



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΑΤΡΩΝ  
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία

**«CAPITAL MARKET RESEARCH IN ACCOUNTING»**

**“EARNINGS MANAGEMENT”**

Της

Παπαγιάννη Εστέλλα

(Α.Μ.: 228)

Επιβλέπων καθηγητής: Συριόπουλος Κωνσταντίνος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στις «Νέες Αρχές Διοίκησης Επιχειρήσεων» (MBA) του Πανεπιστημίου Πατρών.

ΜΑΡΤΙΟΣ 2014

## **ABSTRACT**

The widespread use of accounting information by investors and financial analysts to help value stocks creates an incentive for managers to manipulate earnings in an attempt to influence short-term stock price performance. Motivated due to the growth in debt markets internationally and the recent debt crisis, this paper examines the role of earnings management in the determination of a firm's cost of capital, capital market consequences of earnings quality and circumstances analysts need to look carefully at a company's earnings quality. Furthermore, as argued by the international literature, is analysed and discussed a link between earnings quality and cost of capital, which implies a basic economic role in capital allocation decisions (i.e. debt and equity investments) for accounting information. Since I adopt a financial analyst & investor perspective, my main focus is on the precision of earnings, which is viewed as a summary indicator of the overall quality of financial reporting. Finally, my intent in discussing research that evaluates the capital market effects of earnings quality is both to stimulate further research in this area and to encourage research on related topics, including for example, the role of earnings quality in contracting and stewardship.

*Keywords: Earnings management, Earnings quality, Cost of capital.*

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup>	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	7
1.1 Έννοια και Εισαγωγή στη Δημιουργική Λογιστική	7
1.2 Διαχείριση - Χειραγώγηση Κερδών	9
1.3 Βασικές Κατηγορίες Διαχείρισης Κερδών	11
1.3.1 Εξομάλυνση κερδών .....	11
1.3.2 "Big Bath" Accounting.....	12
1.4 Λόγοι-Κίνητρα για Διαχείριση Κερδών	13
1.5 Τεχνικές Διαχείρισης Κερδών	13
1.6 Διαχείριση Κερδών σε Περιόδους Κρίσης	13
1.7 Συνέπειες της Διαχείρισης Κερδών για την Κεφαλαιαγορά	14
1.8 Μέθοδοι Ανίχνευσης Διαχείρισης Κερδών	15
1.9 Η Διαχείριση των κερδών και οι επιδράσεις της	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup>	17
Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΩΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	17
2.1 Εισαγωγή στη ποιότητα των κερδών	17
2.2 έννοια της Ποιότητας των Κερδών	19
2.3 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της Ποιότητας των Κερδών	21
2.4 Χαρακτηριστικά γνωρίσματα και δείκτες μέτρησης της Ποιότητας των Κερδών	23
2.4.1 Η ποιότητα των δεδουλευμένων (accruals quality).....	24
2.4.2 Προαιρετικά - μη κανονικά - διαφοροποιήσιμα δεδουλευμένα (abnormal - discretionary accruals).....	26

2.4.3	Ανθεκτικότητα (persistence) .....	28
2.4.4	Προβλεπτικότητα (predictability).....	28
2.4.5	Ομαλότητα (smoothness).....	29
2.4.6	Η μεταβλητότητα των κερδών (earnings variability).....	30
2.4.7	Τη συνάφεια της αξίας (value relevance) .....	31
2.4.8	Την επικαιρότητα (timeliness) .....	31
2.4.9	Τον συντηρητισμό (conservatism) .....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup>		33
Ο ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ		33
3.1	Εισαγωγή στο Κόστος Κεφαλαίου	33
3.2	Κόστος δανειακών κεφαλαίων	35
3.3	Κόστος προνομιούχων μετοχών	37
3.4	Κόστος παρακρατηθέντων ή αδιανέμητων κερδών	37
3.5	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων – CAPM	39
3.6	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Η προσέγγιση της ανταμοιβής για κίνδυνο	40
3.7	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων	40
3.8	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (σταθερή ανάπτυξη)	41
3.9	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (μηδενική ανάπτυξη)	42
3.10	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Η τελική εκτίμηση των Παρακρατηθέντων κερδών	43
3.11	Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Κόστος Νέων Κοινών Μετοχών	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup>		45

Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	45
4.1 Κόστος κεφαλαίου και η Ποιότητα των Κερδών	45
4.2 Η Ποιότητα των Κερδών και άλλα αποτελέσματα στην αγορά	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 <sup>ο</sup>	49
Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ, ΟΙ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΜΗ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	49
5.1 Η σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των αναμενόμενων αποδόσεων	49
5.2 Εμπειρικά στοιχεία	50
5.3 Η σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των μη αναμενόμενων αποδόσεων	52
5.4 Η ποιότητα των κερδών και άλλα αποτελέσματα στην αγορά κεφαλαίων	52
Τελικά συμπεράσματα και προτάσεις για παραπέρα διερεύνηση του θέματος	54

## Εισαγωγή

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος της παρούσης εργασίας βρίσκεται ο κλάδος εκείνος της λογιστικής επιστήμης ο οποίος είναι γνωστός με τον όρο «δημιουργική λογιστική». Οι επιπτώσεις της χειραγώγησης των κερδών, γνωστή ως earnings management στη διεθνή ακαδημαϊκή κοινότητα, στα αποτελέσματα τα οποία δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις, αποτελούν ένα ιδιαίτερα σημαντικό πεδίο έρευνας της ακαδημαϊκής κοινότητας τα τελευταία χρόνια. Μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα όπως αυτά των Enron, Xerox, Worldcom, Merck και άλλων, κόστισαν σε επενδυτές, πιστωτές και εργαζομένους πάνω από 500 δισεκατομμύρια δολάρια κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών (Rezaee,2002 Cotton,2002).

Τα συγκεκριμένα γεγονότα έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και έχουν οδηγήσει τους συμμετέχοντες στις «αγορές» παγκοσμίως σε εκτεταμένες συζητήσεις αναφορικά με τον ρόλο της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των εισηγμένων εταιριών και με την εφαρμογή αποτελεσματικότερης και ουσιαστικής εποπτείας τους. Διεθνής έρευνες συνδέουν την «ποιότητα των κερδών» με την ακρίβεια των πληροφοριών που απορρέουν από τις οικονομικές καταστάσεις αλλά και την χρηματοοικονομική επίδοση μίας επιχείρησης, βοηθώντας έτσι τους ενδιαφερομένους (εσωτερικούς και εξωτερικούς) να εκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης προκειμένου να λάβουν τις κατάλληλες οικονομικές αποφάσεις. Επιπλέον, η ανάλυση της ποιότητας των κερδών αφορά άμεσα όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά (επενδυτές, μετόχους, μάντζερ, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ρυθμιστικές αρχές, ελεγκτές, κτλ.) καθώς και τους εκπαιδευτικούς και ερευνητές του λογιστικού & χρηματοοικονομικού κλάδου.

Σε αυτό το πλαίσιο, η παρούσα μελέτη έχει σκοπό να βοηθήσει τον αναγνώστη όχι μόνο, να κατανοήσει σε βάθος τις μεθόδους και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται κατά καιρούς από τις επιχειρήσεις, μέσω της «διαχείρισης των κερδών» με σκοπό να ωραιοποιήσουν τις οικονομικές τους επιδόσεις, αλλά και τις επιπτώσεις που αυτές επιφέρουν στην αγορά. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην ανάλυση της ποιότητας των κερδών και συγκεκριμένα των παραγόντων που την καθορίζουν, τους τρόπους μέτρησής της, καθώς και οι επιπτώσεις της στην αγορά κεφαλαίων και συγκεκριμένα στο κόστος κεφαλαίου.

Προς αυτή την κατεύθυνση, αφού δοθούν οι απαραίτητοι εισαγωγικοί ορισμοί, αρχικά αναλύονται οι κύριες κατηγορίες της «διαχείρισης των κερδών» καθώς και τα κίνητρα και οι τεχνικές που την χαρακτηρίζουν. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι καθοριστικοί παράγοντες, τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα και οι δείκτες μέτρησης της «ποιότητας των κερδών» αλλά και ο ορισμός του «κόστους κεφαλαίου», προκειμένου να αναλυθούν οι κύριες επιπτώσεις της «ποιότητας των κερδών» στην αγορά κεφαλαίων. Τέλος, στις τελευταίες ενότητες της παρούσης εργασίας παρουσιάζεται συστηματική βιβλιογραφική ανασκόπηση των εμπειρικών μελετών κατά τα τελευταία έτη, οι οποίες αποδεικνύουν σημαντική σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών, των κανονικών και μη κανονικών αποδόσεων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

#### **1.1 Έννοια και Εισαγωγή στη Δημιουργική Λογιστική**

Ο όρος «λογιστική» αναφέρεται στον επιστημονικό κλάδο που ασχολείται με τις σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ των οικονομικών μονάδων και τις συνέπειες των σχέσεων αυτών, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον των οικονομικών αυτών μονάδων. Κύριος στόχος της λογιστικής είναι η προσφορά χρηματοοικονομικών πληροφοριών μέσω συγκεκριμένων οικονομικών καταστάσεων, προσαρμοσμένων σε βασικές λογιστικές αρχές και κανόνες. Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συγκεκριμένη δομή και απεικονίζουν την οικονομική θέση και τις επιδόσεις μιας επιχείρησης. Για το σκοπό αυτό παρέχουν πληροφορίες αναφορικά με τα ακόλουθα στοιχεία της επιχείρησης:

- περιουσιακά στοιχεία
- υποχρεώσεις
- ίδια κεφάλαια και μεταβολές αυτών
- έσοδα και δαπάνες
- κέρδη ή ζημιές
- ταμειακές ροές

Οι παραπάνω πληροφορίες επιτρέπουν στους ενδιαφερόμενους (εσωτερικούς ή εξωτερικούς) να εκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης, και ειδικότερα το χρόνο και τη βεβαιότητα τους, προκειμένου να λάβουν τις κατάλληλες οικονομικές αποφάσεις.

Γενικότερα η αντικειμενική και ακριβής παρουσίαση της οικονομικής θέσης, της χρηματοοικονομικής επίδοσης και των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης απαιτεί:

- Διαβεβαίωση των επιδράσεων συναλλαγών και άλλων γεγονότων σύμφωνα με τα κριτήρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών (Generally Accepted Accounting Principles-GAAP) και τις συνιστώμενες από αυτές λογιστικές πολιτικές.
- Λεπτομερή παρουσίαση παρεκκλίσεων που δημιουργούν παραπλανητική εικόνα στις οικονομικές καταστάσεις, αναφορικά με τις πρακτικές συμμόρφωσης επιχειρήσεων σε παρόμοιες συνθήκες.
- Εκτιμήσεις της διοίκησης για τη βιωσιμότητα της επιχείρησης με γνωστοποίηση κινδύνων και αβεβαιοτήτων, σε χρονικό ορίζοντα τουλάχιστον ενός έτους.
- Ομοιομορφία παρουσίασης.
- Συγκριτική πληροφόρηση με προηγούμενη περίοδο.

Καθώς το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι σημερινές επιχειρήσεις γίνεται ολοένα και πολυπλοκότερο, έχουν όλο και περισσότερα κίνητρα να παραποιούν ή να

ωραιοποιούν τα οικονομικά τους στοιχεία. Αποτελεί κοινό μυστικό σε παγκόσμιο επίπεδο το γεγονός πως οι επιχειρήσεις, σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό, καταρτίζουν με τέτοιο τρόπο τις οικονομικές τους καταστάσεις ώστε η εικόνα που τελικά παρουσιάζουν να διαφέρει σημαντικά από την πραγματική. Η τάση αυτή θέτει ερωτήματα ως προς την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της λογιστικής διαδικασίας και συνδέεται άμεσα με την άσκηση της λεγόμενης «δημιουργικής λογιστικής».

Η δημιουργική λογιστική, αν και σαν έννοια έχει εμφανιστεί αρκετές δεκαετίες πριν, τα τελευταία χρόνια αποτελεί ένα ιδιαίτερα δημοφιλές ερευνητικό πεδίο το οποίο απασχολεί τόσο την ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και όλους όσους εμπλέκονται στην αγορά (επιχειρηματίες, διοικητικά στελέχη, επενδυτές, ρυθμιστικές αρχές κ.α.). Παρά το γεγονός πως δεν υπάρχει πλήρης συμφωνία των ειδικών ως προς το τι ορίζεται ως «δημιουργική λογιστική» οι περισσότερες απόψεις (Φίλιος, 2003; Mulford και Comiskey, 2002; Whelan και McBarnet, 1999; Naser, 1993; Griffiths, 1992) συγκλίνουν στο τι ότι αποτελεί μια διαδικασία υιοθέτησης λογιστικών πρακτικών που μπορεί να ακολουθούν μπορεί και όχι τους εκάστοτε λογιστικούς κανόνες αλλά οπωσδήποτε αποκλίνουν και το πνεύμα και την ουσία αυτών. Η δημιουργική λογιστική μπορεί να εφαρμοστεί προκειμένου να μεταβληθεί το περιεχόμενο διαφόρων οικονομικών καταστάσεων, όπως:

- Ισολογισμός.
- Λογαριασμός αποτελεσμάτων.
- Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων.
- Κατάσταση ταμειακών ροών.
- Σημειώσεις που περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και άλλες επεξηγηματικές σημειώσεις, αφηγηματικές περιγραφές ή αναλύσεις των στοιχείων που γνωστοποιούνται στις καταστάσεις αυτές, καθώς και πληροφορίες για στοιχεία που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για αναγνώριση στις καταστάσεις.

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να αναφερθεί ότι δεν θα μπορούσαμε να μιλήσουμε για το φαινόμενο της Δημιουργικής Λογιστικής αν οι παραπάνω οικονομικές καταστάσεις είχαν σχεδιαστεί με ιδεατό τρόπο. Καταλήγουμε, δηλαδή, στο συμπέρασμα ότι η Δημιουργική Λογιστική συνίσταται στη σκόπιμη αποφυγή υφιστάμενων κανόνων ή στη σκόπιμη εκμετάλλευση της έλλειψης κανόνων για την επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος. Η διαχείριση ή χειραγώγηση των κερδών (earnings management) αποτελεί διεθνώς την σημαντικότερη έκφανση της δημιουργικής λογιστικής καθώς τα κέρδη, είτε θετικά είτε αρνητικά, θεωρούνται ως το πιο αντιπροσωπευτικό μέτρο της επιχειρησιακής απόδοσης.



## 1.2 Διαχείριση - Χειραγώγηση Κερδών

Από τους πιο παλιούς ορισμούς είναι αυτός του Copeland (1968) που ορίζει την παραποίηση (manipulation) των αποτελεσμάτων ως την προσπάθεια της διοίκησης να αυξάνει ή να μειώνει τα αποτελέσματα της επιχείρησης κατά βούληση. Βέβαια η έννοια της διαχείρισης κερδών είναι πολύ πιο ευρεία και περιλαμβάνει πρακτικές που σκοπό έχουν να επηρεάσουν την εικόνα της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης (Barnea, 1975, 1976), αλλά και του Ισολογισμού (Black, 1998).

Έχουν δοθεί αρκετοί ορισμοί για το τι είναι χειραγώγηση κερδών (earnings management). Από αυτούς διακρίνουμε του Schipper (1989) που αναφέρει ότι πρόκειται για την «επί σκοπού παρέμβαση από τη διοίκηση στην διεργασία καθορισμού των κερδών, συνήθως προκειμένου να ικανοποιήσει εγωκεντρικούς σκοπούς». Οι Healy και Wahlen (1999) ορίζουν το earnings management ως την «υπό κρίση της διοίκησης παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης με τέτοιο τρόπο ώστε, χωρίς να παραβιάζονται οι λογιστικοί κανόνες και πρότυπα, να παραπλανούνται οι ενδιαφερόμενοι για την πραγματική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης».

Από τους παραπάνω ορισμούς προκύπτει το συμπέρασμα ότι η χειραγώγηση των κερδών είναι μία σκόπιμη παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι που έχει θέσει η διοίκηση της επιχείρησης. Κατά τη διάρκεια αυτής της διαδικασίας μία επιχείρηση προβαίνει είτε σε αυξομείωση των κερδών της είτε σε μείωση των ζημιών της, πιθανό για να εξομαλύνει διαχρονικά τα αποτελέσματά της προκειμένου να μειωθεί η διακύμανση των κερδών της. Τα κίνητρα, όμως, που οδηγούν την επιχείρηση σε τέτοιου είδους πρακτικές ποικίλουν και κατ' επέκταση διαφέρουν και οι διάφοροι μέθοδοι ή στρατηγικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων.

Επίσης αξίζει να αναφερθεί ότι αυτές οι ενέργειες πολλές φορές λαμβάνουν χώρα μέσα στα πλαίσια των διεθνών λογιστικών προτύπων, εφόσον αυτά προσφέρουν ευελιξία στο λογιστικό χειρισμό των επιχειρηματικών γεγονότων μίας εταιρίας, ενώ κάποιες άλλες φορές η αλλοίωση των οικονομικών καταστάσεων είναι σκόπιμη προκειμένου να επιτευχθούν οι ανάλογοι στόχοι. Σε μία τέτοια περίπτωση αναφερόμαστε σε δόλια χειραγώγηση. Η ηθελημένη αυτή παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε με λογιστικά μέσα (accrual-based earnings management) είτε με πραγματικά μέσα (real activities manipulation).

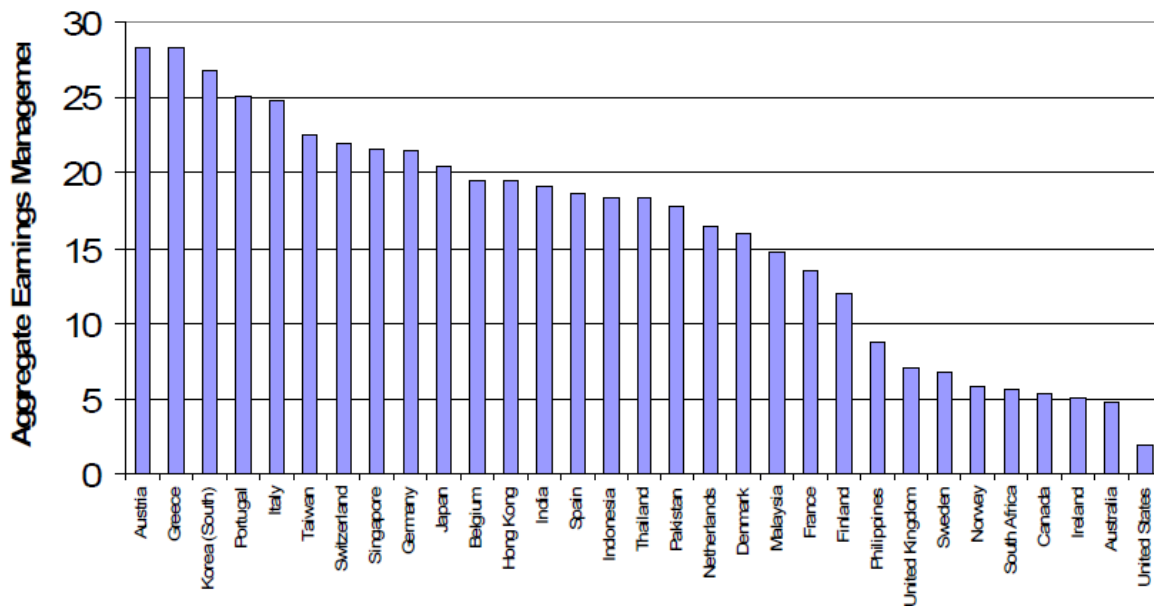
Στο σημείο αυτό να επισημάνουμε ότι, με βάση τους παραπάνω ορισμούς, η Δημιουργική Λογιστική συνδέεται στενά με τον χειρισμό των λογιστικών προτύπων. Ειδικότερα, οι Arnat, Blake και Oliveras (1999) ισχυρίζονται ότι η διάδοση της Δημιουργικής Λογιστικής είναι ιδιαίτερος διαδεδομένη στη Μεγάλη Βρετανία σε σύγκριση με τις Η.Π.Α., όπου αν και υπάρχει η παράδοση του εθιμικού δικαίου όπως στη Μεγάλη Βρετανία, παρόλα αυτά ο υψηλός κίνδυνος και το υψηλό κόστος ενός πιθανού δικαστικού αγώνα έχουν οδηγήσει το λογιστικό επάγγελμα στη διαμόρφωση πολύ λεπτομερών διαδικασιών οι οποίες αποτελούν τη βάση για μια ενδεχόμενη δίκη.

Αντιθέτως, ο κίνδυνος δικαστικού αγώνα για παρόμοιες περιπτώσεις είναι αρκετά μικρότερος στη Μεγάλη Βρετανία. Στην Ελλάδα, τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα προσφέρουν την δυνατότητα στις

επιχειρήσεις για Παραποίηση των Οικονομικών τους Καταστάσεων, χωρίς να παραβιάζεται ο νόμος (legitimate creative accounting). Koumanakos, Georgoroulos & Siriopoulos (2008).

Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζεται το φαινόμενο της διαχείρισης των κερδών παγκοσμίως:

Σχήμα1:



Πηγή: Leuz, Nanda and Wysocki (2003)

Μπορούμε να διακρίνουμε τουλάχιστον τρεις περιπτώσεις στις οποίες η κρίση της διοίκησης οδηγεί σε διαχείριση των αποτελεσμάτων:

- i. η διακριτικότητα στη μέθοδο (method discretion) όπου μπορεί να αφορά την επιλογή μεταξύ LIFO και FIFO,
- ii. την εκτίμηση (estimation discretion) όπου μπορεί να περιλαμβάνει αποφάσεις για την ωφέλιμη διάρκεια ζωής ή τα ποσοστά απόσβεσης των περιουσιακών στοιχείων ή τον υπολογισμό των αποθεμάτων και
- iii. τη δομή (structural discretion) όπου η διακριτικότητα στη δομή μπορεί να αναφέρεται σε περιπτώσεις όπως τα συμβόλαια μισθώσεων (leasing).

Επιπλέον, οι πρακτικές διαχείρισης κερδών μπορούν να διακριθούν σε

- i. ex ante και
- ii. ex-post.

Οι πρώτες αφορούν λογιστικούς χειρισμούς που πραγματοποιούνται την παρούσα χρονική στιγμή με σκοπό να αυξηθεί η πιθανότητα να δημοσιεύσει η εταιρία εξομαλυμένη και σταθερή ανάπτυξη κερδών ώστε να επηρεαστούν τα κέρδη μελλοντικών περιόδων. Αντίθετα, οι δεύτερες έχουν να κάνουν με προσπάθειες αντιμετώπισης μειώσεων των κερδών μέσω λογιστικών επιλογών που ενισχύουν την τρέχουσα απόδοση των δημοσιευμένων κερδών και αναβάλλουν την αρχική μείωση. Γενικότερα, οι λογιστικοί χειρισμοί που συνιστούν διαχείριση κερδών έχουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Εξασφαλίζουν μελλοντική ελευθερία κινήσεων
- Κινούνται εντός των πλαισίων των GAAP
- Δεν απαιτούν συναλλαγή με τρίτους
- Περιλαμβάνουν μόνο τη λογιστική αιτιολόγηση ενός γεγονότος και όχι το ίδιο το γεγονός
- Χρησιμοποιούνται ανεξάρτητα ή σε συνδυασμό με άλλες λογιστικές πρακτικές για διαδοχικές χρονικές περιόδους
- Επιτρέπουν στους διοικούντες την μείωση της διακύμανσης των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων
- Δεν δεσμεύουν την εταιρία για μελλοντικές περιόδους

## **1.3 Βασικές Κατηγορίες Διαχείρισης Κερδών**

### **1.3.1 Εξομάλυνση κερδών**

Αποτελεί την μορφή διαχείρισης κερδών που παρατηρείται με τη μεγαλύτερη συχνότητα και έχει ως βασικό στόχο την παρουσίαση μιας σταθερής αύξησης των κερδών. Ωστόσο προϋποθέτει πως η εταιρία είναι σε θέση να παράγει αρκετά μεγάλα κέρδη και για μεγάλα χρονικά διαστήματα, ώστε να δημιουργούνται προβλέψεις με τις οποίες θα ρυθμίζονται οι χρηματοροές όποτε χρειάζεται. Όπως είναι γνωστό η διακύμανση των κερδών αντιπροσωπεύει το επίπεδο επιχειρησιακού κινδύνου. Επομένως, οι επενδυτές θεωρούν πιο αξιόπιστη μια επιχείρηση όταν τα δημοσιευμένα κέρδη της εμφανίζουν μικρές αποκλίσεις από τα αναμενόμενα.

Πλήθος ερευνητών έχει ασχοληθεί με την υπόθεση της εξομάλυνσης κερδών. Σύμφωνα με τις πρώτες μελέτες στο πεδίο αυτό οι managers ωθούνταν στη μείωση της διακύμανσης των κερδών στην προσπάθειά τους να μειώσουν τον αντιληπτό από την αγορά κίνδυνο της εταιρίας (Ronen και Sadan, 1975; Beidleman, 1973; Cushing, 1969; Herworth, 1953). Ωστόσο μεταγενέστερες έρευνες έδειξαν πως οι επενδυτές δεν παραπλανούνται από λογιστικά τεχνάσματα εφόσον όταν ισχύει η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Fern, 1994; Imhoff, 1981; Beaver και Dukes, 1973; Copeland, 1968). Παρόλα αυτά σύμφωνα με τους Beattie et al. (1994) η εξομάλυνση των κερδών αποτελεί μια φυσιολογική συμπεριφορά που βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι managers λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους και ότι οι διακυμάνσεις και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι συνηθισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες των μέτρων του κινδύνου

της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα οι managers εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζουν ολοένα και περισσότερη πίεση προκειμένου να δημοσιεύουν ομαλές χρονοσειρές κερδών. Μόνο στην ιδανική περίπτωση των τέλεια αποτελεσματικών αγορών η διακύμανση των κερδών δε θα είχε κόστος για τους managers και τις εταιρίες τους, και συνεπώς, αυτοί δε θα είχαν κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη.

### **1.3.2 “Big Bath” Accounting**

Σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις, για λόγους ανταγωνιστικότητας οδηγούνται στην αναδιοργάνωση ή την εγκατάλειψη κάποιων λειτουργιών. Τα GAAP δίνουν την δυνατότητα στις διοικήσεις να καταγράψουν μια προβλεπόμενη χρέωση έναντι των εσόδων για το κόστος εφαρμογής των αλλαγών. Η χρέωση αυτή συνήθως αναφέρεται ως μη επαναλαμβανόμενη και επομένως δεν αναφέρεται στα τακτικά λειτουργικά αποτελέσματα. Αν η χρέωση είναι υψηλή μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην τρέχουσα τιμή της μετοχής της επιχείρησης, καθώς αποτελεί αρνητική είδηση για την ανταγωνιστικότητά της. Ωστόσο, αν θεωρηθεί πως οι σχετικές λειτουργικές αλλαγές θα επιφέρουν θετικά αποτελέσματα, η τιμή της μετοχής ανακάμπτει σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Σε αυτό πλαίσιο οι τεχνικές “Big Bath” βασίζονται στη φιλοσοφία πως αν πρέπει να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα, είναι προτιμότερο να αναφερθούν άμεσα από τη διοίκηση έτσι ώστε να δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες για μελλοντικές αυξήσεις των κερδών.

Επιπλέον, από την στιγμή που τέτοιες χρεώσεις βασίζονται σε προβλέψεις είναι προτιμότερο να εκτιμώνται σε υψηλά επίπεδα για να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις στο μέλλον. Παρακάτω αναφέρονται κάποιες χαρακτηριστικές περιπτώσεις στις οποίες συνηθίζεται η εφαρμογή τεχνικών “Big Bath”:

- Αναδιοργάνωση λειτουργιών
- Αναδιάρθρωση δανεισμού
- Μείωση και απαξίωση κεφαλαίων
- Διάθεση λειτουργιών

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να πούμε πως οι διοικήσεις ακολουθούν τεχνικές “Big Bath” όταν τα νέα για τα κέρδη της εταιρίας είναι σχετικά άσχημα. Αντίθετα, όταν τα νέα είναι καλά ακολουθούν τακτικές εξομάλυνσης κερδών. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί πως οι παραπάνω στρατηγικές μπορεί να εφαρμοστούν όχι μόνο όταν οι επενδυτές δεν έχουν βαθιές γνώσεις αλλά και όταν αυτοί είναι αρκετά έμπειροι.

## 1.4 Λόγοι-Κίνητρα για Διαχείριση Κερδών

- Ικανοποίηση των προσδοκιών των αναλυτών
- Αποφυγή παραβίασης των συμβολαίων που ρυθμίζουν τα χρέη και ελαχιστοποίηση του πολιτικού κόστους
- Είσοδος στο χρηματιστήριο ή αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου
- Συμβόλαια αμοιβών στελεχών
- Εσωτερική πληροφόρηση

Σύμφωνα με τους Stalebrink και Sacco (2005), . Ιδιαίτερα στις μη κερδοσκοπικές εταιρίες το φαινόμενο της παραποίησης μπορεί εύκολα να ευδοκιμήσει λόγω του κοινωνικού προσώπου της εταιρίας που διαλύει κάθε είδους καχυποψίας περί αξιοπιστίας του οργανισμού, της έλλειψης επιχειρηματικής και χρηματοοικονομικής εμπειρίας και της χαλαρότητας των λογιστικών ελέγχων (Greenle et al.2007).

## 1.5 Τεχνικές Διαχείρισης Κερδών

Οι σημαντικότερες τεχνικές διαχείρισης των κερδών είναι οι εξής:

- ✚ Η λογιστική των "Accruals"
- ✚ "Cookie Jar"
- ✚ "Big bet on the future"
- ✚ Εμπλουτισμός Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων
- ✚ Απαλλαγή από προβληματικές εταιρείες (Throw out a problem child)
- ✚ Αλλαγές στα GAAP
- ✚ Απόσβεση, υποτίμηση και εξάντληση
- ✚ Πώληση / επαναμίσθωση (Leaseback) και τεχνικές ανταλλαγής περιουσιακών στοιχείων
- ✚ Κατάταξη λειτουργικών έναντι μη λειτουργικών κερδών
- ✚ Πρόωρη αποπληρωμή χρεών
- ✚ Η χρήση παραγώγων (Derivatives)
- ✚ Τεχνικές "Shrink the Ship"

## 1.6 Διαχείριση Κερδών σε Περιόδους Κρίσης

Όσο μεγαλύτερη και πιο άμεση είναι η σχέση των κερδών, που παρουσιάζει μία επιχείρηση, με την αγορά τόσο περισσότερες πληροφορίες μπορούν να πάρουν από αυτή οι επενδυτές οπότε και μικρότερη θα είναι η χειραγώγηση των κερδών.

Συγκεκριμένα, η έκταση της διαχείρισης κερδών σε μία επιχείρηση εξαρτάται από τον κύκλο της οικονομικής της δραστηριότητας (business cycle) και η πρόθεση των μάντζερ να υπερεκτιμούν τα κέρδη μίας επιχείρησης είναι αντιστρόφως ανάλογη με την σχέση μεταξύ των κερδών και της

δημοσιοποίησής τους στην αγορά, για τον λόγο ότι ειδικά σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης όπου υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δημοσιευμένων κερδών και της αγοράς, οπότε και οι επενδυτές δίνουν λιγότερη βάση στα δημοσιευμένα κέρδη και περισσότερο στις πληροφορίες που μπορούν να συλλέξουν από την αγορά και τις αναφορές των άλλων επιχειρήσεων. Στη περίπτωση αυτή οι μάνατζερ έχουν μικρότερο κίνητρο για να προβούν στη χειραγώγηση των κερδών.

Από την άλλη, κατά τη διάρκεια περιόδων ύφεσης όπου και τα κέρδη μίας επιχείρησης έχουν μικρή συσχέτιση με την αγορά, οι επενδυτές συλλέγουν ελάχιστες πληροφορίες από τις αναφορές των άλλων επιχειρήσεων, οπότε δίνουν περισσότερη βάση στα δημοσιευμένα κέρδη της συγκεκριμένης επιχείρησης. Στη περίπτωση αυτή οι μάνατζερ, με σκοπό να παρουσιάσουν υψηλές χρηματιστηριακές τιμές, οδηγούνται πιο εύκολα στη χειραγώγηση των κερδών.

Επιπλέον, η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης παρά τις προσπάθειες μείωσης κινδύνου η οποία προκύπτει από την διαφοροποίηση επενδύσεων. Το αποτέλεσμα αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι η στρατηγική για χειραγώγηση των κερδών από τους μάνατζερ εξαρτάται από την κατάσταση της οικονομίας κάθε φορά. Καθώς η χειραγώγηση των κερδών μειώνει την αξία της επιχείρησης, οι διαφορές σε σχέση με την έκταση της χειραγώγησης κατά τον κύκλο της οικονομικής δραστηριότητας μίας επιχείρησης επηρεάζει τη δομή συσχέτισης των ταμειακών ροών μίας επιχείρησης με την αγορά.

Συγκεκριμένα, στη περίπτωση που οι μάνατζερ είναι πιθανότερο να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών σε "κακούς καιρούς", αυτό θα προκαλούσε με τη σειρά του μεγαλύτερη μείωση της αξίας μίας επιχείρησης όταν η οικονομία θα παρουσίαζε πτώση και η οριακή χρησιμότητα της κατανάλωσης θα ήταν υψηλή. Έτσι, το ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο θα επιβάλλει ένας επενδυτής για να επενδύσει σε μία μετοχή θα αυξηθεί.

Κρίνοντας από τη μεριά των επιχειρήσεων, όσες θα προβούν οπότε σε διαχείριση των κερδών κατά τη περίοδο ύφεσης θα έρθουν αντιμέτωπες με υψηλότερο κόστος κεφαλαίου από αυτές που θα παρουσιάσουν χειραγώγηση των κερδών κατά περιόδους οικονομικής ανάπτυξης.

## **1.7 Συχνότητες της Διαχείρισης Κερδών για την Κεφαλαιαγορά**

Δεδομένου πως η διαχείριση κερδών είναι, εξ' ορισμού, δύσκολο να ανιχνευτεί, με την ίδια λογική είναι επίσης δύσκολο να κατασκευαστούν μελέτες που να περιγράφουν την αντίδραση των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά στην αποκάλυψη περιπτώσεων διαχείρισης κερδών. Οι ήδη υπάρχουσες μελέτες επικεντρώνονται σε ακραίες περιπτώσεις διαχείρισης κερδών που καταλήγουν σε ενέργειες επιβολής από μέρος του Security and Exchange Commission (SEC). Πιο συγκεκριμένα, οι Feroz et al. (1991) αναφέρουν ότι η πλειοψηφία των περιπτώσεων διαχείρισης κερδών που μελετούν κατά τη διάρκεια της περιόδου 1982-1989 καταλήγουν σε απολύσεις μελών της διοίκησης ή δικαστικές αγωγές μετόχων, και ότι η μέση αντίδραση της τιμής της μετοχής στην

ανακοίνωση τέτοιων ενεργειών είναι -13% (-6% όταν τέτοιου είδους προβλήματα αποκαλύπτονται νωρίτερα).

Οι Dechow et al. (1996) βρίσκουν μέσω της μελέτης του δείγματός τους (το οποίο καλύπτει την περίοδο 1982-1992) ότι η μέση αντίδραση της τιμής της μετοχής είναι -9%. Όλα αυτά μας δείχνουν πως η αποκάλυψη ακραίων περιπτώσεων διαχείρισης κερδών τιμωρείται από τους συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά. Επιπλέον, οι Dechow et al. (1996) παρέχουν στοιχεία σχετικά με τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης που συνδέονται περισσότερο με τη διαχείριση κερδών. Υποστηρίζουν ότι εταιρείες που έχουν δεχθεί ενέργειες επιβολής από τον SEC είναι περισσότερο πιθανό να έχουν πιο αδύναμες δομές διακυβέρνησης. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι αυτές οι εταιρείες είναι λιγότερο πιθανό να έχουν επιτροπή ελέγχου, περισσότερο πιθανό να έχουν συμβούλιο διοικούμενο εκ των έσω και πιο πιθανό να έχουν διευθυντή που να είναι ταυτόχρονα και ο ιδρυτής της εταιρείας. Παρόμοια αποτελέσματα αναφέρει και ο Beasley (1996).

## 1.8 Μέθοδοι Ανίχνευσης Διαχείρισης Κερδών

Οι κυριότεροι μέθοδοι ανίχνευσης διαχείρισης των κερδών είναι οι εξής:

1. Διαχείριση των δεδουλευμένων
2. Υποδείγματα δεδουλευμένων
3. Μέσω μαθηματικών μοντέλων
4. Ανίχνευση ψευδών οικονομικών καταστάσεων
5. Διερεύνηση για ασυνέχειες στην κατανομή συχνότητας των κερδών

## 1.9 Η Διαχείριση των κερδών και οι επιδράσεις της

Η διαχείριση των κερδών θεωρείται δαπανηρή και υπάρχουν δύο τύποι δαπάνης-κόστους που συνδέονται με το χειρισμό των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που δημοσιοποιούνται:

1. αυτά που προκύπτουν μόνον όταν οι δραστηριότητες διαχείρισης των κερδών ανιχνεύονται από τους συμμετέχοντες στην αγορά (market participants) και
2. εκείνα που πραγματοποιούνται ανεξάρτητα από το αν η χειραγώγηση ανιχνεύεται ή όχι.

**Δαπάνες & κόστη που συνδέονται με τα ανιχνεύσιμα EM** (earnings management) περιλαμβάνουν την αρνητική επίδραση στη φήμη της διοίκησης, τη μείωση στην ικανότητα της διοίκησης να μεταφέρει τις πληροφορίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, λόγω των παραβιάσεων του παρελθόντος και την αύξηση των τελών που απαιτούνται για την αποζημίωση των ελεγκτών για πρόσθετες εργασίες ελέγχου και / ή για αυξημένο κίνδυνο ελέγχου. Σε ακραίες περιπτώσεις, μπορεί να χρειαστεί για τους ελεγκτές να εκδώσουν ειδική έκθεση ελέγχου καθώς και για την επιχείρηση να υποχρεωθεί να επανεξετάσει τα κέρδη της ή μπορεί να υπόκειται σε ενέργειες επιβολής ή της εκδίκασης των μετόχων της από το Securities and Exchange Commission (SEC).

**Η μη ανιχνεύσιμη διαχείριση των κερδών είναι επίσης δαπανηρή.** Όταν μία εταιρεία υπερεκτιμά τα τρέχοντα κέρδη της, η αναμενόμενη αύξηση στα επόμενα κέρδη θα είναι χαμηλότερη, για τους εξής λόγους:

- διογκώνοντας τα τρέχοντα κέρδη, αυξάνει η βάση από την οποία αναπτύσσονται τα μελλοντικά κέρδη και μειώνονται έτσι οι δυνατότητες για μελλοντική ανάπτυξη
- δεδομένου ότι τα κέρδη προσεγγίζουν τις καθарές ταμειακές εισροές μακροπρόθεσμα , μια υπερεκτίμηση των σημερινών κερδών γενικά θα ακολουθείται από μια υποεκτίμηση των μελλοντικών κερδών.

Ο χρονισμός της εν λόγω αντιστροφής και, επομένως, οι βραχυπρόθεσμες συνέπειες της διαχείρισης των κερδών, διαφέρει ανάλογα με τον τύπο των δεδουλευμένων. Για παράδειγμα, όταν μια εταιρεία υποτιμά το ποσό των επισφαλών απαιτήσεων (αυξάνοντας έτσι τις καθарές απαιτήσεις και διογκώνοντας τα τρέχοντα κέρδη), είναι πιθανό να υποβάλλει μεγάλο κόστος επισφαλούς χρέους και χαμηλότερα εισοδήματα κατά την επόμενη περίοδο όπου οι επισφαλείς απαιτήσεις θα έχουν μειωθεί.

Αντίθετα, όταν μία εταιρεία υπερεκτιμά τις υποβαθμίσεις των παγίων περιουσιακών στοιχείων ή των άυλων περιουσιακών στοιχείων με μικρή ωφέλιμη διάρκεια ζωής (ένα αρνητικό στοιχείο δεδουλευμένου που μειώνει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων), η αντιστροφή θα εμφανίζεται σταδιακά σε πολλές μεταγενέστερες περιόδους μέσω της μείωσης των υποτιμήσεων ή των δαπανών λόγω των αποσβέσεων.

Μία άλλη δαπάνη λόγω των μη ανιχνεύσιμων διαχειρίσεων των κερδών είναι η επίδραση επί του φορολογητέου εισοδήματος και της πιθανότητας ενός φορολογικού ελέγχου. Ενώ οι επιλογές στις οικονομικές αναφορές και εκτιμήσεις δεν επηρεάζουν υποχρεωτικά τις φορολογικές δηλώσεις, οι επιχειρήσεις με συνολικό ενεργητικό των 10 εκατ. δολαρίων ή περισσότερο υποχρεούνται να παρέχουν στην εφορία μία συμφωνία στοιχείων της χρηματοοικονομικής λογιστικής για το καθάρo εισόδημα με το φορολογητέo εισόδημα, το οποίο η εφορία χρησιμοποιεί για να εκτιμήσει τον κίνδυνο συμμόρφωσης.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### **Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΩΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ**

#### **2.1 Εισαγωγή στη ποιότητα των κερδών**

Η χειραγώγηση των κερδών «διαστρέφει» τις οικονομικές καταστάσεις. Η αναγνώριση της ύπαρξης τεχνικών χειραγώγησης των κερδών αποτελεί ένα σημαντικό μέρος της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων. Οι αναφορές για ψευδείς οικονομικές καταστάσεις είναι όλο και πιο συχνές τα τελευταία χρόνια. Στην Ελλάδα το ζήτημα αυτό παρουσιάστηκε σε πιο έντονο βαθμό την περίοδο αύξησης των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών και την αύξηση του κεφαλαίου τους μέσω δημόσιων προσφορών, όπως επίσης και με την προσπάθεια μείωσης της φορολογίας των κερδών τους μέσω της διόγκωσης των εξόδων.

Οι Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (GAAP) αφήνουν στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων των επιχειρήσεων να κάνουν τις απαραίτητες υποθέσεις και εκτιμήσεις για την υποβολή εκθέσεων για την απόδοση των επιχειρήσεων τους. Οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μίας επιχείρησης είναι διάφορες ομάδες ενδιαφερομένων. Οι άμεσα ενδιαφερόμενοι για τις πληροφορίες που διατίθενται μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, μπορεί να είναι πρόσωπα από το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς και πρόσωπα από το εξωτερικό περιβάλλον της. Οι εσωτερικοί χρήστες, δηλαδή τα πρόσωπα που βρίσκονται εντός των ορίων της επιχείρησης, είναι η διοίκηση της επιχείρησης, τα διευθυντικά στελέχη και οι υπάλληλοι της επιχείρησης. Οι εξωτερικοί χρήστες, από την άλλη, είναι οι επενδυτές, οι ενδεχόμενοι επενδυτές, οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πελάτες και οι δημόσιες υπηρεσίες.

Οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ενδιαφέρονται για τις οικονομικές πληροφορίες που αυτές περιλαμβάνονται στις διάφορες οικονομικές καταστάσεις, ώστε να καλύψουν διαφορετικές ανάγκες πληροφόρησης. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής χρειάζεται πληροφορίες προκειμένου να αποφασίσει αν θα πρέπει να επενδύσει σε μετοχές της επιχείρησης αυτής ή ένας προμηθευτής χρειάζεται συγκεκριμένες πληροφορίες προκειμένου να αποφασίσει αν θα πρέπει να χορηγήσει πίστωση στην επιχείρηση. Ακόμα, η διοίκηση χρειάζεται πληροφορίες προκειμένου να προσδιορίσει τους επιχειρηματικούς στόχους και να διαμορφώσει τις στρατηγικές της επιλογές.

Παρόλα αυτά οι ενδιαφερόμενοι χρήστες αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην εξεύρεση των κατάλληλων πηγών πληροφόρησης, τις οποίες χρειάζονται για να πάρουν τις σωστές αποφάσεις. Οι πληροφορίες που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την πραγματοποίηση μίας χρηματοοικονομικής μελέτης είναι οι ακόλουθες:

- Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες, δηλαδή πληροφορίες που είναι δυνατό να ληφθούν από τις ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τα ενοποιημένα χρηματοοικονομικά στοιχεία και επενδυτικά προγράμματα.

- Μη Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες, όπως είναι για παράδειγμα τα στατιστικά στοιχεία που σχετίζονται με την παραγωγή και τη ζήτηση των προϊόντων της επιχείρησης, αλλά και γενικότερα στοιχεία που αφορούν τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.
- Διάφορες Πληροφορίες, όπως είναι οι εκθέσεις λογιστικών ελέγχων, οι εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών, τα άρθρα και τα σχόλια που δημοσιεύονται στον οικονομικό τύπο.

•

Οι παραδοσιακές τεχνικές και μέθοδοι ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι οι εξής:

1. Συγκριτικές Καταστάσεις
2. Καταστάσεις Τάσεως
3. Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους
4. Αριθμοδείκτες

Οι εξειδικευμένες μέθοδοι ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αναπτύσσονται μέσα στα πλαίσια τυπικών υποδειγμάτων. Μέσα στα πλαίσια αυτά η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων θεωρείται ως ένα σύστημα επεξεργασίας πληροφοριών που έχει σκοπό να δώσει στοιχεία για την δραστηριότητα της επιχείρησης. Οι εξειδικευμένες μέθοδοι μπορούν να ταξινομηθούν ως εξής:

- Η Κατάσταση Μεταβολών Οικονομικής Θέσης
- Η Ανάλυση του Νεκρού Σημείου ( Break Even Analysis)

Σύμφωνα με τα «Στοιχεία Οικονομικών Καταστάσεων» (SFAC), οι αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων, χρησιμοποιούν τα δημοσιευμένα κέρδη για διάφορους λόγους και κυρίως για να τους βοηθήσουν να:

- a. Αξιολογήσουν την απόδοση της διοίκησης (management's performance)
- b. Εκτιμήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη μακροχρόνια
- c. Προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη
- d. Αξιολογήσουν τον κίνδυνο της επένδυσης ή δανεισμού μίας επιχείρησης.

🚩 Αναμφισβήτητα, η δήλωση αυτή σχετικά με το πώς οι επενδυτές χρησιμοποιούν τα δημοσιευμένα κέρδη, υποδεικνύει και το πώς θα έπρεπε ο καθένας να αξιολογήσει την ποιότητα των κερδών. Επίσης η δήλωση αυτή δείχνει διαφορετικές χρήσεις της πληροφορίας των κερδών και κατά συνέπεια και διαφορετικούς ορισμούς για την ποιότητα των κερδών. Πράγματι, για τον λόγο αυτό, φαίνεται να μην υπάρχει καθόλου συναίνεση στην επαγγελματική και ακαδημαϊκή βιβλιογραφία σχετικά με το πώς να καθορίσει την «ποιότητα των κερδών»

## 2.2 έννοια της Ποιότητας των Κερδών

Στη συνέχεια παρουσιάζονται διάφοροι ορισμοί, οι οποίοι έχουν χρησιμοποιηθεί εναλλακτικά από διάφορους ερευνητές:

Συντηρητισμός (conservatism) - η ποιότητα των κερδών αυτών τα οποία καθορίζονται ως συντηρητικά, είναι υψηλή καθώς, υπό το πρίσμα των μελλοντικών εξελίξεων, είναι λιγότερα πιθανά να αποδειχθούν ως υπερεκτιμημένα.

Οικονομικά κέρδη (economic earnings) - η ποιότητα των κερδών είναι υψηλή όταν τα κέρδη αυτά αντικατοπτρίζουν με ακρίβεια την μεταβολή της καθαρής αξίας του ενεργητικού λόγω κερδοφόρων δραστηριοτήτων.

Βιωσιμότητα - ανθεκτικότητα (sustainability-persistence) - τα κέρδη θεωρούνται ποιοτικά στη περίπτωση όπου αυτά αναμένονται να επαναληφθούν στο μέλλον. Συνήθως αυτό συμβαίνει όταν το σημερινό επίπεδο των κερδών αποτελεί καλή ένδειξη για το αναμενόμενο επίπεδο των κερδών στο μέλλον.

Σταθερότητα (stability) - τα κέρδη τα οποία θεωρούνται ποιοτικά εμφανίζουν χαμηλή μεταβλητότητα με την πάροδο του χρόνου.

Προβλεπτικότητα (predictability) - τα υψηλά ποιοτικά κέρδη θα πρέπει να είναι και προβλέψιμα.

Σχετιζόμενα με τις ταμειακές ροές (relation to cash flows) - τα ποιοτικά κέρδη θα πρέπει να περιλαμβάνουν μικρό ποσοστό δεδουλευμένων ή να περιλαμβάνουν δεδουλευμένα που συνδέονται στενά με παλιές, τρέχουσες ή μελλοντικές ταμειακές ροές.

Ενώ ορισμένες από τις απόψεις αυτές σχετίζονται μεταξύ τους, γενικά παρουσιάζουν διαφορές η μία με την άλλη και συχνά έχουν αντιφατικές επιπτώσεις. Για παράδειγμα, κατά τη λογιστική αποτίμηση στην εύλογη αξία, μετράει τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό) και τις υποχρεώσεις (παθητικό) ενώ στη λογική - εύλογη δεν αναγνωρίζει τα κέρδη και τις ζημίες που περιλαμβάνονται στα έσοδα, οπότε μπορεί να βελτιώνει έτσι την ακρίβεια (accuracy) των κερδών ως μέτρο της μεταβολής της αξίας. Από την άλλη όμως είναι πιθανό να μειώσει την ανθεκτικότητα και την προβλεπτικότητα των κερδών. Ένα άλλο παράδειγμα αποτελεί το γεγονός όπου, όταν οι managers εξομαλύνουν τα κέρδη με την πάροδο του χρόνου, αυξάνουν την ανθεκτικότητά τους και την προβλεπτικότητα αντίστοιχα αλλά αποδυναμώνουν την σχέση μεταξύ κερδών και ταμειακών ροών καθώς η διαχείριση κερδών συχνά διεξάγεται μέσω της διαχείρισης των δεδουλευμένων.

Η εμπειρική έρευνα έως τώρα έχει επικεντρωθεί στη βιωσιμότητα της ποιότητας των κερδών μέσω της διερεύνησης της πληροφορίας σε διάφορα λογιστικά μεγέθη και ποσοστά όσον αφορά τις μελλοντικές αλλαγές στα κέρδη. Για παράδειγμα, διάφορες μελέτες έχουν εξετάσει τις μελλοντικές επιπτώσεις στα κέρδη διαφόρων μέτρων των δεδουλευμένων και των ταμειακών ροών (Sloan, 1996; Dechow και Dichev, 2002; Xie, 2001; Lev και Nissim, 2006), της ανάλυσης οικονομικών

καταστάσεων (Fairfield et al., 1996; Abarbanell και Bushee, 1997; Nissim και Penman, 201, 2003; Penman et al., 2007), τις στρεβλώσεις συντηρητισμού (Lev και Sougiannis, 1996; Penman και Zhang, 2002) και τις φορολογικές και συνταξιοδοτικές γνωστοποιήσεις.

Ομοίως με τους ακαδημαϊκούς, έτσι και στον επαγγελματικό τομέα φαίνεται να εξισώνουν τη ποιότητα των κερδών με την βιωσιμότητα και ανθεκτικότητά τους. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην εκτεταμένη χρήση πολλαπλής αποτίμησης όταν η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με την εφαρμογή ενός πολλαπλού μέτρου επί των κερδών (πχ. EPS-Earnings per share-κέρδος ανά μετοχή, EBITDA-Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization-κέρδη πριν από φόρους, τόκους & απόσβεση).

Ένας κύριος προσδιοριστικός παράγοντας των πολλαπλών κερδών είναι η αντίληψη της ανθεκτικότητας των κερδών, όσο υψηλότερη είναι η ανθεκτικότητα τόσο μεγαλύτερα είναι τα πολλαπλά κέρδη. Έτσι, τα κέρδη με την υψηλότερη ανθεκτικότητα υποδεικνύουν ότι η πολλαπλή αποτίμηση είναι πιθανό να δώσει ακριβείς αξιολογήσεις, διότι τα τρέχοντα κέρδη είναι ένα καλό μέσο πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών και κατά συνέπεια μια καλή ένδειξη της πραγματικής αξίας της απόδοσης. Επίσης, τα κέρδη που παρουσιάζουν υψηλή ανθεκτικότητα δεν υποδεικνύουν μόνο μεγάλες πολλαπλές αλλά και μικρό μέγεθος του σφάλματος αποτίμησης.

Επιπλέον, όσον αφορά το γεγονός ότι η ανθεκτικότητα των κερδών μειώνει την αβεβαιότητα και συμβάλλει στην άμβλυνση των ασυμμετριών πληροφόρησης μεταξύ εσωτερικών και των επενδυτών μπορεί να δούμε μια μείωση του κόστους του κεφαλαίου.

Η ανθεκτικότητα (persistence), μπορεί να αποτελεί την επικρατούσα ερμηνεία για την ποιότητα των κερδών, τόσο για τους επαγγελματίες όσο και για τους ακαδημαϊκούς, αλλά το FASB και το IASB (International Accounting Standards Board- Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων) φαίνεται να κινείται προς τη θέσπιση προτύπων που απαιτούν την αναγνώριση των εκτιμήσεων της πραγματικής αξίας το οποίο τείνει να μειώνει την ανθεκτικότητα των καθαρών κερδών. Λαμβάνοντας υπόψη ότι τα μέτρα για το εισόδημα βασιζόμενα στο ιστορικό κόστος εστιάζουν στα πραγματοποιημένα κέρδη από τις συνεχιζόμενες λειτουργικές δραστηριότητες, η πραγματική αξία των κερδών και ζημιών είναι γενικά ασυσχέτιστες με την πάροδο του χρόνου.

Κατά συνέπεια, η πραγματική αξία του εισοδήματος είναι λιγότερο κατατοπιστική για το μελλοντικό εισόδημα σε σύγκριση με τα κέρδη του ιστορικού κόστους. Σε ακραίες περιπτώσεις, κάτω από συνθήκες της λογιστικής της εύλογης αξίας, η προσαρμογή σύμφωνα με την αγορά προβλέπει και αναγνωρίζει στα τρέχον κέρδη όλες τις επιπτώσεις στην αξία των τρεχουσών δράσεων, έτσι ώστε τα μελλοντικά κέρδη αντικατοπτρίζουν μόνο μελλοντικές κρίσεις στην κερδοφορία και ως εκ τούτου να μην σχετίζονται με τα σημερινά κέρδη.

Ωστόσο, οι επιχειρήσεις έχουν σημαντική διακριτική ευχέρεια για τη μέτρηση κερδών. Ως εκ τούτου, ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας για τον υπολογισμό της ποιότητας των κερδών είναι ο βαθμός στον οποίο τα κέρδη έχουν διαχειρισθεί (managed) ή χειραγωγηθεί (manipulated).

## 2.3 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της Ποιότητας των Κερδών

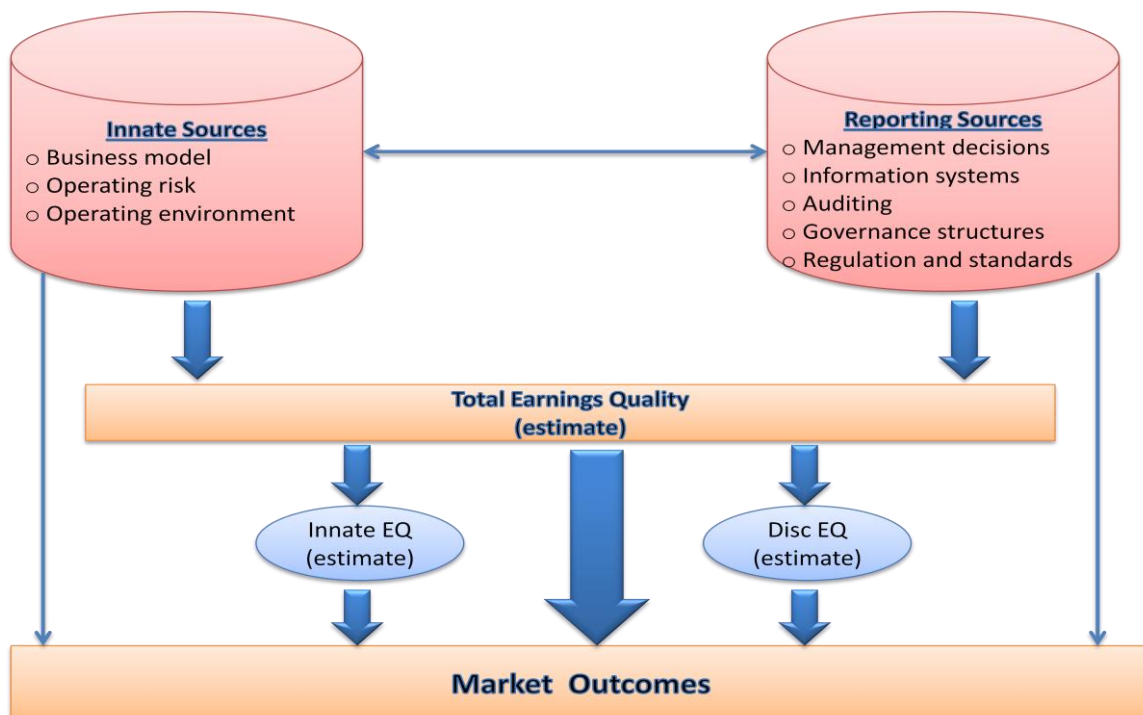
Στο κομμάτι αυτό της εργασίας θα αναλύσουμε τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της ποιότητας των κερδών, τις πηγές από όπου προέρχονται και τις επιπτώσεις τους στην κεφαλαιαγορά. Σύμφωνα λοιπόν με έρευνες, η ποιότητα των κερδών επηρεάζεται από δύο κυρίως παράγοντες :

- αυτόν τον οποίο αντικατοπτρίζει εγγενή - έμφυτα (innate) χαρακτηριστικά από το επιχειρηματικό μοντέλο και το λειτουργικό περιβάλλον και
- αυτόν τον οποίο αντικατοπτρίζει τη διαδικασία της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και χρηματοοικονομικής αναφοράς (reporting sources).

Και οι δύο αυτοί παράγοντες επιδρούν άμεσα όσον αφορά τις επιπτώσεις στη κεφαλαιαγορά, καθώς υπάρχει και σύνδεσμος μεταξύ των δύο αυτών παραγόντων.

Στη συνέχεια, παρουσιάζεται μία σχηματική επισκόπηση των πηγών της ποιότητας των κερδών, η σχέση τους με τα εγγενή χαρακτηριστικά και τα διακριτικά στοιχεία της ποιότητας των κερδών, καθώς και οι συνολικές επιπτώσεις που έχουν στην κεφαλαιαγορά:

Σχήμα 2:



Πηγή: Francis J., Olsson P. and Schipper K. (2006). Earnings Quality, p.: 18

Όπως προαναφέραμε, οι εγγενής – έμφυτες (innate sources) πηγές της ποιότητας των κερδών προκύπτουν από το επιχειρηματικό κυρίως μοντέλο και το λειτουργικό περιβάλλον μίας επιχείρησης, ενώ οι πηγές από τις χρηματοοικονομικές αναφορές (reporting sources), προκύπτουν από τη διαδικασία σύνταξης χρηματοοικονομικών εκθέσεων , όπως:

- a. αποφάσεις των μάντζερ κατά τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών εκθέσεων όπως εκτιμήσεις και κριτικές
- b. η ποιότητα του πληροφοριακού συστήματος το οποίο χρησιμοποιείται για την ενίσχυση των χρηματοοικονομικών εκθέσεων
- c. δραστηριότητες παρακολούθησης και ελέγχου, όπως ο εσωτερικός και ο εξωτερικός λογιστικός έλεγχος
- d. δραστηριότητες που σχετίζονται με τη κυβέρνηση και το κράτος, όπως αποφάσεις και ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου, συμφωνία για τους μισθούς και η διάρθρωση του ποσοστού ιδιοκτησίας.
- e. Έλεγχος των ρυθμιστικών μέτρων (π.χ των νόμων περί χρεογράφων)
- f. Πρότυπα αναφοράς, όπως το GAAP ( Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές).

Επίσης , ανάμεσα στους δύο αυτούς προσδιοριστικούς παράγοντες, υπάρχει αιτιώδης συνάφεια καθώς παίρνοντας ως παράδειγμα τη περίπτωση της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου μίας επιχείρησης, ένας σημαντικός παράγοντας που θα το επηρεάσει είναι το ίδιο το επιχειρηματικό μοντέλο της επιχείρησης. Ένα άλλο παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι, οι περισσότερες αποφάσεις των μάντζερ σχετικά με τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών εκθέσεων, περιορίζονται σε μεγάλο βαθμό από τους κυβερνητικούς νόμους περί επιχειρήσεων, νόμους περί χρεογράφων , καθοδήγηση έγκυρων λογιστικών διαδικασιών κτλ.

Από την άλλη αρκετοί ερευνητές θεωρούν τη διαχώριση των δύο πηγών για την ποιότητα των κερδών, μη απαραίτητη και αντιμετωπίζουν τη ποιότητα των κερδών ως σύνολο γενικά. Για παράδειγμα, οι Francis et. al. (2005a), αναλύουν τις επιδράσεις της συνολικής ποιότητας των κερδών στο κόστος κεφαλαίου και οι Francis et al. (2008b), αναλύουν την σύνδεση μεταξύ της ποιότητας των κερδών ως σύνολο και της εθελοντικής δημοσιοποίησης οικονομικών στοιχείων.

## 2.4 Χαρακτηριστικά γνωρίσματα και δείκτες μέτρησης της Ποιότητας των Κερδών

Η ποιότητα των κερδών είναι μια πολυδιάστατη έννοια\_διότι ο τρόπος μέτρησης της εξαρτάται από το ερώτημα το οποίο τίθεται από τον ερευνητή. Ειδικότερα, ο εκάστοτε δείκτης ποιότητας εξαρτάται από την οπτική μέσα από την οποία εξετάζει ο κάθε ενδιαφερόμενος την επιχείρηση, και από τη διαθεσιμότητα των δεδομένων.

Για παράδειγμα από την σκοπιά του επενδυτή τα κέρδη μπορούν να θεωρηθούν ότι είναι υψηλής ποιότητας όταν:

- αντικατοπτρίζουν με ακρίβεια την τρέχουσα λειτουργική αποδοτικότητα
- αποτελούν έναν αξιόπιστο δείκτη προσέγγισης της μελλοντικής λειτουργικής κερδοφορίας, και
- είναι η πιο κατάλληλη εισροή για το μοντέλο αποτίμησης της αξίας

Αντίθετα, άλλα ερευνητικά ερωτήματα εστιάζουν σε πιο άμεσα μέτρα για την μέτρηση της ποιότητας των κερδών χρησιμοποιώντας λογιστικά δεδομένα και μόνο (χωρίς να γίνεται αναφορά στις τιμές των μετοχών ή στις αποδόσεις).

Μια άλλη επίσης διάσταση της μέτρησης της ποιότητας των κερδών, η οποία είναι εξίσου σημαντική για κάποιες έρευνες, είναι η διάκριση μεταξύ των συνολικών (total) , έμφυτων (innate) και κατά τη διακριτική ευχέρεια (discretionary earnings), της ποιότητας των κερδών.

Έρευνες έως τώρα, αναγνωρίζουν επτά τρόπους μέτρησης της ποιότητας των κερδών (αναφέρονται και ως χαρακτηριστικά γνωρίσματα των κερδών), τα οποία χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό στην λογιστική έρευνα. Κατηγοριοποιούν στην συνέχεια τους δείκτες αυτούς είτε

- a) ως «accounting – based» είτε
- b) ως «market-based»,

ανάλογα με τις βασικές παραδοχές σχετικά με τη λειτουργία των οικονομικών εκθέσεων και επισημαίνουν ότι οι παραδοχές αυτές με τη σειρά τους θα επηρεάσουν τον τρόπο με τον οποίο μετρούνται τα χαρακτηριστικά αυτά γνωρίσματα, Francis et al. (2004).

✚ Τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των κερδών με βάση τα λογιστικά δεδομένα (**accounting-based earnings**) συμπεριλαμβάνουν:

- I. τη ποιότητα των δεδουλευμένων (accruals quality),
- II. την ανθεκτικότητα (persistence),
- III. την προβλεπτικότητα (predictability) και
- IV. την ομαλότητα (smoothness)

Αυτά τα χαρακτηριστικά-μέτρα περιλαμβάνουν κυρίως κέρδη ή ταμειακές ροές (ή άλλα μέτρα που μπορούν να προκύψουν από αυτά, όπως τα δεδουλευμένα) και υπολογίζονται με βάση τα λογιστικά στοιχεία και όχι τα δεδομένα της αγοράς.

✚ Από την άλλη, τα χαρακτηριστικά των κερδών με βάση τα δεδομένα της αγοράς (**market – based earnings**) συμπεριλαμβάνουν:

- I. τη συνάφεια της αξίας (value relevance)
- II. την επικαιρότητα (timeliness) και
- III. το συντηρητισμό (conservatism).

Αυτά τα χαρακτηριστικά-μέτρα περιλαμβάνουν τις τιμές ή τις αποδόσεις των μετοχών και για την εκτίμησή τους βασίζονται και στα λογιστικά αλλά και στα δεδομένα των αποδόσεων

✚ Η διαφορά στη δομή των δύο αυτών τρόπων μέτρησης βασίζονται κυρίως στον σκοπό κάθε φορά με τον οποίο γίνεται η μέτρηση των κερδών. Συγκεκριμένα, τα μέτρα βασισμένα σε λογιστικά δεδομένα υποθέτουν ότι ο σκοπός των κερδών είναι η ομοιόμορφη κατανομή των κερδών στις λογιστικές περιόδους μέσω των δεδουλευμένων, ενώ στη περίπτωση που τα μέτρα βασίζονται σε δεδομένα της αγοράς, υποθέτουν ότι σκοπός των κερδών είναι η πληροφόρηση των πραγματικών (οικονομικών) αποδόσεων μέσω των μεταβολών των τιμών των μετοχών.

Παρακάτω περιγράφονται κάποια από τα σημαντικότερα μέτρα της ποιότητας των κερδών που έχουν χρησιμοποιηθεί κατά καιρούς στην λογιστική έρευνα:

#### **2.4.1 Η ποιότητα των δεδουλευμένων (accruals quality)**

Η λογιστική των δεδουλευμένων ως τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών, έχει προσελκύσει αρκετά το ενδιαφέρον τελευταία. Οι περισσότεροι μέθοδοι εκτίμησης της ποιότητας των κερδών επικεντρώνονται στα κέρδη βασισμένα στις ταμειακές ροές, υποδηλώνοντας ότι τα κέρδη αυτά τα οποία εμπεριέχουν μεγαλύτερη ρευστότητα είναι και τα πιο επιθυμητά (Penman,2001; Harris et al.,2000).

Με τον όρο δεδουλευμένα (κριτήριο λογιστικοποίησης), εννοούμε την χρονική στιγμή που πραγματοποιείται η οικονομική συναλλαγή ανεξαρτήτως της χρονικής στιγμής που καταβάλλονται τα μετρητά.

**(Accruals = Δεδουλευμένα = Μη Ταμειακά Κέρδη)**

Το όφελος από τη χρήση των δεδουλευμένων είναι η πιστότερη συσχέτιση των κερδών με τις μελλοντικές ταμειακές ροές μέσω της επιλογής λογιστικών μεθόδων μέτρησης, κατανομής του



κόστους, του χρόνου λογιστικοποίησης των εσόδων και προβλέψεων επισφαλών απαιτήσεων ή ενδεχόμενων υποχρεώσεων **ώστε να απεικονίζεται καλύτερα η οικονομική πραγματικότητα.**

Από την άλλη, υπάρχει μεγάλη εξάρτηση από τη Διακριτική Ευχέρεια (discretionary components) που παρέχεται στους μάντζερ λόγω της εμπειρίας τους και την προνομιακή πληροφόρηση που κατέχουν λόγω της θέσης τους, οπότε εκτός του οφέλους δημιουργείται έτσι και το ανάλογο κόστος το οποίο έγκειται στα σφάλματα εκτίμησης και διόρθωσης.

**(Accruals = Earnings - CF =  $\Delta$ (non cash working capital) =  $\Delta$ (net operating assets) )**

Η ποιότητα των δεδουλευμένων, ως τρόπο μέτρησης της ποιότητας των κερδών, βασίζεται στην άποψη ότι τα κέρδη που προσεγγίζουν περισσότερο τις ταμειακές ροές είναι και καλύτερης ποιότητας. Το μέτρο των Dechow και Dichev (2002) ενσωματώνει την προσέγγιση των δεδουλευμένων του κεφαλαίου κίνησης (το κυκλοφορούν ενεργητικό) στην τελευταία, πρόσφατη και επόμενη περίοδο από τις λειτουργικές δραστηριότητες.

Η πρώτη βασική ερμηνεία της ποιότητας των δεδουλευμένων ως τρόπο μέτρησης, είναι ότι οι ταμειακές ροές παίζουν σημαντικό ρόλο για την ποιότητα των κερδών. Οπότε υψηλές τιμές του μέτρου αντιστοιχούν σε κακή ποιότητα των δεδουλευμένων και αντιστρόφως (η ποιότητα των δεδουλευμένων και το μέγεθος του μέτρου είναι αντιστρόφως ανάλογα) , για τον λόγο ότι υπάρχει λιγότερη (ή περισσότερη) ακρίβεια σχετικά με την αντιστοίχιση - προσέγγιση των πρόσφατων με της τελευταίας και επόμενης περιόδου ταμειακών ροών.

Η δεύτερη, επίσης σημαντική, ερμηνεία πίσω από την αρχή των δεδουλευμένων ως μέτρο σύγκρισης της ποιότητας είναι ότι η διακύμανση των υπολοίπων της εξίσωσης και όχι τα μεγέθη της καθοδηγούν το μέτρο. Έτσι, τα συστηματικά μικρά ή μεγάλα υπόλοιπα σε μία παλινδρόμηση των δεδουλευμένων στοιχείων με τις ταμειακές ροές, δεν δημιουργούν πρόβλημα συμπεράσματος στους επενδυτές στη περίπτωση πρόβλεψης μελλοντικών κερδών μίας εταιρείας, διότι το συστηματικό αυτό στοιχείο των υπολοίπων (the systematic component of the residual) μπορεί να εντοπιστεί και να προσαρμοστεί ανάλογα.

Από την άλλη, η τυπική απόκλιση μίας σειράς συστηματικών μεγάλων και θετικών υπολοίπων, μπορεί να δείχνει σε μικρό βαθμό, ότι υπάρχει πρόβλημα διεξαγωγής συμπεράσματος. Η αρχή της ποιότητας των δεδουλευμένων είναι οπότε και σύμφωνη με την άποψη ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή, μέση και χαμηλή διακύμανση έχουν καλή και όχι κακή ποιότητα των κερδών.

✚ Σύμφωνα με τα παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι, η ποιότητα των δεδουλευμένων εξαρτάται από τα υπόλοιπα του μοντέλου των δεδουλευμένων στοιχείων και ορίζεται ως εξής, Francis et al. (2004):

$$Accrual\ Quality = \sigma(\hat{u}_{j,t})$$

Στο μοντέλο των δεδουλευμένων στοιχείων πραγματοποιείται παλινδρόμηση του συνόλου των δεδουλευμένων στις ταμειακές ροές, στις μεταβολές των πωλήσεων και το μέγεθος των παγίων, σύμφωνα με τους Dechow και Dichev (2002) και την τροποποίηση αργότερα του McNichols (2002):

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \varphi_{0,j} + \varphi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{4,j} \frac{\Delta REV_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + u_{j,t}$$

Όπου ,

$TCA_{j,t}$  = το συνολικό τρέχων στοιχείο των δεδουλευμένων μίας επιχείρησης σε ένα έτος  $t$ .

$Assets_{j,t}$  = το μέσο συνολικό στοιχείο του ενεργητικού μίας επιχείρησης.

$CFO$  = οι λειτουργικές ταμειακές ροές

$\Delta REV_{j,t}$  = οι αλλαγές στα έσοδα μίας επιχείρησης μεταξύ του έτους  $t-1$  και  $t$ .

$PPE_{j,t}$  = η ακαθάριστη αξία των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού μίας επιχείρησης.

## **2.4.2 Προαιρετικά – μη κανονικά - διαφοροποιήσιμα δεδουλευμένα (abnormal - discretionary accruals)**

Πολλές έρευνες συσχέτισαν την ποιότητα των κερδών με την υπολογιστική ικανότητα της λογιστικής και του μάντζεμεντ και την δυνατότητα αυτών να παρέχουν διαφορετικούς μεθόδους αλλά και βασικές αρχές στον κλάδο της λογιστικής γενικά.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, τα προαιρετικά (optional) στοιχεία των δεδουλευμένων αντανακλούν τη χαμηλότερη ποιότητα των κερδών. Η βασική υπόθεση του ορισμού της ποιότητας των κερδών βασίζεται στο γεγονός ότι η διαφορά μεταξύ του τρέχοντος έτους και του τελευταίου οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα προαιρετικά στοιχεία των δεδουλευμένων, επειδή τα μη προαιρετικά στοιχεία αυτών δεν θα παρουσιάσουν μεγάλη διαφορά κατά τη διάρκεια του ενός έτους (Francis et al., 2005).

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την προσέγγιση του Francis et al. 2005, διαφοροποιούμε στο μοντέλο μέτρησης των δεδουλευμένων τα έμφυτα (innate) στοιχεία, τα οποία είναι αυτά που αντικατοπτρίζουν το λειτουργικό περιβάλλον της επιχείρησης, με τα διακριτικά (discretionary) στοιχεία, αυτά τα οποία αντανακλούν τις αποφάσεις των μάντζερ.

Τα μη κανονικά δεδουλευμένα (abnormal accruals), ως μέτρο της ποιότητας των κερδών, βασίζεται στην άποψη ότι τα δεδουλευμένα στοιχεία, που δεν μπορούν να επεξηγηθούν πλήρως από τα θεμελιώδη στοιχεία της λογιστικής (πάγια στοιχεία του ενεργητικού και τα έσοδα), αποτελούν ένα αντίστροφο μέτρο της ποιότητας των κερδών. Το πιο συνηθισμένο μέτρο των μη κανονικών δεδουλευμένων που χρησιμοποιείται είναι αυτό που προσεγγίζει την εκδοχή του Jones (1991).

Παρόμοια και με το μοντέλο των Dechow-Dichev, η εκτίμηση των μη κανονικών δεδουλευμένων γίνεται είτε προσεγγίζοντάς το ως πρόβλημα αυτοσυσχέτισης, δηλ. διαφορετικά χρόνια για τον ίδιο κλάδο, (a firm specific, time-series approach), είτε ως προσεγγίζοντάς το ως πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας, δηλ. διαφορετικοί κλάδοι για τον ίδιο χρόνο (a cross-sectional estimation-by-industry-year approach). Ανεξάρτητα από τον τρόπο προσέγγισης, (time-series or cross-sectional), σκοπός είναι να γίνουν οι εκτιμήσεις των κανονικών (normal) δεδουλευμένων (NA) ως ποσοστό των υστερούμενων συνόλων του ενεργητικού.

✚ Σύμφωνα με το μοντέλο του Kothari et al. (2005), τα κέρδη αυτά τα οποία είναι και πιο ποιοτικά, είναι αυτά τα οποία περιλαμβάνουν τα λιγότερα μη κανονικά στοιχεία δεδουλευμένων (optional abnormal accrual items).

$$NA_{j,t} = k_1 \frac{1}{ASSET_{j,t-1}} + k_2 \frac{(\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{ASSET_{j,t-1}} + k_3 \frac{PPE_{j,t}}{ASSET_{j,t-1}}$$

Όπου ,

$TA_{j,t}$  = το σύνολο των δεδουλευμένων.

$ASSET_{j,t}$  = το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης στη αρχή του έτους.

$\Delta AR_{j,t}$  = οι αλλαγές στους λογαριασμούς των απαιτήσεων σε μία επιχείρηση μεταξύ του έτους t-1 και t.

Το σύνολο των δεδουλευμένων = Λειτουργικά κέρδη – Λειτουργικές ταμειακές ροές.

**(Total Accrual Items = operational Earning – operational cash flow.)**

Και για να υπολογιστούν τα μη κανονικά δεδουλευμένα (abnormal accruals-AA), το χρόνο:

$$AA_{j,t} = TA_{j,t} / ASSET_{j,t-1} - NA_{j,t}$$

**ΔΙΑΦΟΡΕΣ:** Ο τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών με την μέθοδο των μη κανονικών (**abnormal**) δεδουλευμένων σύμφωνα με τον Franis et al. (2005a), διαφέρει από τον τρόπο μέτρησης, σύμφωνα με τους Dechow και Dichev, οι οποίοι βασίζονται στην ποιότητα των δεδουλευμένων (**Accrual Quality**), στο γεγονός ότι η πρώτη αντικατοπτρίζει το τμήμα των δεδουλευμένων αυτών το οποίο δεν επηρεάζεται από τις λογιστικές θεμελιώδης αρχές (ή αλλιώς έμφυτους παράγοντες), ενώ η δεύτερη μέθοδος περιλαμβάνει δεδουλευμένα τα οποία προκύπτουν και από τις δύο πηγές , έμφυτες (innate) και διαφοροποιήσιμες (discretionary), καθώς τα μη κανονικά δεδουλευμένα θεωρούνται ότι εμπεριέχουν και επηρεάζονται από τις αποφάσεις των μάνατζερ όσων αφορά τον τρόπο υποβολής των χρηματοοικονομικών εκθέσεων ή αλλιώς αυτό που ονομάζουμε διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (discretion).

Στο πλαίσιο της έρευνας για την μέτρηση της ποιότητας των κερδών, όπου η διάκριση μεταξύ έμφυτων και διαφοροποιήσιμων δεδουλευμένων είναι αρκετά σημαντική, εάν θέλουμε να διαχωρίσουμε τα δεδουλευμένα σε κανονικά και διαφοροποιήσιμα (discretionary) τότε μοντελοποιούμε το απόλυτο μέγεθος σε ένα διάλυμα μεταβλητών που αναπαριστούν τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της επιχείρησης (Francis P. Olsson, K. Schipper et al. 2008).

### 2.4.3 Ανθεκτικότητα (persistence)

Η ανθεκτικότητα ή αλλιώς εμμονή ως τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών, στηρίζεται στην άποψη ότι, όσο πιο «διατηρήσιμα (sustainable)» είναι τα κέρδη τόσο και πιο ποιοτικά θεωρούνται και υπολογίζεται συνήθως από τον παρακάτω τύπο:

$$Earnings_{t+1} = a + \beta Earnings_t + \varepsilon_t$$

Όπου,

*Earnings* = NIBE = Net Income Before Extraordinary Items .

Η παραπάνω εξίσωση, χρησιμοποιείται κυρίως σε χρονοσειρές και για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά, χρησιμοποιώντας την εκτίμηση μέγιστης πιθανότητας (μοντέλο αυτόματης παλινδρόμησης τάξης ενός AR1). Η ανθεκτικότητα των κερδών μετράται από τον συντελεστή κλίσης των κερδών ανά μετοχή, συντελεστής β, τιμές του οποίου κοντά στο 1 υποδηλώνουν μεγάλη σταθερότητα, εξαιρετικά ανθεκτικά και υψηλής ποιότητας κέρδη, ενώ τιμές του β κοντά στο 0 υποδηλώνουν υψηλή μεταβλητότητα, ιδιαίτερα παροδικά και χαμηλής ποιότητας κέρδη, (Francis et al. 2008).

### 2.4.4 Προβλεπτικότητα (predictability)

Ως προβλεπτικότητα, ορίζεται η ικανότητα των κερδών να προβλέψει τα ίδια αυτά κέρδη (Lipe, 1990), ορίζοντάς το έτσι ως ένα μέτρο της ποιότητας των κερδών βασιζόμενο στην άποψη ότι ένα ποσοστό των κερδών που τείνει να επαναλαμβάνεται θεωρείται και υψηλής ποιότητας. Η άποψη αυτή δεν διαφέρει και πολύ από αυτή των Dechow και Schrand (2004), κατά την οποία ένας αριθμός υψηλής ποιότητας κερδών αντιπροσωπεύει, άρα και προβλέπει, μελλοντικά κέρδη. Ένα κοινό μέτρο της προβλεπτικότητας των κερδών προέρχεται από το ίδιο μοντέλο, σύμφωνα με τον Francis et al. (2008) της αυτόματης παλινδρόμησης :

$$NIBE_{j,t} = \phi_{0,j} + \phi_{0,j} NIBE_{j,t-1} + v_{j,t}$$

$$Predictability = \sqrt{\delta^2(\hat{v}_j)}$$

✓ Όπου, η προβλεπτικότητα ισούται από την τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης του σφάλματος από την εξίσωση.

### **2.4.5 Ομαλότητα (smoothness)**

Το γεγονός ότι η ομαλότητα θεωρείται ως χαρακτηριστικό για την μέτρηση της ποιότητας των κερδών, προέρχεται από το γεγονός ότι οι μάνατζερ χρησιμοποιούν τις προσωπικές τους πληροφορίες (private information) για τα μελλοντικά κέρδη με σκοπό την εξομάλυνση της τρέχουσας διακύμανσης-μεταβλητότητας των κερδών έτσι ώστε να δημοσιεύονται κάθε φορά κέρδη πιο χρήσιμα, δηλ. κέρδη τα οποία είναι πιο αντιπροσωπευτικά των ταμειακών ροών.

Πρόσφατες μελέτες, Barth et al. (2009), μελέτησαν την επίδραση της διαφάνειας των λογιστικών πληροφοριών σχετικά με το κόστος κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όσο περισσότερη διαφάνεια υπάρχει στις λογιστικές πληροφορίες, τόσο περισσότερη μείωση του κόστους του κεφαλαίου έχουμε. Η αρνητική σχέση μεταξύ αυτών των δύο στοιχείων που βρέθηκε σε αυτή την μελέτη αποτέλεσε και το μεγαλύτερο εύρημα και από άλλες παρόμοιες έρευνες που διεξήχθησαν σε αυτό το πεδίο.

Σε επόμενη έρευνα, Bhattacharya et al. (2009), εξετάζονται οι διάφορες σχέσεις μεταξύ του κόστους κεφαλαίου και της ποιότητας των κερδών. Διερεύνηση μεταξύ των σχέσεων των στοιχείων αυτών έδειξαν ότι η ποιότητα των κερδών θα μπορούσε να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου μέσω της επίδρασής τους στο κόστος της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη και την επίδραση της ποιότητας των κερδών (η ποιότητα των δεδουλευμένων στοιχείων) στο κόστος κεφαλαίου, οι Kim και Qi (2010), ερευνούν την επίδραση των μακροοικονομικών συνθηκών και των επιχειρηματικών κύκλων στην ποιότητα των στοιχείων των δεδουλευμένων. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι στις εταιρείες με χαμηλή σε ποιότητα δεδουλευμένα στοιχεία, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να επηρεαστούν από τις κακές οικονομικές συνθήκες οπότε και το κόστος κεφαλαίου αυξάνεται στην περίπτωση αυτή.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η μέτρηση της ομαλότητας των κερδών μετριέται συνήθως με το ίδιο μέτρο που χρησιμοποιούμε για την μέτρηση των ταμειακών ροών. Δεν δέχονται όμως όλοι οι ερευνητές την παραδοχή ότι οι μάνατζερ χρησιμοποιούν τις προσωπικές τους πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη με σκοπό την εξομάλυνση της τρέχουσας διακύμανσης-μεταβλητότητας των κερδών και την χειραγώγηση των δεδουλευμένων έτσι ώστε να δημοσιεύονται κάθε φορά κέρδη πιο χρήσιμα, δηλ. κέρδη τα οποία είναι πιο αντιπροσωπευτικά των ταμειακών ροών.

Μία εναλλακτική άποψη, που εκφράζεται για παράδειγμα από τον Leuz et al. (2003), είναι ότι η ομαλότητα αντανάκλα το βαθμό στον οποίο τα λογιστικά πρότυπα (καθώς και άλλες επιρροές στα κέρδη, όπως ο ρυθμιστικό μηχανισμό ελέγχου, αλλά και το νομικό καθεστώς ) επιτρέπουν τους μάνατζερ να μειώσουν με τεχνητά μέσα την μεταβλητότητα στα κέρδη, προφανώς για να αποκτήσουν κάποια οφέλη στην αγορά κεφαλαίων που συνδέονται με την ομαλή ροή συναλλαγών των κερδών. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, ομαλότερα κέρδη υποδεικνύουν και χαμηλότερα σε ποιότητα κέρδη.

Αποτελέσματα που αναφέρθηκαν από έρευνες, Francis et al. (2004), δείχνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά κεφαλαίων (market participants) ανταμείβουν την ομαλή ροή συναλλαγών των κερδών με μειωμένο κόστος στα ίδια και στα δανειακά κεφάλαια. Το εύρημα αυτό είναι σύμφωνο με την άποψη ότι η ομαλότητα των κερδών είναι επιθυμητή (τουλάχιστον στα μάτια των επενδυτών) διότι υποδεικνύει υψηλότερη ποιότητα στις αποφάσεις όσων αφορά τις χρηματοοικονομικές αναφορές. Ωστόσο, τα αποτελέσματα που αναφέραμε πιο πάνω, δεν μπορούν να αποκλείσουν το ενδεχόμενο ότι επενδυτές ανταμείβουν την ομαλότητα στα κέρδη για λόγους άσχετους με την ποιότητα των κερδών.

Με λίγα λόγια, ομαλότητα σημαίνει ομοιότητα στον αριθμό των κερδών σε βάθος χρόνου και έχει μετρηθεί κατά καιρούς με διάφορους τρόπους, οι περισσότεροι εκ των οποίων παρουσιάζουν μεγάλες ομοιότητες:

$$\text{Smoothness} = \frac{\delta(\text{NIBE}_{j,t})}{\delta(\text{CFO}_{j,t})}$$

$$\text{Smoothness} = \sigma(\text{Earnings})/\sigma(\text{Cash flows})$$

✓ Ο λόγος της τυπικής απόκλισης των καθαρών εσόδων (μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας) της επιχείρησης  $j$ , πριν όμως προσαρμοστούν σε αυτά έκτακτα στοιχεία όπως ατυχήματα και φυσικές καταστροφές, διαιρεμένο, με την τυπική απόκλιση της από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (Francis et al. 2004).

#### 2.4.6 Η μεταβλητότητα των κερδών (earnings variability)

Η μεταβλητότητα των κερδών συνήθως μετράται από την τυπική απόκλιση των κερδών και σχετίζεται τόσο στατιστικά όσο και εννοιολογικά με την ομαλότητα και την ποιότητα των δεδουλευμένων στοιχείων. Ως εκ τούτου, οι λόγοι κατά τους οποίους που η μεταβλητότητα των κερδών θεωρείται ως τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών, θα είναι ίδιοι με αυτούς που ισχύουν για την ομαλότητα αλλά και για την ποιότητα των δεδουλευμένων στοιχείων. Όπως τεκμηριώνεται από τους Dechow και Dichev et al. (2002), η μεταβλητότητα των κερδών αποτελεί το ισχυρότερο μέσο για την μέτρηση της ποιότητας των κερδών στην έρευνά τους.

✚ Σύμφωνα με απόψεις των Dechow και Dichev et al. (2002) αλλά και αργότερα των Francis et al. (2008), η μεταβλητότητα των κερδών μετράται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{EarnVar} = \delta(\text{EBEI}_{j,t})$$

Ισούται με την τυπική απόκλιση των κερδών δηλ., πριν από κάποια έκτακτα στοιχεία και τα οποία αφαιρούνται από το σύνολο του ενεργητικού στην αρχή του έτους.

#### **2.4.7 Τη συνάφεια της αξίας (value relevance)**

Η συνάφεια της αξίας ως τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών, βασίζεται στην ιδέα ότι οι αριθμοί και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τους λογαριασμούς της λογιστικής θα πρέπει να έχουν και τη δυνατότητα να επεξηγούν την πληροφορία που εμπεριέχεται στις αποδόσεις. Επομένως η συνάφεια της αξίας έχει να κάνει με την ικανότητα, μέσω των λογιστικών διαδικασιών και των αριθμών αυτών που προκύπτουν, της επεξήγησης των διακυμάνσεων των στις αποδόσεις των μετοχών.

Τα κέρδη με την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα είναι και τα πιο επιθυμητά και για τον λόγο αυτό τα κέρδη τα οποία έχουν την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα όσων αφορά τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις, θεωρούνται και περισσότερο ποιοτικά.

Συνήθως, στη λογιστική έρευνα (Francis and Schipper (1999); Collins et al. (19997); Bushman et al. (2004) ), η συνάφεια της αξίας βασίζεται στην ερμηνευτική δύναμη ( το προσαρμοσμένο R2) της παρακάτω παλινδρόμησης των αποδόσεων με το επίπεδο και αλλαγές των κερδών και η οποία υποδηλώνει την σχέση μεταξύ των δημοσιευμένων λογιστικών κερδών και των μελλοντικών χρηματιστηριακών αποδόσεων:

$$RET_{j,t} = \delta_{0,j} + \delta_{1,j}Earn_{j,t} + \delta_{2,j}\Delta Earn_{j,t} + \zeta_{j,t}$$

Όπου,

$RET_{j,t}$  = η απόδοση μίας επιχείρησης στο τέλος του χρόνου t

$EARN_{j,t}$  = καθαρό εισόδημα πριν από έκτακτα στοιχεία-*Net Income Before Extraordinary Items* (NIBE) της επιχείρησης j σε χρόνο t.

$\Delta EARN_{j,t}$  = η αλλαγή στο καθαρό εισόδημα και πριν τα έκτακτα στοιχεία (NIBE), της επιχείρησης j σε χρόνο t.

#### **2.4.8 Την επικαιρότητα (timeliness)**

Η επικαιρότητα ως τρόπος μέτρησης της ποιότητας των κερδών, είναι παρόμοια με τη συνάφεια της αξίας δεδομένου ότι εμπεριέχει τις αποδόσεις των μετοχών και βασίζεται στην ερμηνευτική δύναμη όπως και η συνάφεια της αξίας. Η επικαιρότητα στην ουσία δείχνει την ικανότητα των κερδών να αντικατοπτρίζουν τα καλά αλλά και τα καλά νέα τα οποία εμπεριέχονται στις αποδόσεις και μετριέται από την επεξηγηματική ικανότητα μίας αντίστροφης συνάρτησης των κερδών στις αποδόσεις.

Σύμφωνα με τους Ball et al. (2000), η επικαιρότητα μετράται από το προσαρμοσμένο R2 από την παρακάτω εξίσωση. Μικρότερες τιμές τις επικαιρότητας συνεπάγονται και λιγότερο έγκαιρα (δηλ. κατώτερης ποιότητας) κέρδη.

$$Earn_{j,t} = \alpha_{0,j} + \alpha_{1,j}NEG_{j,t} + \beta_{1,j}RET_{j,t} + \beta_{2,j}NEG_{j,t} \cdot RET_{j,t} + e_{j,t}$$

Όπου.

$NEG_{j,t} = 1$  εφόσον  $RET_{j,t} < 0$ , αλλιώς  $NEG_{j,t} = 0$ .

Για όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές ισχύουν τα ίδια με αυτά που έχουμε αναφέρει ως άνω.

✓ Μεγαλύτερες τιμές του συντελεστή προσδιορισμού είναι επιθυμητές και υψηλές τιμές του συντελεστή  $\beta_1$  υποδηλώνουν έγκαιρη ενσωμάτωση των αρνητικών αποτελεσμάτων στα κέρδη.

#### **2.4.9 Τον συντηρητισμό (conservatism)**

Ο Watts (2003), διαφωνεί με τη άποψη ότι ο συντηρητισμός είναι ένα επιθυμητό χαρακτηριστικό των κερδών διότι η υποβολή δηλώσεων με συντηρητικό τρόπο εμποδίζει την παραπάνω σε ποσό αμοιβή των μετόχων. Η προσέγγιση αυτή όμως βασίζεται κυρίως σε μία εκ των υστέρων (ex post) πχ. για σύναψη σύμβασης ή ως τρόπος διαχείρισης προσέγγιση στη ποιότητα των κερδών και όχι σε μία εκ των προτέρων (ex ante) προσέγγιση που σχετίζεται περισσότερο με την κατανομή του κεφαλαίου όπως ακολουθούμε σε αυτή την εργασία.

Λαμβάνοντας μία προσέγγιση βασισμένη σε δεδομένα της αγοράς (market based) κυρίως, ο Ball et al. (2000), προσδιορίζει τον συντηρητισμό ως μία διαφορική ικανότητα των λογιστικών κερδών να αντανakλούν οικονομικές απώλειες (μετρούμενες ως αρνητικές αποδόσεις μετοχών) έναντι οικονομικών οφειλών (μετρούμενες ως θετικές αποδόσεις των μετοχών). Ακολουθώντας τον Basu (1997), μετράει τον συντηρητισμό από τον λόγο των συντελεστών κλίσης των αρνητικών αποδόσεων με τους συντελεστές κλίσης των θετικών αποδόσεων σε μία αντίστροφη συνάρτηση των κερδών στις αποδόσεις όπως για παράδειγμα στην άνω εξίσωση όσων αφορά τη επικαιρότητα (timeliness).



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### Ο ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

#### 3.1 Εισαγωγή στο Κόστος Κεφαλαίου

Παρόλο που οι επιχειρήσεις μπορούν αντλήσουν κεφάλαια από πολλές και διαφορετικές πηγές οι πιο συνηθισμένες είναι οι παρακάτω:

- Δανειακά Κεφάλαια (Debt )
- Ίδια κεφάλαια: κοινές μετοχές ή παρακρατηθέντα κέρδη (Equity)
- Προνομιούχες μετοχές (Preferred stock)

Παρόλο που ο παραπάνω διαχωρισμός φαίνεται υπεραπλουστευμένος, δεν είναι. Όλα τα υπόλοιπα αξιόγραφα που εκδίδουν οι επιχειρήσεις μπορούν τελικά να ταξινομηθούν σε ξένα ή ίδια κεφάλαια. Έτσι, εάν ταξινομούμε σωστά τα υπόλοιπα στοιχεία του παθητικού, μπορούμε με βάση το παραπάνω πλαίσιο να υπολογίσουμε το συνολικό κόστος κεφαλαίου. Επίσης, παρόλο που οι επιχειρήσεις εκδίδουν και άλλους τύπους αξιόγραφων, οι μετοχές και ο δανεισμός αποτελούν το κυρίαρχο συστατικό στοιχείο.

Το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης, τουλάχιστον θεωρητικά, είναι το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν όλοι οι επενδυτές της επιχείρησης (είτε είναι οι φορείς είτε είναι οι δανειστές). Το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης η οποία είναι διαθέσιμη. Η καλύτερη εναλλακτική είναι αυτή που ενέχει τον ίδιο κίνδυνο και προσφέρει την ίδια απόδοση. Επομένως το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση την οποία πρέπει να αποκομίζει η επιχείρηση από τις επενδύσεις της, έτσι ώστε οι επενδυτές της να κερδίζουν την απαιτούμενη από αυτούς απόδοση.

Για παράδειγμα, αναφορικά με την αποδοχή ενός επενδυτικού προγράμματος αν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης μίας αποδοχής ενός επενδυτικού προγράμματος υπερβαίνει το σχετικό κόστος χρηματοδότησης, το πλεόνασμα που απομένει το καρπώνονται οι μέτοχοι. Το πλεόνασμα αυτό αυξάνει τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής και επομένως την αξία της επιχείρησης.

### **ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ**

rd	Προ φόρων Κόστος Έκδοσης Νέου ομολογιακού δανείου.
rd(1-T)	Οριακό κόστος έκδοσης νέου ομολογιακού δανείου μετά φόρων. Το T είναι ο οριακός συντελεστής φορολογίας. Το κόστος δανεισμού μετά φόρων θα είναι πάντα μικρότερο από το αντίστοιχο κόστος προ φόρων διότι το επιτόκιο εκπίπτει από τα φορολογητέα κέρδη.
rp	Κόστος έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Υπολογίζεται ως η απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχών. Τα μερίσματα των κοινών μετοχών δεν αποτελούν έξοδο, και δεν εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη. Οπότε είναι ίσα, προ και μετά φόρων
rs	Κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αναφέρεται στο κόστος αυτοχρηματοδότησης. Ουσιαστικά, είναι το κόστος ευκαιρίας λόγω διακράτησης και όχι επένδυσης των κερδών προηγούμενων χρήσεων
re	Κόστος ιδίων κεφαλαίων που προέρχεται από εξωτερική χρηματοδότηση, δηλαδή, από έκδοση κοινών μετοχών. Είναι υψηλότερο από το αντίστοιχο κόστος της αυτοχρηματοδότησης διότι επιβαρύνεται και με διάφορα κόστη έκδοσης.
Wd, Wp, Ws, We,	Τα βάρη ή τα ποσοστά συμμετοχής στο κεφάλαιο κάθε επιμέρους συστατικού στοιχείου που το συνθέτει.
WACC	Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Πηγή: <http://siriopoulos.webs.com/CAPITAL%20COST.pdf>

### 3.2 Κόστος δανειακών κεφαλαίων

Στην περίπτωση του τραπεζικού δανεισμού, το προ φόρων κόστος του δανείου υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$NP = \sum_{t=1}^n \frac{I_t + P_t}{(1 + r_d)^t}$$

Όπου,

NP= η πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση από το τραπεζικό δάνειο

$I_t$  = η ετήσια πληρωμή του τόκου σε ευρώ

$n$  = ο αριθμός των ετών που διαρκεί το δάνειο

$P_t$  = η ετήσια πληρωμή χρεολυσίου

$r_d$  = το κόστος του τραπεζικού δανείου

Όταν η επιχείρηση θέλει να χρηματοδοτήσει ένα κεφαλαιουχικό επενδυτικό πρόγραμμα θα πρέπει προσφύγει σε μακροχρόνιο δανεισμό για χρονική διάρκεια ίση με το χρονικό διάστημα που θα αποδίδει το πρόγραμμα. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση εκδίδει εταιρικά ομόλογα (corporate bonds). Τα ομόλογα αποπληρώνονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα με τα τοκομερίδια (coupons) και στο τέλος με την ονομαστική αξία του αρχικού κεφαλαίου (nominal value of capital).

Επομένως το κόστος του ομολογιακού δανείου μπορεί να υπολογιστεί ως το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο εξισώνει την πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση από το δάνειο, με την παρούσα αξία των εκροών που καταβάλλει η επιχείρηση για την αποπληρωμή του δανείου, προσαρμοσμένο αναλόγως με το συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης (adjustment factor).

✓ Το προεξοφλητικό επιτόκιο ισούται με την απόδοση στη λήξη του ομολόγου (yield to maturity) για τα ήδη υπάρχοντα ομόλογα (outstanding debt). Το προ φόρων κόστος ομολογιακού δανείου το οποίο είναι προσαρμοσμένο στο κόστος έκδοσης και διάθεσης αυτού υπολογίζεται με τη βοήθεια του παρακάτω τύπου:

$$NP = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + r_d)^t} + \frac{FV}{(1 + r_d)^t}$$

Όπου,

NP = η πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση από το ομολογιακό δάνειο

It = το ετήσιο τοκομερίδιο (coupon) σε ευρώ

n = ο αριθμός των ετών που διαρκεί η ομολογία

FV = η ονομαστική αξία της ομολογίας

rd = το κόστος του ομολογιακού δανείου

✓ Τα ομολογιακά και τραπεζικά δάνεια παρέχουν στους κατόχους τους έσοδα από τόκους οι οποίοι αποτελούν έξοδο για την επιχείρηση και εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημά της. Επομένως το κόστος των δανειακών κεφαλαίων πρέπει να προσαρμοστεί ανάλογα με το συντελεστή φορολόγησης για να αντικατοπτρίζει την ωφέλεια που αποκομίζει η επιχείρηση όταν χρηματοδοτείται από δανειακά κεφάλαια. Το μετά φόρων κόστος του ομολογιακού ή τραπεζικού δανείου βρίσκεται από τον τύπο:

$$\text{After-tax cost of debt} = \text{Interest rate on new debt} - \text{Tax savings} = rd - rdT = rd(1-T)$$

Όπου T = ο οριακός συντελεστής φορολόγησης (marginal corporate tax rate)

Ο λόγος που μας ενδιαφέρει το μετά φόρων κόστος των δανείων είναι ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από ταμειακές ροές μετά φόρων. Για να είναι συγκρίσιμα το κόστος κεφαλαίου και οι ταμειακές ροές τα προσαρμόζουμε με τον οριακό συντελεστή φορολόγησης. Ουσιαστικά, η κυβέρνηση επωμίζεται το κόστος του δανεισμού που εκπίπτει από τα φορολογητέα κέρδη.

Εάν η επιχείρηση δεν έχει φορολογητέα κέρδη ή δεν αναμένεται να είναι κερδοφόρα τότε το κόστος δανεισμού μετά φόρων δεν είναι κατάλληλο, αλλά το κόστος δανεισμού προ φόρων. Τούτο διότι στην περίπτωση εμφάνισης ζημιών ή μηδενικών κερδών δεν υπάρχουν φορολογικά οφέλη. Επίσης δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι μόνο το κόστος του νέου δανεισμού μας ενδιαφέρει όχι των υπαρχόντων δανείων. Κατά συνέπεια θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στους υπολογισμούς και τα κόστη έκδοσης και διάθεσης του ομολογιακού δανείου (issuance and flotation costs). Εκτός από την απόδοση στη λήξη (yield to maturity), ένας άλλος τρόπος εκτίμησης του κόστους δανεισμού είναι η χρήση του κόστους ομολογιακών δανείων επιχειρήσεων με ίδια ή παρόμοια πιστοληπτική αξιολόγηση. Εάν η επιχείρηση δεν έχει πιστοληπτική αξιολόγηση, τότε μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα σύνθετος δείκτης πιστοληπτικής αξιολόγησης (synthetic bond rating) με τη χρήση των χαρακτηριστικών της επιχείρησης (μόχλευση, δείκτης κάλυψης δανειακών αναγκών, κλπ). Εάν η επιχείρηση χρησιμοποιήσει χρηματοδοτική μίσθωση (leases), τότε το κόστος της μίσθωσης μπορεί να συμπεριληφθεί στο κόστος δανεισμού.

### 3.3 Κόστος προνομιούχων μετοχών

Συνήθως η αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών είναι παρόμοια με αυτή την αποτίμηση μιας διηνεκούς ομολογίας (ράντας). Το κόστος των προνομιούχων μετοχών υπολογίζεται ως το μέρος προς την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

$$r_p = \frac{D_p}{P_p}$$

Όπου,

$r_p$  = η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών από την διακράτηση προνομιούχων μετοχών

$D_p$  = ετήσιο μέρος της προνομιούχου μετοχής

$P_p$  = η πραγματική ταμειακή εισροή ανά προνομιούχο μετοχή την οποία θα έχει η επιχείρηση από την έκδοση προνομιούχων μετοχών

Ο υπολογισμός τους κόστους προνομιούχων μετοχών μπορεί να γίνει πιο σύνθετος ένα οι προνομιούχες μετοχές έχουν καθορισμένη διάρκεια, ή αν προβλέπεται η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές.

Επειδή τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών καταβάλλονται αφού έχει ήδη πληρώσει η επιχείρηση το φόρο εισοδήματος το κόστος τους δεν αναπροσαρμόζεται λόγω φορολογίας, όπως το κόστος των δανειακών κεφαλαίων.

### 3.4 Κόστος παρακρατηθέντων ή αδιανέμητων κερδών

Όπως το κόστος των δανειακών κεφαλαίων και των προνομιούχων μετοχών ισούται με την απαιτούμενη απόδοση τους από τους επενδυτές τους έτσι και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για τα κεφάλαια που έχουν προσφέρει στην επιχείρηση.

Τα ίδια κεφάλαια χρηματοδοτούν νέα επενδυτικά προγράμματα από δύο πηγές. Την εσωτερική χρηματοδότηση (internal equity) και την εξωτερική χρηματοδότηση (external equity). Η εσωτερική χρηματοδότηση αναφέρεται στη χρήση παρακρατηθέντων ή αδιανέμητων κερδών (retained earnings) της παρούσας χρήσης ή προηγούμενων χρήσεων. Η εξωτερική χρηματοδότηση αναφέρεται στην έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Εκ πρώτης όψεως, θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη δεν ενέχουν κόστος. Ωστόσο, τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν χαρακτηριστική περίπτωση κεφαλαίων όπου δεν έχουν άμεσα κόστη άλλα έμμεσα. Τα έμμεσα κόστη αναφέρονται στο κόστος ευκαιρίας. Με βάση

τη λογική αυτή τα κέρδη που δεν διανέμονται θα πρέπει να αποφέρουν απόδοση τουλάχιστον ίση με την απόδοση που θα αποκόμιζαν οι μέτοχοι της επιχείρησης εάν τα επένδυαν σε εναλλακτικές επενδύσεις με ανάλογο κίνδυνο.

Στην αντίθετη περίπτωση, τα κέρδη αυτά έπρεπε να διανεμηθούν στους μετόχους και να μην Παρακρατηθούν. Εάν, όμως, οι μέτοχοι αποφάσιζαν να επενδύσουν τα κεφάλαια αυτά σε εναλλακτικές επενδύσεις με ανάλογο κίνδυνο, και αν αγνοήσουμε τα κόστη έκδοσης και διάθεσης, τότε οι απόδοση που θα αποκόμιζαν οι μέτοχοι θα ήταν το κόστος των κοινών μετοχών της επιχείρησης. Άρα, το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών είναι ίσο με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση για να αγοράσουν την κοινή μετοχή της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Από την άλλη, το κόστος έκδοσης νέων μετοχών ισούται με το κόστος των παρακρατηθέντων πλέον των εξόδων διάθεσης. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να βρούμε το κόστος των κοινών μετοχών. Όμως, η εκτίμηση του κόστους των κοινών μετοχών παρουσιάζει υπολογιστικές δυσχέρειες σε σχέση με το κόστος των δανειακών κεφαλαίων και των προνομιούχων μετοχών.

Αναφορικά με τα δανειακά κεφάλαια και τις προνομιούχες μετοχές οι όροι πληρωμής είναι προκαθορισμένοι με βάση τα συμβόλαια που έχουν αποδεχτεί και οι αντισυμβαλλόμενοι. Στην περίπτωση όμως, των κοινών μετοχών η αβεβαιότητα είναι μεγαλύτερη, και για να εκτιμήσουμε το κόστος τους χρησιμοποιούμε διάφορες υπολογιστικές τεχνικές.

✓ Για το σκοπό αυτό θα βασιστούμε σε οικονομικά μοντέλα ισορροπίας σύμφωνα με τα οποία θα πρέπει να ισχύει:

**Required rate of return=Expected rate of return και Απαιτούμενη απόδοση=Αναμενόμενη απόδοση**

$$r_s = r_{RF} + RP = \frac{D_1}{P_0} + g = \hat{r}_s$$

Όπου,

$r_{RF}$ = risk-free rate = απόδοση χωρίς κίνδυνο

$RP$  = risk premium = ανταμοιβή κινδύνου

$D_1/P_0$  = dividend yield = μερισματική απόδοση

$g$  = growth rate = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης.

Με βάση την παραπάνω εξίσωση οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι για τη μέτρηση του κόστους των κοινών μετοχών είναι οι εξής:

1. Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM)
2. Η προσέγγιση της ανταμοιβής για κίνδυνο (bond yield plus risk premium).
3. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (discounted cash flow approach)
- 4.

### 3.5 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων – CAPM

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είναι ένα μοντέλο ισορροπίας σύμφωνα με το οποίο η απόδοση και ο κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου συνδέονται γραμμικά. Το CAPM δείχνει τον τρόπο με το οποίο η αξία των περιουσιακών στοιχείων προσδιορίζεται από τον μηχανισμό της αγοράς. Για παράδειγμα οι επενδυτές για να δεχτούν να αγοράσουν μια μετοχή απαιτούν μια ελάχιστη απόδοση την οποία μπορούν να την αποκομίσουν από τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία με τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο πλέον μιας ανταμοιβής για το ρίσκο που αναλαμβάνουν να αποκομίσουν αρνητικές αποδόσεις. Το μοντέλο εξειδικεύεται ως εξής:

$$r_s = r_{RF} + \beta(E(r_m) - r_{RF})$$

Όπου:

$r_s$  = η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής και επομένως το κόστος των παρακρατημένων κερδών (ή της κοινής μετοχής)

$r_{RF}$  = Η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο

$r_m$  = η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου με όλα τα περιουσιακά στοιχεία της αγοράς

$RP = E(r_m) - r_{RF}$  = Η ανταμοιβή κινδύνου

$\beta$  = ο συντελεστής βήτα της μετοχής

Με απλά λόγια η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής βρίσκεται από τον εξής τύπο:

**$r_s = \text{Απόδοση χωρίς κίνδυνο} + \text{Ανταμοιβή για αναλαμβανόμενο κίνδυνο}$**

Είναι προφανές, ότι η προσθήκη ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο είναι μια θεωρητική επινόηση. Στην πραγματικότητα, τα μόνα περιουσιακά στοιχεία με τον ελάχιστο κίνδυνο είναι μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Ο συντελεστής  $\beta$  εκφράζει το βαθμό ευαισθησίας της απόδοσης της μετοχής σε σχέση με τις μεταβολές της απόδοσης της αγοράς. Από θεωρητικής πλευράς, αποτελεί ένα αξιόπιστο μέτρο κινδύνου της μετοχής διότι εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο δηλαδή τον κίνδυνο που δεν μπορεί να εξαλειφθεί με διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου.

Ωστόσο, το πιο δύσκολο στοιχείο αναφορικά με την εκτίμησή του είναι η αναμενόμενη απόδοση

της αγοράς. Η απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς αντιπροσωπεύει την απόδοση της μέση μετοχής η οποία δεν είναι γνωστή και πρέπει να προσεγγιστεί με προηγμένες οικονομετρικές τεχνικές.

Τα βήματα που ακολουθούμε για να βρούμε την απαιτούμενη απόδοση της μετοχής με βάση το CAPM είναι τα εξής:

**Βήμα 1:** Εκτιμούμε την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Γενικά χρησιμοποιούμε μακροπρόθεσμα (πχ. δεκαετούς διάρκειας) κρατικά ομόλογα ή ομόλογα που έχουν διάρκεια ίδια (κατά προσέγγιση) με τον χρόνο διακράτησης της μετοχής.

**Βήμα 2:** Εκτιμούμε το συντελεστή  $\beta$  της μετοχής. Αυτό είναι δυνατό με την εφαρμογή της μεθόδου της παλινδρομήσεως με τη χρήση ιστορικών στοιχείων.

**Βήμα 3:** Εκτιμούμε την ανταμοιβή κινδύνου η οποία ορίζεται ως διαφοράς της απόδοσης του μέσου χαρτοφυλακίου και της ακίνδυνης απόδοσης.

**Βήμα 4:** Αντικαθιστούμε τις παραπάνω τιμές στο θεωρητικό μοντέλο.

### **3.6 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Η προσέγγιση της ανταμοιβής για κίνδυνο**

Σε πολλές περιπτώσεις δεν υπάρχουν αξιόπιστα δεδομένα είτε απλά λόγω έλλειψης στοιχείων είτε γιατί αναλύουμε επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά.

Το κενό αυτό μπορεί να καλυφθεί αν προσαρμόσουμε το κόστος των ομολογιακών δανείων της επιχείρησης προς τα πάνω με ένα ασφάλιστρο κινδύνου. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι το ασφάλιστρο κινδύνου συνδέεται άμεσα με την επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο της επιχείρησης.

**$r_s = \text{Long Term Bond Yield} + \text{Risk Premium}$**

Το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να εκτιμηθεί αν συσχετίσουμε την απαιτούμενη απόδοση από το CAPM ενός κλάδου με την μέση απόδοση στην λήξη των ομολόγων του ίδιου κλάδου.

### **3.7 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων**

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων αποτελεί μια ειδική περίπτωση του υποδείγματος προεξόφλησης ταμειακών ροών. Αποδεικνύεται ότι η τιμή και η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής εξαρτάται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές προς τους μετόχους. Με βάση λοιπόν, την αρχή της



συνεχιζόμενης δραστηριότητας (going concern concept) οι ταμειακές ροές ισούται με τα μερίσματα ή/και με την τελική αξία ρευστοποίησης της επιχείρηση σε περίπτωση εξαγοράς ή τερματισμού των εργασιών.

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων καθορίζει ότι η τιμή μιας κοινής μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που θα διανείμει η μετοχή αυτή, προεξοφλημένων με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Ήτοι:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

Όπου,

$P_0$  = η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

$D_t$  = Το μέρισμα ανά που αναμένεται να πληρωθεί στο τέλος του έτους  $t$

$r_s$  = Η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές

Το ζητούμενο είναι η απαιτούμενη απόδοση  $r_s$ . Η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία είναι γνωστή. Άρα θα πρέπει να εκτιμήσουμε με κάποιο τρόπο τα μελλοντικά μερίσματα. Για το σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορα υποδείγματα στα οποία θα αναφερθούμε συνοπτικά.

### 3.8 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (σταθερή ανάπτυξη)

Το υπόδειγμα σταθερούς ανάπτυξης υποθέτει ότι τα μερίσματα αυξάνονται κατά ένα σταθερό ποσοστό ( $g$ ) κάθε έτος. Στην περίπτωση αυτή η αρχική εξίσωση μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

Εάν πολλαπλασιάσουμε και τα δύο μέλη της εξίσωσης με  $[(1+r_s)/(1+g)]$  και αφαιρέσουμε την παραπάνω εξίσωση από το αποτέλεσμα, έχουμε:

$$\frac{P_0(1+r_s)}{1+g} - P_0 = D_0 - \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

Εάν υποθέσουμε ότι  $r_s$  το είναι μεγαλύτερο του  $g$ , ο δεύτερος όρος του δεξιού μέλους θα είναι μηδέν. Στην περίπτωση αυτή, η προηγούμενη εξίσωση θα απλουστευτεί και θα πάρει την μορφή:

$$\frac{P_0(1+r_s)}{1+g} - 1 = D_0 \Leftrightarrow P_0 \left[ \frac{(1+r_s) - (1+g)}{1+g} \right] = D_0 \Leftrightarrow P_0(r_s - g) = D_0(1+g)$$

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(r_s - g)} \Leftrightarrow P_0 = \frac{D_1}{(r_s - g)} \Leftrightarrow r_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Όπως προαναφέρθηκε, όταν υπάρχει ισορροπία η αναμενόμενη απόδοση ισούται με την απαιτούμενη απόδοση. Δηλαδή ισχύει:

$$r_s = \hat{r}_s = \frac{D_1}{P_0} + \text{expected } g$$

Άρα ο επενδυτής αναμένει να ωφεληθεί με την μερισματική απόδοση (dividend yield),  $D_1/P_0$ , και από την κεφαλαιακή απόδοση  $g$  (capital gain) σε συνθήκες ισορροπίας.

Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων βασίζεται σε

1. εκτιμήσεις των αναλυτών ή
2. από το ποσοστό αυτοχρηματοδότησης

**$g = \text{Ποσοστό Παρακράτησης} \times \text{ROE} = (1 - \text{payout rate}) \times \text{ROE}$**

### **3.9 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (μηδενική ανάπτυξη)**

Το υπόδειγμα μηδενικής ανάπτυξης υποθέτει ότι τα μερίσματα δεν μεγεθύνονται. Στην περίπτωση αυτή η αρχική εξίσωση μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$P_0 = \frac{D}{(1+r_s)^1} + \frac{D}{(1+r_s)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r_s)^{\infty}} \Rightarrow r_s = \frac{D}{P_0}$$

### **3.10 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Η τελική εκτίμηση των Παρακρατηθέντων κερδών**

Το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών υπολογίστηκε με τρεις διαφορετικούς τρόπους. Σε τελική ανάλυση, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος αυτών ή ένας σταθμικός μέσος με βαρύτητα σε κάθε τιμή βασισμένη σε υποκειμενικές εκτιμήσεις. Ο υποκειμενισμός, πάντως είναι αναπόφευκτο να μην επηρεάσει το τελικό αποτέλεσμα.

Άρα το μέσο κόστος ευκαιρίας των παρακρατηθέντων ή μη διανεμόμενων κερδών είναι 13.57%.

### **3.11 Κόστος ιδίων κεφαλαίων: Κόστος Νέων Κοινών Μετοχών**

Όταν τα παρακρατημένα κέρδη δεν επαρκούν για να καλύψουν τη χρηματοδότηση των προγραμματισμών επενδυτικών προγραμμάτων, τότε η επιχείρηση θα εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο. Το κόστος του νέου μετοχικού κεφαλαίου είναι ίσο με το κόστος των παρακρατημένων κερδών πλέον τα κόστη έκδοσης και διάθεσης. Επομένως η ταμειακή εισροή από κάθε νεοεκδιδόμενη μετοχή προσαρμολογείται προς τα κάτω ανάλογα με τα κόστη έκδοσης και διάθεσης.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, ένα τρόπος να συμπεριληφθούν τα flotation costs στο κόστος κεφαλαίου είναι να αθροίσουμε τα κόστη έκδοσης και διάθεσης για την έκδοση ομολογιακών δανείων, κοινών και προνομιούχων μετοχών και να τα συμπεριλάβουμε στο αρχικό κόστος επένδυσης (initial investment cost) ενός επενδυτικού προγράμματος. Επειδή το αρχικό κόστος επένδυσης αυξάνεται, η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης θα μειωθεί.

Ας πάρουμε για παράδειγμα ένα επενδυτικό πρόγραμμα διάρκειας ενός έτους με αρχικό κόστος (χωρίς flotation costs) 100 ευρώ. Στο τέλος του πρώτου έτους η αναμενόμενη ταμειακή εισροή είναι 115 ευρώ.

Άρα η προσδοκώμενη απόδοση είναι  $115/100 - 1 = 15\%$ . Εάν όμως, για τη διεξαγωγή της επένδυσης απαιτούνται πρόσθετα έξοδα για την έκδοση και διάθεση του νέου κεφαλαίου, 2 ευρώ, το νέο αρχικό κόστος θα ανέλθει στα 102 ευρώ, το οποίο θα μειώσει την προσδοκώμενη απόδοση σε  $115/102 - 1 = 12.75\%$ .

Η δεύτερη προσέγγιση αναφέρεται στην προσαρμογή του κόστους κεφαλαίου και όχι στην αύξηση του αρχικού κόστους της επένδυσης. Η προσέγγιση αυτή είναι θεωρητικά ανώτερη γιατί η επιχείρηση συνήθως σκοπεύει να χρησιμοποιήσει τα ίδια κεφάλαια της για χρονικές περιόδους μεγαλύτερες του ενός έτους.

Η διαδικασία της προσαρμογής υιοθετεί την ακόλουθη λογική: Εάν υπάρχουν flotation costs, η επιχείρηση θα λάβει ένα μέρος των κεφαλαίων που παρέχεται από τους επενδυτές, ενώ το υπόλοιπο καταλήγει στους διαμεσολαβητές (underwriter). Για να προσφέρει η επιχείρηση στους επενδυτές την απαιτούμενη απόδοση του κεφαλαίου που διέθεσαν, κάθε ευρώ της επιχείρησης «θα πρέπει να

δουλέψει πιο σκληρά», ήτοι, κάθε ευρώ θα πρέπει να είναι τόσο αποδοτικό όσο αν δεν υπήρχαν τα πρόσθετα κόστη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας εντοπίζουμε δύο μεγάλες κατηγορίες των αποτελεσμάτων στην αγορά:

- i. **Άλλα αποτελέσματα στην αγορά**, τα οποία θεωρούνται από ορισμένους ερευνητές ως ενδιάμεσα αποτελέσματα, συμπεριλαμβανομένων, ως παράδειγμα, των ιδιοτήτων των προβλέψεων των κερδών από τους αναλυτές, όπως η ακρίβεια και η διασπορά.
- ii. **Το κόστος του κεφαλαίου**, ως συνοπτικός δείκτης για τις αποφάσεις των επενδυτών για κατανομή των πόρων και

Στη συνέχεια περιγράφουμε κάθε μία από αυτές τις ευρείες κατηγορίες με τη σειρά τους.

#### 4.1 Κόστος κεφαλαίου και η Ποιότητα των Κερδών

Σε εννοιολογικό επίπεδο, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η εκ των προτέρων (ex ante) απόδοση που απαιτείται από τους προμηθευτές του μετοχικού κεφαλαίου, ή, ισοδύναμα, το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο όταν εφαρμόζεται στις αναμενόμενες ταμειακές ροές, αποδίδει την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Εμπειρικά, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τις προβλέψεις των αναλυτών (των αποδοχών, την τιμή και τα μερίσματα) είτε με αναφορά σε δεδομένα της αγοράς, όπως σχέση μερίσματος και τιμής μετοχής (P/E ratio). Οι τρόποι μέτρησης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων βασιζόμενοι στις προβλέψεις των αναλυτών θεωρούνται εκ των προτέρων (ex ante), με την έννοια ότι αντανακλούν, όπως υπολογίζονται από τους αναλυτές, τις προσδοκίες των επενδυτών ή τις προβλέψεις τους όσων αφορά τα αποτελέσματα, όπως τα κέρδη και τα μερίσματα.

Ένας αριθμός των μέτρων αυτών, οι παραδοχές που απαιτούνται και τα αποτελέσματα των αξιολογήσεων των μέτρων αυτών, περιγράφονται στο Botosan και Plumlee (2005). Επειδή οι εκτιμήσεις του κόστους των ιδίων κεφαλαίων βασιζόμενοι στους αναλυτές, προορίζονται όλες για να ανιχνεύσουν τον ίδιο τρόπο υπολογισμού τους, οι διαφορές μεταξύ των πραγματικών εκτιμήσεων θα μπορούσαν να αποδοθούν σε διαφορές στις παραδοχές, τις απαιτήσεις σχετικά με τα δεδομένα και τα δείγματα που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση. Για το λόγο αυτό, οι ερευνητές που χρησιμοποιούν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ως τρόπο μέτρησης των αποτελεσμάτων στην αγορά τείνουν να εξετάζουν την ευαισθησία των αποτελεσμάτων τους στις διαφορές των εκτιμήσεων όσων αφορά το κόστος κεφαλαίου.

Όταν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αναλύεται αναφερόμενοι στις αποδόσεις, ο ερευνητής βασίζει τις εκτιμήσεις σε μια χρονική σειρά (time-series) των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων (realized returns), όπου ως πραγματική απόδοση μίας επιχείρησης ορίζεται ως η κλίμακα αλλαγής στην τιμή της μετοχής της, ανάμεσα σε δύο ημερομηνίες, προσαρμοσμένο στα μερίσματα.

Η πραγματοποιηθείσα (πραγματική) απόδοση (realized return) έχει δύο συνιστώσες: την αναμενόμενη (normal) απόδοση και την απροσδόκητη (abnormal) απόδοση. Για τον λόγο αυτό, η πραγματοποιηθείσα απόδοση μπορεί να θεωρηθεί ότι περιέχει παράλληλα μια εκ των προτέρων (ex ante) αναμενόμενη συνιστώσα (normal ή αναμενόμενη απόδοση) και μία εκ των υστέρων (ex post) συνιστώσα αποτελέσματος (abnormal ή μη αναμενόμενη απόδοση). Η αναμενόμενη απόδοση (normal return) είναι η απόδοση που βασίζεται στην αναλογία των τρόπων μέτρησης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, βασιζόμενοι στις προβλέψεις των αναλυτών

Η διάκριση μεταξύ των αναμενόμενων (normal) και μη αναμενόμενων (abnormal) αποδόσεων ως συνιστώσες των πραγματικών αποδόσεων (realized returns) είναι κατάλληλη για την ανάλυση της σχέσης μεταξύ της ποιότητας των κερδών (earnings quality) και τα αποτελέσματα στην αγορά (market outcomes) προκαλούμενα από τις πραγματικές αποδόσεις (realized returns), καθώς η ποιότητα των κερδών έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει και τις δύο συνιστώσες, αλλά με διαφορετικούς τρόπους.

Συγκεκριμένα, η ποιότητα των κερδών θα επηρεάσει την αναμενόμενη απόδοση ως συνιστώσα των πραγματικών αποδόσεων στη περίπτωση που η ποιότητα των κερδών γίνεται αντιληπτή από τους επενδυτές ως υποκατάστατη μεταβλητή για την μέτρηση του κινδύνου πληροφόρησης (information risk) ή την μέτρηση της ακρίβειας των πληροφοριών. Αυτή η επίδραση της ακρίβειας των πληροφοριών, στο βαθμό που υπάρχει, αναμένεται να είναι γραμμική: τα λιγότερα (περισσότερα) ποιοτικά κέρδη σχετίζονται με υψηλότερες (μειωμένες) αναμενόμενες αποδόσεις.

Ωστόσο, η επίδραση της ποιότητας των κερδών στις μη αναμενόμενες αποδόσεις (abnormal) ως συνιστώσα των πραγματικών αποδόσεων αναμένεται να είναι μη γραμμική, γιατί όταν η ποιότητα των κερδών είναι κακή, υπάρχει υψηλότερη συχνότητα εμφάνισης της λαθεμένης τιμολόγησης (mispricing), η οποία μπορεί να οδηγήσει είτε σε θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις είτε σε αρνητικές

## **4.2 Η Ποιότητα των Κερδών και άλλα αποτελέσματα στην αγορά**

Στο πλαίσιο της ανάλυσης της ποιότητας κερδών, οι ερευνητές έχουν εντοπίσει μια σειρά εναλλακτικών (σε σχέση με το κόστος του κεφαλαίου) δεικτών-μεγεθών των αποτελεσμάτων της αγοράς. Στην ενότητα αυτή, περιγράφουμε τρεις από αυτούς τους δείκτες.

1. Η διαφορά μεταξύ της αξίας-τιμής προσφοράς και της αξίας-τιμής της ζήτησης ενός χρεογράφου (bid-ask spread) ή ένα από τα συστατικά του έχει χρησιμοποιηθεί ως μέτρο της ρευστότητας (Amihud και Mendelson, 1986) ή της ασύμμετρης πληροφόρησης (Huang και Stoll, 1996). Ανεξάρτητα από την ερμηνεία του εν λόγω μέτρου αποτελέσματος της αγοράς, η έρευνα η οποία

έχει συνδέσει το μέτρο αυτό με την ποιότητα των κερδών βασίζεται στο ότι τα υψηλότερα ποιοτικά θα πρέπει να μειώσουν την διαφορά μεταξύ των δύο αυτών τιμών. Ένα άμεσο μέτρο της ασυμμετρίας πληροφόρησης, που προέβλεπε, για παράδειγμα, Easley et al. (1996); Easley et al. (2002), είναι το PIN score (probability of informed trading measure). Επίσης η ασυμμετρία της πληροφόρησης προβάλλεται σε ορισμένα μοντέλα ως διαμεσολαβητικός σύνδεσμος μεταξύ της ποιότητας των πληροφοριών και το κόστος του κεφαλαίου.

Η ποιότητα των προβλέψεων των κερδών από τους αναλυτές, κρίνοντάς της από την ακρίβεια και τη διασπορά, θεωρείται επίσης, ρητά ή σιωπηρά, ως δείκτης αποτελεσμάτων στην αγορά κατά την ανάλυση της ποιότητας των πληροφοριών. Για παράδειγμα, σε προηγούμενη έρευνα ο Dechow και Scharand (2004) ισχυρίζονται ότι τα υψηλά ποιοτικά κέρδη θα μπορούσαν, μεταξύ άλλων, να αποτελούν έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη απόδοσης

✚ Συνοψίζοντας, ερευνητές έως τώρα έχουν χρησιμοποιήσει μια ποικιλία δεικτών-μεγεθών των αποτελεσμάτων της αγοράς έτσι ώστε να ερευνήσουν τη σχέση μεταξύ των ποιοτικών κερδών και των επιπτώσεων στην αγορά. Μια κατηγορία αυτών των δεικτών καθορίζουν τα αποτελέσματα στην αγορά, όπως το κόστος κεφαλαίου, τις μη αναμενόμενες (abnormal) αποδόσεις και την μεταβλητότητα των αποδόσεων. Άλλοι δείκτες επικεντρώνονται στην ασυμμετρία πληροφόρησης, τη ρευστότητα και τις συμπεριφορές των μεσαζόντων των πληροφοριών.

Σε πρόσφατη έρευνα, Nikoosaram et al. (2011), εξετάζεται η σχέση μεταξύ του κόστους κεφαλαίου και έξι διαστάσεων μέτρησης της ποιότητας κερδών, παρέχοντας επιπλέον και ένα εννοιολογικό μοντέλο. Οι έξι διαστάσεις μέτρησης της ποιότητας των κερδών με βάση τα λογιστικά στοιχεία (accounting information) είναι:

1. Η ποιότητα των δεδουλευμένων (accrual quality)
2. Η μεταβλητότητα των κερδών (earnings variability)
3. Τα διαχειριζόμενα δεδουλευμένα (αυτοτέλεια της χρήσης)-managed reported accruals (abnormal discretionary accruals) όσο υψηλότερη είναι η τιμή των μη κανονικών δεδουλευμένων τόσο πιο χαμηλή είναι η ποιότητα των κερδών. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες τεχνικές για την επίτευξη αυτού του διαχωρισμού των στοιχείων των δεδουλευμένων σε managed (discretionary) και unmanaged (non-discretionary), είναι το πρότυπο μοντέλο-Jones (Jones, 1991) και το τροποποιημένο μοντέλο-Jones (Dechow et al., 1995)
4. Ο κοινός συντελεστής
5. Η προβλεπτικότητα των κερδών
6. Η ομαλότητα των κερδών

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μεταξύ των έξι διαστάσεων μέτρησης της ποιότητας των κερδών, τέσσερις από αυτές, η ποιότητα των δεδουλευμένων, η μεταβλητότητα των κερδών, η προβλεπτικότητα και η ομαλότητα των κερδών, έχουν αντίστροφη και σημαντική σχέση με το κόστος κεφαλαίου. Παρά όμως το γεγονός ότι η σχέση μεταξύ της ποιότητας των δεδουλευμένων και του κόστους κεφαλαίου είναι σημαντική, ο βαθμός στον οποίο το πρώτο επηρεάζει το δεύτερο

δεν ήταν σύμφωνα με τις προσδοκίες των ερευνητών. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των κοινών συντελεστών και του κόστους κεφαλαίου.

Σε παρόμοια μελέτη, ο Saghafi (2009), αναφέρει σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ προβλεπτικότητας και ομαλότητας των κερδών και το κόστος των μετόχων. Ωστόσο, δεν μπόρεσαν να βρουν κάποια σχέση μεταξύ της ποιότητας των στοιχείων των δεδουλευμένων και του κόστους κεφαλαίου.

Επιπλέον μελέτη, Francis et al. (2004), γίνεται όσον αφορά την σχέση μεταξύ επτά διαστάσεων μέτρησης της ποιότητας των κερδών, με το κόστος κεφαλαίου, εκ των οποίων τρεις διαστάσεις της ποιότητας των στοιχείων των δεδουλευμένων, η προβλεπτικότητα και η ομαλότητα των κερδών είναι κοινά. Αποτελέσματα αυτής της μελέτης επιβεβαιώνουν μία αρνητική σχέση μεταξύ της ποιότητας των στοιχείων των δεδουλευμένων και την ομαλότητα των κερδών. Και στη συνέχεια, Francis et al. (2005), μελετάται η σχέση μεταξύ της ποιότητας των στοιχείων των δεδουλευμένων και του κόστους κεφαλαίου όπου η συσχέτιση μεταξύ τους επιβεβαιώνεται για ακόμη μία φορά. Το 2008, Francis et al. (2005), εξετάζονται τέσσερις διαστάσεις μέτρησης της ποιότητας των κερδών και του κόστους κεφαλαίου: η ποιότητα των στοιχείων των δεδουλευμένων, η μεταβλητότητα των κερδών, τα προαιρετικά στοιχεία δεδουλευμένων και ο κοινός συντελεστής. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι αυτές οι τέσσερις διαστάσεις μέτρησης της ποιότητας των κερδών έχουν σημαντική και αρνητική σχέση με το κόστος κεφαλαίου.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι ορισμένα χαρακτηριστικά των κερδών εμπεριέχουν σημαντική πληροφορία για την ποιότητά τους και επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό το κόστος κεφαλαίου. Από την άλλη, πολλά από αυτά τα χαρακτηριστικά δεν παρέχουν σχετικές πληροφορίες και ως εκ τούτου δεν θεωρούνται δεδομένα υπό εξέταση για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°**

### **Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ, ΟΙ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΜΗ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

#### **5.1 Η σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των αναμενόμενων αποδόσεων**

Παραδοσιακά μοντέλα, όπως το πρότυπο ισορροπίας χρηματοοικονομικών πόρων (CAPM), υποθέτουν γενικά ομοιογενής πεποιθήσεις μεταξύ των επενδυτών καθώς επίσης, ότι όλες οι πληροφορίες είναι ενσωματωμένες στις τιμές των μετοχών οποιαδήποτε στιγμή ( Sharpe ( 1964 ) , Lintner ( 1965 ) , Black ( 1972 ) ). Βάση των υποθέσεων αυτών, η ποιότητα της πληροφορίας δεν σχετίζεται με την τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο άλλα μοντέλα τα οποία δεν υποθέτουν ομοιογενής πεποιθήσεις μεταξύ των επενδυτών αναγνωρίζουν την πιθανότητα ότι η ποιότητα της πληροφορίας μετράει.

Για παράδειγμα, ο Merton (1987) αναπτύσσει ένα μοντέλο στο οποίο ορισμένοι επενδυτές είναι λιγότερο ενημερωμένοι από τους άλλους, με την έννοια ότι αγνοούν την ύπαρξη ορισμένων επιχειρήσεων. Η πληροφορία η οποία θα οδηγήσει τους επενδυτές αυτούς στη συνειδητοποίηση και των άλλων επιχειρήσεων, είναι και αυτή η πληροφορία η οποία θα οδηγήσει και τις επιχειρήσεις αυτές στη μείωση του κόστους κεφαλαίου τους. Άλλο ένα παράδειγμα αποτελεί αυτό των Diamond και Verrecchia (1991), οι οποίοι μοντελοποιούν τον σύνδεσμο μεταξύ της πληροφορίας που παρέχεται από την επιχείρηση με την ρευστότητα. Οι έρευνές τους δείχνουν ότι οι πολιτικές που μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των ενημερωμένων και των ανενημέρωτων επενδυτών, μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνο ρευστότητας ενός χρεογράφου και το οποίο με τη σειρά του μπορεί να επηρεάσει την αναμενόμενη απόδοση. Οι Amihud και Μέντελσον (1986) παρέχουν μια εμπειρική απόδειξη αυτού του αναλυτικού αποτελέσματος. Οι μελέτες αυτές υποστηρίζουν και δείχνουν ότι κάτω από ορισμένες συνθήκες της ασύμμετρης πληροφόρησης η ποιότητα των πληροφοριών επηρεάζει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων.

Οι Easley and O'Hara (2004) χρησιμοποιώντας την επίδραση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης στη ποιότητα της πληροφορίας φτιάχνουν ένα μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων. Στο μοντέλο τους αυτό, αποδεικνύεται ότι η ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ των ενημερωμένων και ανημέρωτων επενδυτών προκαλεί αναπόφευκτο κίνδυνο στη πληροφόρηση καθώς και την ποιότητά της. Υιοθετώντας μία διαφορετική προσέγγιση, Hughes et al. (2007) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι στο μοντέλο τους παρ' όλα αυτά, δεν φαίνεται να υπάρχει κάποιος σημαντικός παράγοντας της συστηματικής πληροφόρησης που να το επηρεάζει.

Σε αντίθεση με την θεωρία των Easley και O'Hara, οι Lambert et al. (2007b), υποστηρίζουν ότι η επίδραση στις αναμενόμενες αποδόσεις προέρχεται από το μέσο επίπεδο της ακρίβειας της πληροφόρησης (information precision) και όχι από την ασυμμετρία της πληροφόρησης και το πώς

έχει κατανεμηθεί η πληροφορία στους επενδυτές. Μέσω της έρευνάς τους αυτής, δείχνουν επίσης ότι η επίδραση που έχει η ακρίβεια της πληροφόρησης στις αναμενόμενες αποδόσεις δεν διαφοροποιείται όταν υπάρχουν πολλές επιχειρήσεις των οποίων οι ταμειακές ροές διακυμαίνονται (covary).

Υπάρχουν επίσης πολλές θεωρητικές μελέτες οι οποίες εξετάζουν την επίδραση της ποιότητας των κερδών και στην περίπτωση προσέγγισης της αγοράς μέσω του παραδοσιακού μοντέλου τιμολόγησης των περιουσιακών στοιχείων CAPM. Ο Yee (2006) διαιρεί τον κίνδυνο σε δύο συνιστώσες: στον βασικό – θεμελιώδη κίνδυνο και τον κίνδυνο της ποιότητας των κερδών. Ο βασικός - θεμελιώδης κίνδυνος (αβεβαιότητα του μέλλοντος, οι πληρωμές μερίσματος) προέρχεται κυρίως από παράγοντες όπως το μοντέλο διοίκησης (business model) και την οργανωτική δομή (organizational structure). Ο κίνδυνος της ποιότητας των κερδών προκαλείται από τις «θορυβώδεις» αναφορές των κερδών, προκαλούμενη από την αδυναμία συσχέτισης των «λογιστικών» κερδών και των «οικονομικών» κερδών, ή τα «πειραγμένα» λογιστικά στοιχεία.

Στο μοντέλο αυτό, ο βασικός – θεμελιώδης κίνδυνος θα υπάρχει εφόσον υπάρχει και επίδραση της ποιότητας των κερδών στις αναμενόμενες αποδόσεις. Όταν ο βασικός - θεμελιώδης κίνδυνος αυξάνεται, τότε αυξάνεται και η επίδραση της ποιότητας των κερδών στο κόστος κεφαλαίου. Για ακριβώς αυτό τον λόγο λοιπόν οι επιδράσεις του κινδύνου προερχόμενο από την ποιότητα των κερδών μεγεθύνουν τις επιδράσεις του βασικού – θεμελιώδους ρίσκου.

Αναφερόμενοι στο CAPM, οι Lambert et al. (2007a), συμπεραίνουν ότι η ποιότητα των κερδών δεν παίζει μοναδικό ρόλο ως παράγοντας κινδύνου σε ένα τέτοιο μοντέλο. Έχει όμως επίδραση στις αναμενόμενες αποδόσεις λόγω του ότι η ποιότητα των κερδών αποτελεί έναν από τους βασικούς παράγοντες για την μελέτη της μελλοντικής εξέλιξης του συντελεστή βήτα (beta).

Η εξήγηση που δίνει σε συνέχειά του αργότερα ο Indjejikian (2007), βασίζεται στο γεγονός ότι καθώς το μοντέλο CAPM αδυνατεί να εξηγήσει το μέγεθος και την υπεραξία των αναμενόμενων αποδόσεων και αδυνατεί να εξηγήσει επίσης και την μεταβλητότητα για το ασφάλιστρο (υπερτίμηση) της μετοχής με την πάροδο του χρόνου, η εμπειρική σχέση των προβλέψεων οι οποίες βασίζονται στο CAPM θα είναι αρκετά περιορισμένη.

## **5.2 Εμπειρικά στοιχεία**

Όσον αφορά τον εμπειρικό τομέα, οι έρευνες οι οποίες έχουν γίνει υποστηρίζουν ότι υπάρχει άμεση επίδραση της ποιότητας των κερδών στις αναμενόμενες αποδόσεις. Για παράδειγμα, οι Bhattacharya et al. (2003) βρίσκουν ότι υπάρχει σχέση μεταξύ των μέτρων υπολογισμού του μέσου κόστους των μετοχών και της αδιαφάνειας των κερδών σε επίπεδο χώρας, μετρούμενο ως συνδυασμό της επιθετικότητας των κερδών, της αποφυγή της ζημίας και εξομάλυνσης των κερδών. Σε επίπεδο επιχείρησης, οι Francis et al. (2004), βρίσκουν ότι οι εταιρείες με τις λιγότερες ευνοϊκές τιμές για κάθε χαρακτηριστικό (ποιότητα των δεδουλευμένων, ανθεκτικότητα, προβλεπτικότητα, ομαλότητα, συνάφεια προς την αξία, επικαιρότητα, σταθερότητα) π.χ. εταιρείες με χαμηλά ποιοτικά κέρδη, παρουσιάζουν γενικά υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις.

Τρία χαρακτηριστικά από αυτά, τα οποία βασίζονται σε λογιστικές αξίες, (η ποιότητα των δεδουλευμένων, ανθεκτικότητα και ομαλότητα) , παρουσιάζουν να έχουν τις μεγαλύτερες επιδράσεις στις αναμενόμενες αποδόσεις τόσο σε οικονομικά μεγέθη όσο και σε στατιστική σημαντικότητα. Από την άλλη, οι επιδράσεις των χαρακτηριστικών που εξέτασαν και τα οποία βασίζονται σε επίπεδο αγοράς (η συνάφεια προς την αξία, επικαιρότητα και σταθερότητα), δεν ήταν και τόσο ισχυρές.

Εξίσου σημαντικά ήταν και τα ευρήματα που παρείχαν στις έρευνές τους, οι Francis et al. (2005a), όπου εξεταζόταν ο βαθμός επίδρασης στις αναμενόμενες αποδόσεις δύο υποκατάστατων της ποιότητας των κερδών: το μέτρο της ποιότητας των δεδουλευμένων και των μη κανονικών δεδουλευμένων, των Dechow - Dichev (2002). Και για τα δύο υποκατάστατα, επιβεβαιώθηκε ότι υπάρχει επίδραση των αναμενόμενων αποδόσεων καθώς και του κόστους του χρέους στη ποιότητα των κερδών. Στην έρευνά του επίσης, εξετάζεται κατά πόσο η επίδραση των αναμενόμενων αποδόσεων αποδίδεται σε φυσικό-εγγενή (innate) ποσοστό της ποιότητας των κερδών, στο προαιρετικό (discretionary) ή και στα δύο. Όμοια με τις προβλέψεις τους, αποδεικνύουν ότι η επίδραση των αναμενόμενων αποδόσεων από εγγενή ποιοτικά κέρδη ήταν αρκετά μεγαλύτερη (περίπου δύο με πέντε φορές περισσότερο) από τις επιδράσεις των προαιρετικών ποιοτικών κερδών.

Αρκετές μελέτες αναφέρουν παρόμοια συμπεράσματα με αυτά των Francis et al. (2005a), σχετικά με το μέγεθος της επίδρασης των εγγενών ποιοτικών κερδών στο κόστος κεφαλαίου σε σχέση με τα προαιρετικά ποιοτικά κέρδη. Συγκεκριμένα στις μελέτες τους, Gray et al. (2007), Cohen (2006), Liu and Wyszocki (2007), αποδεικνύεται ότι η επίδραση του ποσοστού των προαιρετικών ποιοτικών κερδών στο κόστος κεφαλαίου είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με την επίδραση των εγγενών ποιοτικών κερδών.

Υποκινούμενος από τις προηγούμενες θεωρητικές μελέτες, οι οποίες παρουσιάζονται παραπάνω, ότι υπάρχει μία άμεση σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ή μία άμεση σχέση μεταξύ αυτών των δύο μέσω της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, Bhattacharya et al. (2007b) αναλύει και συμπεραίνει ότι με όποιον τρόπο γίνει η έρευνα (εγγενή ή προαιρετικά ποιοτικά κέρδη, CAPM ή το μοντέλο των τριών συντελεστών των Fama and French (1993) ), η άμεση σύνδεση μεταξύ της ποιότητας των κερδών με το κόστος κεφαλαίου υπερσχύει της άμεσης σχέσης μέσω της ασυμμετρίας της πληροφορίας.

Ανακεφαλαιώνοντας, οι πιο πολλές εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ποιότητα των κερδών συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με τα αναμενόμενα κέρδη. Όσον αφορά στα μοντέλα διαμόρφωσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, η επίδραση της ποιότητας των κερδών δεν είναι πιο ισχυρή από αυτή των άλλων προσδιοριστικών παραγόντων των αναμενόμενων κερδών. Τέλος, οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν ότι το μεγαλύτερο μέρος της επίδρασης της ποιότητας των κερδών στα αναμενόμενα κέρδη σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με το ποσοστό των εγγενών παραγόντων που διαμορφώνουν τα ποιοτικά αυτά κέρδη και πολύ λιγότερο με το ποσοστό των προαιρετικών ή δημοσιευμένων παραγόντων αυτών.

### **5.3 Η σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των μη αναμενόμενων αποδόσεων**

Όπως αναφέρεται και πιο πάνω, η σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των αναμενόμενων αποδόσεων είναι γραμμική (όσο πιο χαμηλά σε ποιότητα τα κέρδη τόσο υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις έχουμε), κάτι το οποίο δεν συμβαίνει στην περίπτωση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και των μη αναμενόμενων αποδόσεων.

Σε έρευνά τους, οι Francis et al. (2007a), συμπεραίνουν ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών στις αναγγελίες των κερδών, είναι περισσότερες «σιωπηλές» όταν η ποιότητα των κερδών είναι πιο χαμηλή. Επίσης, ανεξάρτητα από την αρχική τους ένδειξη όσων αφορά τον τύπο των συναλλαγών, οι εταιρείες με μεταγενέστερες θετικές ή αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις παρουσιάζουν αρκετά χαμηλότερα ποιοτικά κέρδη σε σχέση με τις εταιρείες οι οποίες δεν εμφανίζουν μη κανονικές αποδόσεις. Η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων των ερευνών αυτών υποδεικνύει και σημαντικές συνέπειες στην πρακτική και συγκεκριμένα στην ανάπτυξη των στρατηγικών των συναλλαγών.

Δύο άλλες έρευνες οι οποίες συνδέουν την ποιότητα των κερδών με την μη αναμενόμενη αποδοτικότητα των συναλλαγών, είναι αυτές των Aboody et al. (2005) και Ecker (2006). Συγκεκριμένα οι πρώτοι, καταλήγουν σε ίδια συμπεράσματα με αυτές των προηγούμενων ερευνών, ότι τα χαμηλά σε ποιότητα κέρδη προκαλούν μη αναμενόμενες αποδόσεις τα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν επικερδώς. Ο δεύτερος, εξετάζοντας τα μη κανονικά αναμενόμενα κέρδη σε πιο μακροχρόνιο επίπεδο, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μία αρχική υποτίμηση (υπερεκτίμηση) του κινδύνου της πληροφόρησης από τους επενδυτές οδηγεί σε αρνητικές (θετικές) μη αναμενόμενες αποδόσεις. Επιπλέον στην έρευνά του ο Ecker καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις σε εταιρείες που είναι πιο καλά ενημερωμένες είναι λιγότερο ανθεκτικές από τις αρνητικές μη αναμενόμενες αποδόσεις σε λιγότερο ενημερωμένες εταιρείες.

### **5.4 Η ποιότητα των κερδών και άλλα αποτελέσματα στην αγορά κεφαλαίων**

Αρκετές έρευνες βασίζονται επίσης στην εξέταση της σχέσης μεταξύ της ποιότητας των κερδών και άλλων, εκτός των αναμενόμενων και μη αναμενόμενων αποδόσεων, αποτελεσμάτων στην αγορά κεφαλαίου. Οι Rajgoral και Venkatachalam (2006) καθώς διεξάγουν συγχρονικές μελέτες (cross-sectional) και αναλύσεις χρονοσειρών (time-series), συμπεραίνουν ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και της μεταβλητότητας των αποδόσεων. Άλλες έρευνες, από την άλλη, αναφέρουν σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και της ασυμμετρίας της πληροφόρησης.

Οι Bhattacharya et al. (2007a) ερευνούν με λεπτομέρεια πως η ποιότητα των κερδών, μετρήσιμη ως η ποιότητα των δεδουλευμένων ή ως μη κανονικά δεδουλευμένα (abnormal quality), επηρεάζει τα

μεγέθη της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και χρησιμοποιούν τα αποτελεσματικά περιθώρια (spreads) και την επίπτωση των διαφόρων συναλλαγών στις τιμές, ως μέτρα για τον υπολογισμό του κινδύνου για τις δυσμενείς επιλογές των λιγότερων ενημερωμένων επενδυτών. Η έρευνά τους οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα μέτρα αυτά αυξάνονται δυσανάλογα για τις εταιρείες με χαμηλά ποιοτικά κέρδη, ειδικά κοντά στις ημερομηνίες των αναφορών και αναγγελιών των κερδών τους.

Ανακεφαλαιώνοντας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ποιότητα των κερδών επιφέρει επιπτώσεις ειδικά τις ημερομηνίες κοντά στις αναγγελίες των κερδών, (Francis et al. (2007a), Ecker et al. (2006) ). Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στην ασυμμετρία της πληροφόρησης αλλά και την εν μέρει εξυγίανσή της κατά την περίοδο των δηλώσεων και αναγγελιών των κερδών όπου οι εταιρείες αποκαλύπτουν χρηματοοικονομικές και όχι μόνο πληροφορίες.

## **Τελικά συμπεράσματα και προτάσεις για παραπέρα διερεύνηση του θέματος**

Η διπλωματική αυτή εργασία έχει ως κύριο θέμα τη «διαχείριση των κερδών» στις επιχειρήσεις. Μέσα από αυτή έγινε μία προσπάθεια να δοθεί μία εικόνα για το ρόλο που ο κλάδος αυτός, παίζει στο παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον σήμερα και τις επιπτώσεις που επιφέρει σε μία επιχείρηση και συγκεκριμένα στο κόστος κεφαλαίου. Ανατρέχοντας στη διεθνή βιβλιογραφία διαπιστώθηκε ότι η διαχείριση ή χειραγώγηση των κερδών (earnings management) αποτελεί διεθνώς την σημαντικότερη έκφανση της δημιουργικής λογιστικής καθώς τα κέρδη, είτε θετικά είτε αρνητικά, θεωρούνται ως το πιο αντιπροσωπευτικό μέτρο της επιχειρησιακής απόδοσης.

Στην εργασία επίσης γίνεται μία αναφορά στο τι ακριβώς είναι η χειραγώγηση των κερδών, τι ωθεί τις επιχειρήσεις σε τέτοιες πρακτικές και μέσω ποιών στρατηγικών προσπαθούν οι επιχειρήσεις να ωραιοποιήσουν τα αποτελέσματά τους. Από αρκετούς ορισμούς που έχουν δοθεί, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η χειραγώγηση των κερδών είναι μία σκόπιμη παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι που έχει θέσει η διοίκηση της επιχείρησης και πολλές φορές λαμβάνουν χώρα μέσα στα πλαίσια των διεθνών λογιστικών προτύπων. Κύριος σκοπός της διοίκησης είναι η εξομάλυνση διαχρονικά των αποτελεσμάτων προκειμένου να μειωθεί η διακύμανση των κερδών της. Γενικά όμως, τα κίνητρα, που οδηγούν την επιχείρηση σε τέτοιου είδους πρακτικές ποικίλουν και κατ' επέκταση διαφέρουν και οι διάφοροι μέθοδοι ή στρατηγικές χειραγώγησης των αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, η έκταση της διαχείρισης των κερδών σε μία επιχείρηση εξαρτάται από τον κύκλο της οικονομικής της δραστηριότητας. Κατά τη διάρκεια περιόδων ύφεσης, οι μάντζερ, με σκοπό να παρουσιάσουν υψηλές χρηματιστηριακές τιμές οδηγούνται πιο εύκολα στη χειραγώγηση των κερδών. Αυτό προκαλεί με τη σειρά του μεγαλύτερη μείωση της αξίας μίας επιχείρησης, οπότε, το ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο θα επιβάλλει ένας επενδυτής για να επενδύσει σε μία μετοχή θα αυξηθεί, αυξάνοντας έτσι και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Περαιτέρω λοιπόν έγινε μία σύνδεση της ακρίβειας των πληροφοριών που απορρέουν από τις οικονομικές καταστάσεις, με τις επιπτώσεις στο κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης αλλά και την χρηματοοικονομική επίδοσή της, φαινόμενο που παρατηρείται εκτενώς τα τελευταία χρόνια με σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις.

Στη συνέχεια, η εργασία επικεντρώνεται στην «ποιότητα των κερδών», ένα ιδιαίτερα σημαντικό πεδίο έρευνας για την διεθνή ακαδημαϊκή κοινότητα και αναλύει, εις βάθος, τους προσδιοριστικούς παράγοντες, τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα και τους δείκτες μέτρησής της. Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες, οι συμμετέχοντες στην αγορά κεφαλαίων ανταμείβουν την ομαλή ροή συναλλαγών των κερδών, τη διαφάνεια στις λογιστικές πληροφορίες καθώς και τα κέρδη με την μεγαλύτερη επεξηγηματική ικανότητα όσων αφορά τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις, με μειωμένο κόστος στα ίδια και στα δανειακά κεφάλαια. Εταιρείες, επίσης, με χαμηλή σε ποιότητα δεδουλευμένα στοιχεία, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να επηρεαστούν από τις κακές οικονομικές συνθήκες οπότε και το

κόστος κεφαλαίου αυξάνεται στην περίπτωση αυτή. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι ορισμένα χαρακτηριστικά των κερδών εμπεριέχουν σημαντική πληροφορία για την ποιότητά τους και επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό το κόστος κεφαλαίου. Από την άλλη πολλά από αυτά τα χαρακτηριστικά δεν παρέχουν σχετικές πληροφορίες και ως εκ τούτου δεν θεωρούνται δεδομένα υπό εξέταση για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Επιπλέον, οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν ότι η ποιότητα των κερδών συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με τα αναμενόμενα κέρδη και το μεγαλύτερο μέρος της επίδρασης αυτής, σχετίζεται περισσότερο με το ποσοστό των εγγενών παραγόντων παρά με το ποσοστό των προαιρετικών ή δημοσιευμένων συντελεστών αυτών. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι η ασυμμετρία της πληροφόρησης, προερχόμενη από το επιχειρησιακό μοντέλο μίας επιχείρησης, θα έχει μεγαλύτερες επιπτώσεις από την αβεβαιότητα των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων χρήσης της. Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να επισημάνω ότι το ερευνητικό πεδίο γύρω από την «Ποιότητα των κερδών» και τον τρόπο μέτρησής της, στην Ελλάδα είναι σε παρθενικό στάδιο καθώς οι έρευνες έως τώρα εστιάζουν κυρίως στους λόγους για τους οποίους τα στελέχη προβαίνουν σε χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων καθώς και στις σημαντικότερες τεχνικές που χρησιμοποιούνται. Επομένως, το θέμα ενδείκνυται για μελέτη, δεδομένου ότι για τους άμεσα ενδιαφερόμενους (μέτοχοι, δυνητικοί επενδυτές, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, κράτος και τρίτοι), είναι πολύ σημαντικό να μπορούν να αντιληφθούν την ύπαρξη τέτοιων πρακτικών.

## Βιβλιογραφικές αναφορές

- Dechow P.M. and Schrand C.M. (2004). *Earnings Quality: The research* Foundation of CFA Institute.
- Δράκου Α. και Καραθανάση Γ. (2010). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Ε.Μπένου
- Francis J., Olsson P. and Schipper K. (2006). *Earnings Quality. Foundations and Trends in Accounting 1:4*: Publishers Inc
- Melumad N.D. and Nissim D. (2009). *Line-Item Analysis of Earnings Quality. Foundations and Trends in Accounting. Vol.3, Nos. 2-3 (2008) 87-221*: Publishers Inc.
- Μπαλλά Α. και Χέβας Δ. (2011). *Χρηματοοικονομική Λογιστική (Γ' έκδοση)*. Αθήνα: Γ. Μπένου
- Συριόπουλος Κ. (1999). *Διεθνής Κεφαλαιαγορές: Τόμος 1-Θεωρία & Ανάλυση*. Θεσσαλονίκη: ΑΝΙΚΟΥΛΑ
- Συριόπουλος Κ. και Φίλιππας Δ. (2010). *Οικονομετρικά Υποδείγματα & Εφαρμογές με το EViews*. Θεσσαλονίκη: ΑΝΙΚΟΥΛΑ
- Χέβας Δ. (2010). *Προχωρημένη Χρηματοοικονομική Λογιστική*. Αθήνα: Γ. Μπένου

## Αρθρογραφία

- Bissessur S.W. (2008). Earnings Quality and Earnings Management: The role of accounting Accruals.
- Chan K., Chan L., Jegadeesh N. Lakonishok J. (2001). Earnings Quality and Stock Returns. National Bureau of Economic Research.
- Defond M.L. (2010). Earnings Quality Research: Advances, Challenges and Future Research. University of Southern California.
- Healy, P. and Wahlen, J.M. (1999) 'A review of the earnings management literature and its implications for standard setting', *Accounting Horizons*, Vol. 13, pp.365–383.
- Koumanakos, E., Georgopoulos, A. and Siriopoulos, C. (2008) 'Auditor awareness of earnings management', *Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 5, No. 1, pp.50–65.
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C. and Georgopoulos, A. (2005) 'Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece', *Managerial Auditing Journal*, Vol. 20, pp.663–678.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003) 'Earnings management and investor protection: an international comparison', *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp.505–527.

## Άλλες πηγές

- <http://siriopoulos.webs.com/CAPITAL%20COST.pdf>