotter, J., I. Tuna and P. Wysocki (2006), “Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Explicit Earnings Guidance?”, *Contemporary Accounting Research*, **23**, pp. 593-624.
- Crutchley, C., M. Jensen, J. Jahera Jr. and J. Raymond (1999), “Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership”, *International Review of Financial Analysis*, **8**, pp. 177-197.
- D’ Souza, J. M. (1998), “Rate-regulated Enterprises and Mandated Accounting Changes: The Case of Electric Utilities and Post-retirement Benefits Other than Pensions (SFAS No. 106)”, *The Accounting Review*, **73**, pp. 387-410.
- Dechow, P. and R. Sloan (1991), “Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics*, **14**, pp. 51-89.
- Dechow, P., J. Sabino and R. Sloan (1997), “Implications of Non-discretionary Accruals for Earnings Management and Market-based Research”, Working Paper, University of Michigan.
- DeFond, M. L. and C. W. Park (1997), “Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, **23**, pp. 115-139.
- Doukas, J., P. McNight and C. Pantzalis (2005), “Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics”, *International Review of Financial Analysis*, **14**, pp. 493-507.
- Dye, R. and R. Verrecchia (1995), “Discretion vs. Uniformity: Choices among GAAP”, *The Accounting Review*, **70**, pp. 389-415.
- Easley, D. and M. O’Hara (2004), “Information and the Cost of Capital”, *Journal of Finance*, **59**, pp. 1553-1583.
- Eldenburg, L. and N. Soderstrom (1996), “Accounting System Management by Hospitals Operating in a Changing Regulatory Environment”, *The Accounting Review*, **71**, pp. 23-42.
- Elliott, R. and P. Jacobson (1994), “Commentary: Costs and Benefits of Business Information Disclosure”, *Accounting Horizons*, 8/4: 80-96.
- Erickson, M. and S. W. Wang (1999), “Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers”, *Journal of Accounting and Economics*, **27**, pp. 149-176.

- Fairchild, R. (2003), "Dividend Smoothing and Optimal Re-investment", *Managerial Finance*, **29**, pp. 35-48.
- Falkenstein, E. (1996), "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings", *Journal of Finance*, **51**, pp. 111-135.
- Fanning, K. and K. Cogger (1998), "Neural Detection of Management Fraud Using Published Financial Data", *International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, **7**, pp. 21-41.
- Farragher, E., R. Kleiman and M. Bazaz (1994), "Do Investor Relations Make a Difference?", *Quarterly Review of Economics and Finance*, **34**, pp. 403-412.
- Field, L., M. Lowry and S. Shu (2005), "Does Disclosure Deter or Trigger Litigation?", *Journal of Accounting and Economics*, **39**, pp. 487-507.
- Fields, T., T. Lys and L. Vincent (2001), "Empirical Research on Accounting Choice", *Journal of Accounting and Economics*, **31**, pp. 255-307.
- Francis, J., D. Hanna and L. Vincent (1996), "Causes and Effects of Discretionary Asset Write-offs", *Journal of Accounting Research*, **34**, pp. 117-134.
- Francis, J. and D. Wang (2008), "The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World", *Contemporary Accounting Research*, **25**, pp. 157-191.
- Frankel, R., M. McNichols and G. Wilson (1995), "Discretionary Disclosure and External Financing", *The Accounting Review*, **70**, pp. 135-150.
- Frankel, R. and S. Roychowdhury (2006), "Testing the Clientele Effect: An Explanation for non-GAAP Earnings Adjustments Used to Compute I/B/E/S Earnings", Working Paper MIT.
- Frieder, L. and A. Subrahmanyam (2005), "Brand Perceptions and the Market for Common Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **40**, pp. 57-85.
- Garcia Lara, J., B. Garcia Osma and F. Penalva (2007), "Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence", *European Accounting Review*, **16**, pp. 727-755.
- Gaver, J. and K. Gaver (1998), "The Relation between Nonrecurring Accounting Transactions and CEO Cash Compensation", *The Accounting Review*, **73**, pp. 235-253.
- Gelb, D. and P. Zarowin (2002), "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices", *Review of Accounting Studies*, **7**, pp. 33-52.

- Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal (2005), “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, **40**, pp. 3-73.
- Grullon, G., G. Kanatas and J. Weston (2004). “Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity”, *Review of Financial Studies*, **17**, pp. 439-461.
- Gruner, R. (2002), “Corporate Disclosure: The Key to Restoring Investor Confidence”, *Strategic Investor Relations*, **2**, pp. 12-15.
- Guay, W. and R. Verrecchia (2007), “Conservative Disclosure”, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Guenther, D. A., E. L. Maydew and S. E. Nutter (1997), “Financial Reporting, Tax Costs and Book-tax Conformity”, *Journal of Accounting and Economics*, **23**, pp. 225-248.
- Han, J. C. Y. and S. W. Wang (1998), “Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis”, *The Accounting Review*, **73**, pp. 103-117.
- Haw, I. M., K. Jung and S. B. Lilien (1991), “Overfunded Defined Benefit Pension Plan Settlements without Asset Reversion”, *Journal of Accounting and Economics*, **14**, pp. 295-320.
- Healy, P. (1985), “The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles”, *Journal of Accounting and Economics*, **7**, pp. 85-107.
- Healy, P., A. Hutton and K. Palepu (1999), “Stock Price Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure”, *Contemporary Accounting Research* (Fall), pp. 485-520.
- Healy, P. and K. Palepu (2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, **31**, 405–440.
- Hirst, D. E. and P. E. Hopkins (1998), “Comprehensive Income Reporting and Analysts’ Valuation Judgements”, *Journal of Accounting Research*, **36**, pp. 47-75.
- Holthausen, R. W. (1990), “Accounting Method Choice: Opportunistic Behaviour, Efficient Contracting and Information Perspectives”, *Journal of Accounting and Economics*, **12**, pp. 207-218.

- Holthausen, R. and R. Watts (2001), “The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting”, *Journal of Accounting and Economics*, **31**, pp. 3-75.
- Jiraporn, P., G. Miller, S. Yoon and Y. Kim (2008), “Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective”, *International Review of Financial Analysis*, **17**, pp. 622-634.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman (2000), “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, **58**, pp. 141-186.
- Kadlec, G. and J. McConnell (1994), “The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings”, *Journal of Finance*, **49**, pp. 611-636.
- Kang, S. H. (1993), “A Conceptual Framework for Stock Price Effects of LIFO Tax Benefits”, *Journal of Accounting Research*, **31**, pp. 50-61.
- Karmon, D. and C. Lubwama (1997), “An Events-study Approach to Detecting Income-smoothing Activities: Some Evidence from Multinational Corporations”, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, **6**, pp. 75-95.
- Kaszniak, R. (1999), “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, **37**, pp. 57-81.
- Kaszniak, R. and M. McNichols (2002), “Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices”, *Journal of Accounting research*, **40**, pp. 727-759.
- Ke, B., S. Huddart and K. Petroni (2003), “What Insiders Know About Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades”, *Journal of Accounting and Economics*, **35**, pp. 315-346.
- Kim, M. S. and W. Kross (1998), “The Impact of the 1989 Change in Bank Capital Standards on Loan Loss Provisions and Loan Write-offs”, *Journal of Accounting and Economics*, **25**, pp. 69-99.
- Kim, O. and R. Verrecchia (1994), “Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, **17**, pp. 41-67.
- Klassen, K., M. Lang and M. A. Wolfson (1993), “Geographic Income Shifting by Multination Corporations in Response to Tax Rate Changes”, *Journal of Accounting Research*, **31**, pp. 141-173.

- Kothari, S. (2001), "Capital Market Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, **31**, pp. 105-231.
- Kross, W., B. Ro and I. Suk (2011), "Consistency in Meeting or Beating Earnings Expectations and Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting and Economics*, **51**, pp. 37-57.
- LaFond, W. and R. Watts (2008), "The Information Role of Conservatism", *The Accounting Review*, **83**, pp. 447-478.
- Lakonishok, J., A. Shleifer and R. Vishny (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk", *Journal of Finance*, **49**, pp. 1541-1578.
- Lambert, R. (2001), "Contracting Theory and Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, **32**, pp. 3-87.
- Lang, M. and R. Lundholm (1993), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The Accounting Review*, **71**, pp. 467-492.
- Lang, M. and R. Lundholm (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The Accounting Review*, October, pp. 467-492.
- Levitt, A. (1998), "The Numbers Game", Speech at New York University, (September 28).
- Leuz, C., D. Nanda and P. Wysocki (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, **69**, pp. 505-528.
- Li, Y. and B. McConomy (1999), "An Empirical Examination of Factors Affecting the Timing of Environmental Accounting Standard Adoption and the Impact on Corporate Valuation", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, **14**, pp. 279-313.
- Liu, X. (2005), "Analysts' Response to Earnings Management", Working Paper available at: <http://ssrn.com/abstract=622404>.
- Malmquist, D. H. (1990), "Efficient Contracting and the Choice of Accounting Method in the Oil and Gas Industry", *Journal of Accounting and Economics*, **12**, pp. 173-205.
- Matsunaga, S. R. (1995), "The Effects of Financial Reporting Costs on the Use of Employee Stock Options", *The Accounting Review*, **70**, pp. 1-26.
- May, D. (1995), "Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?" *Journal of Finance*, **50**, pp. 1291-1308.

- Maydew, E. (1997), “Tax-induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses”, *Journal of Accounting Research*, **35**, pp. 83-97
- Mediratta, A. and S. Jain (2007), “Evaluating the Impact of Increased Transparency in the Narrative Section of a Company’s Annual Report on its Internal Functioning and its Investor Relations”, MBA Project Report, London Business School.
- Miller, G. (2002), “Earnings Performance and Discretionary Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, **40**, pp. 173-204.
- Mitchell, J., C. Chia and A. Loh (1995), “Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence”, *Accounting and Finance*, **35**, pp. 1-16.
- Ndubizu, G. and G. Tsetsekos (1992), “Functional Currency Smoothing and Managerial Incentives: An Empirical Test”, *The International Journal of Accounting*, **27**, pp. 27-37.
- Ndubizu, G., Y. Choi and R. Jain (1993), “Corporate Lobbying Strategy and Pension Accounting Deliberations: An Empirical Analysis”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, **8**, pp. 277-287.
- Perry, S. and T. Williams (1994), “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, *Journal of Accounting and Economics*, **18**, pp. 157-179.
- Persons, O. (1995), “Using Financial Statement Data to Identify Factors Associated with Fraudulent Financing Reporting”, *Journal of Applied Business Research*, **11**, pp. 38-46.
- Premuroso, R., T. Skantz, R. Terrance and S. Bhattacharya (2008), “Annual Report Outsourcing Disclosure Choice and Firm Performance”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=964052>.
- Qiang, X. (2007), “The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-sectional Evidence at the Firm Level”, *The Accounting Review*, **82**, pp. 759-796.
- Reese, W. and M. Weisbach (2002), “Protection of Minority Shareholder Interests, Cross Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, **66**, pp. 65-104.

- Renders, A. and A. Gaeremynck (2007), “The Impact of Legal and Voluntary Investor Protection on the Early Adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS)”, *De Economist*, **155**, pp. 49-72.
- Ryder, N. and M. Regester (1989), “Investor Relations”, London, Hutchinson Business Books.
- Scholes, M. S., G. P. Wilson and M. A. Wolfson (1992), “Firms’ Responses to Anticipated Reduction in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986”, *Journal of Accounting Research*, **30**, pp. 161-185.
- Schrand, C. and B. Walther (2000), “Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components”, *The Accounting Review*, **75**, pp. 151-77.
- Skinner, D. (1994), “Why Firms Voluntarily Disclose Bad News”, *Journal of Accounting Research*, **32**, pp. 38-60.
- Skinner, D. and R. Sloan (2002), “Earnings Surprises, Growth Expectation, and Stock Returns, or Don’t Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio”, *Review of Accounting Studies*, **7**, pp. 289-312.
- Smith, C. and R. Watts (1982), “Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans”, *Australian Journal of Management*, **7**, pp. 139-157.
- Subramanyam, K. R. (1996), “The Pricing of Discretionary Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, **22**, pp. 249-281.
- Spathis, C., M. Doumpos and C. Zopounidis (2002), “Detecting Falsified Financial Statements: A Comparative Study Using Multicriteria Analysis and Multivariate Statistical Techniques”, *The European Accounting Review*, **11**, pp. 509–535.
- Summers, S. and J. Sweeney (1998), “Fraudulently Misstated Financial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis”, *Accounting Review*, **73**, pp. 131–46.
- Sweeney, A. P. (1994), “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses”, *Journal of Accounting and Economics*, **17**: 281-308.
- Tendeloo, B. and A. Vanstraelen (2005), “Earnings Management Under German GAAP Versus IFRS”, *European Accounting Review*, **14**, pp. 155-180.
- Vanasco, R. (1998), “Fraud Auditing”, *Managerial Auditing Journal*, **13**, pp. 4–71.
- Verrecchia, R. and J. Weber (2006), “Redacted Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, **44**, pp. 791-814.

- Wagenhofer, A. (1990), "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics*, **12**, pp. 341-363.
- Watts, R. and J. Zimmerman (1986), "Positive Accounting Theory", Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Watts, R. (1993), "A Proposal for Research on Conservatism, Working Paper, University of Rochester (Presented at the AAA meetings, San Francisco, CA).
- Watts, R. (2003), "Conservatism in Accounting, Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, **17**, pp. 207-221.
- Watts, R. (2006), "What Has the Invisible Hand Achieved?", *Accounting and Business Research*, **36**, pp. 51-62.
- Worthy, F. (1984), "Manipulating Profits: How is it Done?", *Fortune*, **25**, pp. 50-54.
- Zimmerman, J. (1983), "Taxes and Firm Size", *Journal of Accounting and Economics*, **5**: 119-149.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1

	<b>Μέσος Όρος</b>	<b>Τυπική Απόκλιση</b>	<b>Skewness</b>	<b>Kurtosis</b>	<b>N</b>
dac	-0.004	1.066	-2.493	22.124	117
ocf	187.413	41.016	3.862	24.550	117
lnaf	2.451	0.441	-0.823	4.178	117
roa	10.847	30.704	7.980	70.101	117
lna	7.237	0.970	-0.369	3.675	117
lnsb	1.641	0.659	-0.752	3.013	117
fp1	15.827	27.677	7.039	86.367	117
fp2r	16.851	67.360	9.482	103.697	117
eps	0.379	0.480	-0.200	6.997	117
btl	0.343	0.199	0.395	2.901	117
r	0.083	0.660	8.659	96.795	117
mbv	11.664	29.786	9.508	96.204	117
fe	0.482	4.296	-11.575	143.896	117
sh	5.489	1.095	-0.227	3.472	117
beat	0.897	0.305	-2.612	7.821	117
miss	0.103	0.305	2.612	7.821	117
sigbeat	0.885	0.320	-2.411	6.814	117
insigbeat	0.012	0.110	8.917	80.512	117
insigmiss	0	0	.	.	117
sigmiss	0.103	0.305	2.612	7.821	117