



**ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ
EARNINGS MANAGEMENT &
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

**ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΤΖΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ**



ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΚΟΥΓΙΟΥΜΟΥΤΖΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

Α.Μ.: ΜΧΡΗ/0215

**ΕΞΑΜΗΝΟ: Δ' ΕΞΑΜΗΝΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

ΑΚ. ΕΤΟΣ: 2003-2004

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2004



Για την πραγματοποίηση της παρούσας πτυχιακής εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέπον και Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Τσιριτάκη Εμμανουήλ καθώς και τον Αληφαντή Γεώργιο – Ορκωτό Έλεγκτή Λογιστή Partner της Ernest & Young, αφού χωρίς την πολύτιμη βοήθεια και συμπαράστασή τους δεν θα ήταν δυνατόν να ολοκληρωθεί.

Σας ευχαριστώ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

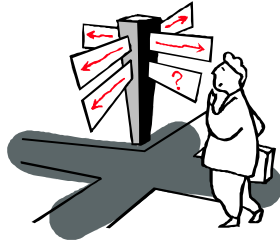
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
2. ΟΡΙΣΜΟΣ, ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT.....	3
- Ορισμός και Χαρακτηριστικά του Earnings Management	3
- Η Έννοια του Earnings Management	4
- Τα Εργαλεία του Earnings Management	6
3. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT.....	7
- Εξομάλυνση Κερδών (Income Smoothing)	7
- Big Bath Accounting	8
- Δημιουργική Λογιστική (Creative Accounting).....	9
4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ ΒΑΘΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΤΑΣΗ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT (εκτός από τη τιμή μετοχής).....	10
- Ο Κίνδυνος της Εταιρίας.....	10
- Earnings Management για Αποφυγή Μείωσης Κερδών και Εμφάνισης Ζημιών.....	10
- Η Επίδραση των Συμβολαίων	12
Ø Συμβόλαια Δανεισμού Επιχείρησης.....	12
Ø Συμβόλαια Αμοιβών του Management	13
- Earnings Management και Μερισματική Πολιτική.....	13
- Η Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.....	14
- Διαφορές στο Θεσμικό Περιβάλλον.....	15
- Ο Βαθμός Ελέγχου που ασκεί το Management.....	16
- Η Επιρροή των Τρίτων προς την Εταιρία	17
- Earnings Management με Σκοπό τη Μείωση των Κερδών.....	18
- Πολιτικές Πιέσεις	18
- Earnings Management και Προβληματικές Εταιρίες	18
- Νομοθετικά Κίνητρα	19
- Το Μέγεθος της Εταιρίας.....	20
5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ EARNINGS MANAGEMENT	21
- Το Πληροφοριακό Περιεχόμενο των Τιμών των Μετοχών (Stock Price Informativeness)	21
- Η Ευαισθησία της Μετοχής Εταιριών με Διαδοχικές Αυξήσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή	22
- Το Κόστος του Earnings Management στην Τιμή της Μετοχής.....	23
- Προβλέψεις Αναλυτών για τα Κέρδη	25
- Η Δυναμικότητα Ανάπτυξης των Μετοχών.....	27
- Ύπαρξη Μεγάλων Θεσμικών Επενδυτών.....	28
6. ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ	29
- Έκδοση Νέων Μετοχών	30
- Πρώτη Δημόσια Διάθεση Μετοχών	31
- Insider Trading	32
- Management Buyout.....	33
- Συγχώνευση Εταιριών	33

- Φούσκα στο Χρηματιστήριο	33
7. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ EARNINGS MANAGEMENT ΚΑΙ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	34
- Αντίδραση της Αγοράς στο Earnings Management	34
- Earnings Management & Διαφάνεια στις Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις	36
Ø Επίδραση στην Εκτίμηση της Αξίας της Εταιρίας	36
Ø Η Αρχή της Αποκάλυψης (Revelation Principle).....	37
8. ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ, EARNINGS MANAGEMENT ΚΑΙ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ.....	38
9. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΒΑΘΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΤΑΣΗ ΓΙΑ EARNINGS MANAGEMENT ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2002	41
- Η Ανάπτυξη των δύο Υποθέσεων για την Αντίδραση της Αγοράς στο Earnings Management	41
Ø Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	41
Ø Η Functional Fixation Hypothesis	42
- Η Ανάπτυξη του Θεωρητικού Μοντέλου και των Υποθέσεων προς Εξέταση..	43
- Ανάπτυξη Μεθοδολογίας.....	46
- Δεδομένα και Επιλογή του Δείγματος.....	50
- Σχολιασμός των Αναμορφώσεων στα Κέρδη Χρήσης των Εταιριών του Δείγματος	52
- Σχολιασμός Αποτελεσμάτων από την Εφαρμογή της Μεθοδολογίας.....	54
Ø Σχολιασμός των Αποτελεσμάτων από το Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης	54
Ø Σχολιασμός των Αποτελεσμάτων από το Logit Μοντέλο	59
Ø Συνοπτικά Συμπεράσματα.....	62
10. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	64
11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	66

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ.....	69
- Αποτίμηση Συμμετοχών και Χρεογράφων	69
- Σχηματισμός Πρόβλεψης για Αποζημίωση του Προσωπικού Λόγω Εξόδου από την Υπηρεσία	71
- Αποσβέσεις Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων.....	72
- Διαχωρισμός Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης και εξόδων Χρήσεως	73
- Επισφαλείς και Ανεπίδεκτες Είσπραξης Απαιτήσεις	74
- Αποτίμηση Αποθεμάτων.....	75
- Goodwill	76
- Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές.....	77
- Μισθωτικά Δικαιώματα Χρήσεως Ακινήτου.....	78
B. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ	79
- Με το Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης.....	79

- Με το Logit Μοντέλο	82
Γ. ΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΤΡΙΑ ΕΤΗ.....	85
- Το Δείγμα των Εταιριών για το 2000	85
- Το Δείγμα των Εταιριών για το 2001	88
- Το Δείγμα των Εταιριών για το 2002	91
Δ. ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	94



1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα θέμα που μόλις τα τελευταία χρόνια έχει τραβήξει το ενδιαφέρον πολλών ακαδημαϊκών, επενδυτών, νομοθετών καθώς και άλλων άμεσα ενδιαφερομένων και έχει λάβει πολύ κεντρική θέση στη λογιστική βιβλιογραφία είναι η έκταση στην οποία οι μάνατζερς των εταιριών αλλάζουν τα δημοσιευμένα αποτελέσματα σύμφωνα με τη θέλησή τους προκειμένου να κατευθύνουν την αντίληψη που έχουν οι επενδυτές για την αξία της εταιρίας και κατ' επέκταση της μετοχής της. Το φαινόμενο αυτό γεννά ανησυχία σχετικά με την ποιότητα των λογιστικών στοιχείων η οποία γίνεται εντονότερη όταν η οικονομία καθώς και οι εταιρίες παρουσιάζουν πτωτική πορεία και οι επενδυτές εμφανίζουν απώλειες. Μετά το σκάσιμο της φούσκας στο Ελληνικό Χρηματιστήριο η ποιότητα των λογιστικών στοιχείων βρίσκεται κάτω από έντονη κριτική και εξέταση αφού πολλοί υποστήριξαν ότι οι εισηγμένες εταιρίες με κίνητρο τον επηρεασμό της τιμής της μετοχής προχώρησαν σε πλασματική αύξηση των κερδών πράγμα που αποτυπώνεται και στις αυξημένες σημειώσεις των λογιστικών καταστάσεων και στις αυξημένες παρατηρήσεις στα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών για την τριετία 2000 - 2002.

Η παραπάνω συζήτηση προέκυψε και από το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια έχουμε ευρεία χρήση λογιστικών πληροφοριών από επενδυτές και χρηματοοικονομικούς αναλυτές προκειμένου να εκτιμήσουν τις μετοχές και αυτό μπορεί να δημιουργήσει επιπλέον κίνητρο για τους μάνατζερς να επηρεάσουν τα κέρδη. Παράλληλα, κάποιοι επενδυτές βασίζονται αποκλειστικά στα νούμερα των κερδών που δημοσιεύονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις προκειμένου να λάβουν τις αποφάσεις τους, επειδή έχουν περιορισμένη ικανότητα πρόσβασης σε πιο εξεζητημένες πληροφορίες. Επομένως, αυξάνεται συνεχώς η σημασία των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων τα τελευταία χρόνια ενώ παράλληλα αυξάνονται και οι αναφορές στη λογιστική αρθρογραφία για το Earnings Management. Ειδικότερα από τις αρχές της δεκαετίας του ενενήντα έχει αυξηθεί το ενδιαφέρον των ερευνητών σχετικά με το Earnings Management που έχει κίνητρο το Χρηματιστήριο.

Το Earnings Management έχει οριστεί ως η διαδικασία ακολούθησης μιας σειράς προσεκτικών και μελετημένων βημάτων μέσα στα περιορισμένα όρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών προκειμένου να προκύψει ένα επιθυμητό επίπεδο δημοσιευμένων κερδών. Επομένως, δύο κύρια κίνητρα για Earnings Management είναι η ενθάρρυνση των επενδυτών να αγοράσουν τη μετοχή της εταιρίας και η προσπάθεια αύξησης της αγοραίας αξίας της εταιρίας. Πολύ συχνά, το Earnings Management έχει σκοπό να παράγει μια σταθερή αύξηση στα κέρδη. Κι αυτό διότι η διακύμανση των κερδών αποτελεί ένα μέτρο του κινδύνου που σχετίζεται με αυτά τα κέρδη. Έτσι, αν για ένα δεδομένο συνολικό ποσό κερδών μειώσουμε την διακύμανση, μετριάζουμε την αντίληψη της αγοράς για τον κίνδυνο της εταιρίας. Πολλοί υποστηρίζουν ότι η διαστρέβλωση που γίνεται στην παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μέσω του Earnings Management επιτρέπει στους μάνατζερς να κρύψουν τις πραγματικές διαστάσεις της παρούσας και μελλοντικής απόδοσης. Άλλοι υποστηρίζουν ότι αυτή η διαδικασία υποβαθμίζει την ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών και υπονομεύει την εμπιστοσύνη στις κεφαλαιαγορές.

Στην πράξη αφού οι αποτιμήσεις στο Χρηματιστήριο (όπως μετρώνται με λογιστικά σημεία αναφοράς μετρήσεων όπως είναι τα κέρδη ή η εσωτερική αξία μετοχής) αυξήθηκαν ήδη από την προηγούμενη δεκαετία, οι μάνατζερς έχουν γίνει πολύ ευαίσθητοι στο επίπεδο της τιμής της μετοχής και στη σχέση της με λογιστικά

νούμερα όπως τα κέρδη. Συνεπώς, τα κίνητρα για Earnings Management ώστε να διατηρηθούν και να βελτιωθούν τέτοιες αποτιμήσεις έχουν επίσης αυξηθεί, και αυτό εξηγεί γιατί τελευταία δίνεται τόση σημασία στο Earnings Management.

Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Στόχος της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι αφού γίνει κατανοητή η έννοια του Earnings Management, να διερευνηθεί και να αναλυθεί η σχέση του με την τιμή μετοχής, οι παράγοντες που την επηρεάζουν καθώς και οι περιπτώσεις στις οποίες υφίσταται αυτή η σχέση. Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε τρία μέρη.

Στο πρώτο μέρος που περιλαμβάνει τα κεφάλαια δύο έως οχτώ έχουμε την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, στο δεύτερο μέρος που περιλαμβάνει το ένατο κεφάλαιο έχουμε έρευνά μας σχετικά με τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την τριετία 2000-2002, ενώ το τρίτο και τελευταίο μέρος αποτελείται από το παράρτημα.

Μετά την εισαγωγή, ακολουθεί το δεύτερο κεφάλαιο με μια σύντομη αναφορά στον ορισμό, στην έννοια καθώς και στα εργαλεία του Earnings Management ενώ στο τρίτο αναφέρονται διάφορες μορφές του Earnings Management όπως είναι η εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing), το Big Bath Accounting και η Δημιουργική Λογιστική (Creative Accounting). Ακολούθως, στο τέταρτο κεφάλαιο σκιαγραφούνται όλοι οι παράγοντες (εκτός από την τιμή της μετοχής) που εντοπίσαμε στη βιβλιογραφία ότι μπορεί να επηρεάσουν το βαθμό και την τάση για Earnings Management. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι παράγοντες που μπορεί να επιδράσουν στη σχέση της τιμής μετοχής με το Earnings Management ενώ στο έκτο κεφάλαιο παραθέτονται διάφορες έρευνες που έχουν γίνει σχετικά με την ύπαρξη σχέσης μεταξύ της τιμής της μετοχής και του Earnings Management. Στο έβδομο και όγδοο κεφάλαιο αναφέρονται διάφορες αντιδράσεις της αγοράς αλλά και των επενδυτών στη σχέση της τιμής μετοχής με το Earnings Management.

Έπειτα, στο ένατο κεφάλαιο υπάρχει η δική μας έρευνα σχετικά με την επίδραση της τιμής της μετοχής επάνω στο βαθμό και την τάση του Earnings Management στις εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2000 – 2002. Αρχικά αναλύονται οι δύο υποθέσεις της λογιστικής βιβλιογραφίας σχετικά με την αντίδραση της αγοράς στο Earnings Management, αυτή της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market) καθώς και η Functional Fixation Hypothesis. Έπειτα, αναπτύσσουμε το θεωρητικό μοντέλο, τις υποθέσεις προς εξέταση, τη μεθοδολογία, καθώς και τη διαδικασία συλλογής δεδομένων και επιλογής του δείγματος. Στο τέλος του ένατου μέρους και μετά το σχολιασμό των αναμορφώσεων των κερδών χρήσης των εταιριών του δείγματος, αναλύονται και σχολιάζονται τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας μας. Στον επίλογο συνοψίζονται τα συμπεράσματα από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τη σχέση της τιμής μετοχής και του Earnings Management καθώς και τα συμπεράσματα από τη δική μας έρευνα.

Στο παράρτημα της εργασίας υπάρχουν η νομοθεσία και η μεθοδολογία που ακολουθήσαμε προκειμένου να αναμορφώσουμε τα αποτελέσματα χρήσης των εταιριών, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, τα δείγματα για κάθε ένα έτος (2000-2002), καθώς και οι πίνακες αναμόρφωσης των κερδών χρήσης.

2. ΟΡΙΣΜΟΣ, ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT

Ορισμός και Χαρακτηριστικά του Earnings Management

Σύμφωνα με τον Beneish (2001), δεν υπάρχει συνοχή μεταξύ των ακαδημαϊκών για τον ορισμό του Earnings Management (αναφέρεται και ως Earnings Manipulation) και αυτό συχνά οδηγεί σε διαφορετικές ερμηνείες των εμπειρικών στοιχείων που προκύπτουν από τις έρευνες για τον εντοπισμό του Earnings Management και των κινήτρων που το προκαλούν. Κατά καιρούς έχουν δοθεί διάφοροι ορισμοί όμως ο επικρατέστερος είναι ο εξής:

Earnings Management είναι το φαινόμενο κατά το οποίο παρατηρείται μια σειρά προσεκτικών και μελετημένων βημάτων από την πλευρά της εταιρίας μέσα στα περιορισμένα όρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών, τα οποία οδηγούν σε αύξηση ή μείωση των αποτελεσμάτων χρήσης σύμφωνα με τις επιθυμίες και στόχους της εταιρίας προκειμένου να προκύψει το επιθυμητό επίπεδο δημοσιευμένων αποτελεσμάτων (Davidson, Stickney και Weil, 1987).

Διαφορετικά, το Earnings Management ορίζεται ως η χρήση της κρίσης (judgement) των μάντζερς στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και στη δόμηση των συναλλαγών προκειμένου να μεταλλάξουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις είτε για να παραπλανήσουν κάποιους μετόχους σχετικά με την υπάρχουσα οικονομική απόδοση της εταιρίας ή για να επηρεάσουν τα συμβολιακά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα δημοσιευμένα λογιστικά νούμερα (Healy & Wahlen 1999).

Επίσης, σύμφωνα με τον Teixeira (2002) το Earnings Management ορίζεται ως η ευκαιρία επιλογής μεταξύ διαφορετικών τρόπων παρουσίασης μιας συναλλαγής ή ενός γεγονότος. Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις τρόποι για Earnings Management: η μέθοδος, η εκτίμηση και η δομή. Η μέθοδος (Method discretion) περιλαμβάνει για παράδειγμα την επιλογή μεταξύ LIFO και FIFO. Η εκτίμηση (Estimation discretion) περιλαμβάνει την ωφέλιμη διάρκεια ζωής ή τα ποσοστά απόσβεσης για τα περιουσιακά στοιχεία, τον υπολογισμό των μη εισπράξιμων χρεογράφων ή των απαξιωμένων αποθεμάτων κλπ. Η δομή (Structural discretion) περιλαμβάνει περιπτώσεις όπως τα συμβόλαια leasing.

Επίσης, Ex – ante Earnings Management έχουμε όταν οι μάντζερς προχωρούν σε τέτοιους λογιστικούς χειρισμούς σήμερα ώστε να αυξηθεί η πιθανότητα οι εταιρίες τους να δημοσιεύσουν εξομαλυσμένη και σταθερή ανάπτυξη κερδών με σκοπό να επηρεάσουν τα κέρδη μελλοντικών περιόδων (για παράδειγμα μεταφέροντας τρέχοντα κέρδη στα αποθεματικά του ισολογισμού). Αντίθετα, Ex – post Earnings Management έχουμε όταν οι μάντζερς, προσπαθώντας να αντιμετωπίσουν κάποια μείωση στα κέρδη της εταιρίας, προχωρούν σε τέτοιες λογιστικές επιλογές σήμερα ώστε να ενισχύσουν τη σημερινή απόδοση των δημοσιευμένων κερδών και να αναβάλλουν την αρχική μείωση.

Οι λογιστικές επιλογές που συνιστούν Earnings Management θα πρέπει να έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Να εξασφαλίζουν την μελλοντική ελευθερία κινήσεων.
2. Να κινούνται μέσα στα πλαίσια των GAAP.

3. Δεν πρέπει να απαιτούν τη συναλλαγή με τρίτους. Επίσης, θα πρέπει να εμπεριέχουν μόνο τη λογιστική εξήγηση ενός γεγονότος και όχι το ίδιο το γεγονός.
4. Θα πρέπει να χρησιμοποιούνται μόνο ή σε συνδυασμό με άλλες πρακτικές για κάποιες διαδοχικές περιόδους.
5. Να επιτρέπουν στο management να μειώσει τη διακύμανση των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων.
6. Δεν πρέπει να δεσμεύουν την επιχείρηση για μελλοντικές περιόδους.

Η Έννοια του Earnings Management

Οι μανάτζερς μπορούν να έχουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές χρηματορροές, τις επενδυτικές ευκαιρίες καθώς και για τις δικές τους διοικητικές ικανότητες ενώ από την άλλη μεριά οι επενδυτές δεν μπορούν να είναι απόλυτα βέβαιοι για τις προοπτικές της εταιρίας. Εξαιτίας αυτής της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν το προσάρτημα, όπου μεταξύ άλλων περιέχει χρηματοοικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές. Αυτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να καθορίσουν την τιμή που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τις μετοχές της εταιρίας. Ωστόσο, αυτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις εμφανίζουν αποτιμήσεις περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων όπως επίσης αναγνώριση εσόδων και εξόδων που αντανακλούν διαφορετικές λογιστικές επιλογές οι οποίες επιτρέπονται μέσα στα πλαίσια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP) (Neill, Pourciau, & Schaefer, 1995). Η χρήση των στοιχείων από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις στην διαδικασία αποτίμησης, σε συνδυασμό με τις διάφορες λογιστικές επιλογές, παρέχει στους μανάτζερς τόσο τα κίνητρα όσο και τη δυνατότητα να προβεί σε Earnings Management.

Σύμφωνα με τον προηγούμενο πρόεδρο του SEC Levitt (1998), το Earnings Management στα δημοσιευμένα κέρδη είναι ένα ευρέως διαδεδομένο φαινόμενο, τουλάχιστον μεταξύ των εισηγμένων εταιριών και ανεξάρτητα από το λόγο που το προκάλεσε μπορεί να οδηγήσει σε σύνταξη παραπλανητικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων και να επηρεάσει την κατανομή των πόρων. Ωστόσο, όσον αφορά το Earnings Management υπάρχουν δύο οπτικές:

1. Η κερδοσκοπική οπτική (Opportunistic Perspective) σύμφωνα με την οποία οι μανάτζερς προσπαθούν να παραπλανήσουν τους επενδυτές.
2. Και η οπτική της πληροφόρησης (Information perspective) η οποία διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τους Holthausen και Leftwich (1983), και σύμφωνα με αυτήν το Earnings Management είναι το μέσο με το οποίο οι μανάτζερς αποκαλύπτουν στους επενδυτές τις προσωπικές τους προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας.

Τα κίνητρα για παραποίηση της απόδοσης της εταιρίας μέσω του Earnings Management προκύπτουν εν μέρει από τα συγκρουόμενα συμφέροντα μεταξύ αυτών που βρίσκονται μέσα στην εταιρία και αυτών που βρίσκονται εκτός. Αυτοί που βρίσκονται μέσα στην εταιρία όπως είναι οι ιδιοκτήτες του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών καθώς και οι μανάτζερς, μπορούν να χρησιμοποιήσουν τον έλεγχο που ασκούν στην εταιρία ώστε να επωφεληθούν οι ίδιοι σε βάρος των υπολοίπων μετόχων. Οι κάτοχοι του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών και οι μανάτζερς έχουν κίνητρα να προβούν σε Earnings Management προκειμένου να κρύψουν την

πραγματική απόδοση της εταιρίας καθώς και τα ιδιωτικά τους οφέλη από μια τέτοια κίνηση.

Ειδικότερα, οι μάνατζερς προχωρούν σε Earnings Management προκειμένου να επιτευχθεί μια προδικασμένη αντίληψη για τα αναμενόμενα κέρδη (για παράδειγμα προβλέψεις αναλυτών, εκτιμήσεις του management, συνέχιση κάποιας αυξητικής τάσης στα κέρδη) (Fern 1994). Κυριότερος στόχος είναι να επηρεαστεί η αντίληψη των τρίτων και κυρίως των επενδυτών για τον κίνδυνο, την αξία της εταιρίας (κατ' επέκταση της μετοχής της) και την οικονομική της απόδοση (Degeorge, Patel και Zeckhauser, 1999) και έτσι να παρακινηθούν στην αγορά μετοχών της εταιρίας.

Σύμφωνα με τους Abarbanell και Lehavy (1998), το Earnings Management που γίνεται με σκοπό τον επηρεασμό της τιμής της μετοχής, είτε λαμβάνει χώρα για κερδοσκοπικούς λόγους είτε για το συμφέρον των μετόχων, είναι δεδομένο στις κεφαλαιαγορές. Ωστόσο, οι ερευνητές καθυστέρησαν να προσπαθήσουν να καταλάβουν το Earnings Management σε σχέση με τα κίνητρα που προκύπτουν από τη χρηματιστηριακή αγορά. Η συνθήκη αυτή δικαιολογημένα αντανακλά μια υπερβολικά αυστηρή ερμηνεία των εφαρμογών της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών η οποία έχει οδηγήσει κάποιους ερευνητές να συμπεράνουν ότι το Earnings Management που έχει σκοπό να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών είναι κερδοσκοπικό (opportunistic), μη πληροφοριακό και μάταιο.

Ωστόσο, ήταν και εξακολουθεί να είναι δύσκολο να γίνουν κατανοητές οι υπερβολικές αντιδράσεις στις μικρές αποκλίσεις από τις προβλέψεις κερδών των αναλυτών, ειδικά όταν η διαφορά από τον στόχο είναι συχνά μόνο μερικά cents και οι μάνατζερς μπορούν να επηρεάσουν τόσο την πρόβλεψη όσο και τα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Οι αντιδράσεις υποδηλώνουν έναν κόσμο όπου οι επενδυτές χρησιμοποιούν απλές μεθόδους για να μετρήσουν την οικονομική απόδοση, υποδηλώνοντας ότι το κόστος απόκτησης πληροφοριών είναι υψηλό. Αυτή η παρατήρηση έρχεται σε αντίθεση με το γεγονός ότι οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν σίγουρα χαμηλώσει το κόστος της διασποράς (dissemination) της δημόσιας πληροφόρησης για τους επενδυτές. Συνεπώς, οι ερευνητές συχνά επικαλούνται εξηγήσεις που προέρχονται από τις επιστήμες συμπεριφοράς όπως η θεωρία των προσδοκιών (prospect theory) για να ερμηνεύσουν γιατί οι επενδυτές στηρίζονται σε τέτοιες απλές μεθόδους.

Το γεγονός ότι από αυτή τη συμπεριφορά είναι δύσκολο να γίνει κατανοητό εάν η επενδυτές είναι ορθολογικοί, μπορεί να εξηγηθεί γιατί οι ακαδημαϊκοί άργησαν τόσο πολύ να ερευνήσουν τα κίνητρα για Earnings Management που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο. Οι ερευνητές ασχολήθηκαν κυρίως με άλλα είδη κινήτρων για Earnings Management, που στηρίζονταν κυρίως στις υποθέσεις που προέκυπταν από την contracting literature, όπως αυτά των bonus για τα διευθυντικά στελέχη καθώς και οι όροι συμβολαίων δανεισμού, αφού σε αυτές τις περιπτώσεις το κόστος πληροφόρησης είναι υψηλότερο από ότι στις κεφαλαιαγορές, και συνεπώς είναι περισσότερο πιθανό το Earnings Management να είναι αποτελεσματικό.

Σύμφωνα με τους Dechow και Skinner (2000) η «παραδοσιακή» έρευνα σχετικά με το Earnings Management, δεν προσπαθεί να μετρήσει το Earnings Management για κάθε μία επιχείρηση και έπειτα να συγκεντρώσει τα αποτελέσματα εταιριών που αντιμετωπίζουν όμοιες οικονομικές καταστάσεις και έτσι να φθάσει σε γενικά συμπεράσματα. Αντίθετα, επικεντρώνεται σε γνωρίσματα της κατανομής των κερδών για μεγάλα δείγματα εταιριών και μετά ισχυρίζεται ότι οι ιδιότητες δείχνουν την ύπαρξη του Earnings Management.

Τα Εργαλεία του Earnings Management

Τα εργαλεία για το Earnings Management είναι οι επιλογές δημοσίευσης μέσα στα όρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP). Σύμφωνα με τους Park και Shin (2003) το Earnings Management διαφέρει από τη λογιστική απάτη, η οποία παραβιάζει τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (Generally Accepted Accounting Principles), σε αντίθεση με το Earnings Management που δεν κάνει κάτι τέτοιο. Επομένως, ακόμη και στην περίπτωση που δεν έχουμε απάτη στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, οι εταιρίες μπορούν να προβούν σε Earnings Management επειδή οι GAAP επιτρέπουν διαφορετικούς τρόπους απεικόνισης των λογιστικών γεγονότων. Μεγάλη συζήτηση γίνεται κατά καιρούς σχετικά με το τι είναι μέσα ή όχι στα όρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών, και συχνά η λύση δίνεται από τα δικαστήρια.

Σύμφωνα με τον Teoh (1998), οι πηγές του Earnings Management μέσα στα πλαίσια των GAAP περιλαμβάνει την επιλογή των λογιστικών μεθόδων, την εφαρμογή των λογιστικών μεθόδων, τη χρονική στιγμή απόκτησης των στοιχείων του ενεργητικού και την απαλλαγή από αυτά. Το Management μπορεί να αλλάξει τα δημοσιευμένα κέρδη επιλέγοντας και εφαρμόζοντας μία λογιστική μέθοδο που επιταχύνει (καθυστερεί) την αναγνώριση των εσόδων και καθυστερεί (επιταχύνει) την αναγνώριση των εξόδων προκειμένου να αυξήσει (μειώσει) τα δημοσιευμένα κέρδη. Για παράδειγμα, ένα ευρύ φάσμα επιλογών δημοσίευσης προσφέρεται με τις υποκειμενικές εκτιμήσεις των απωλειών από απαιτήσεις της εταιρίας ή των απαξιωμένων αποθεμάτων ή ο σχηματισμός πρόβλεψης για υποτίμηση συμμετοχών και χρεογράφων. Επιπλέον, οι εταιρίες μπορεί να επιλέξουν διαφορετικές εκτιμήσεις για τα αποθέματα και διαφορετικές μεθόδους και χρονικές περιόδους για τις αποσβέσεις των περιουσιακών στοιχείων.

Επίσης, το management μπορεί να αλλάξει τα δημοσιευμένα κέρδη προσαρμόζοντας το χρόνο απόκτησης και απαλλαγής ενός περιουσιακού στοιχείου. Η απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, καθώς και η πώλησή τους μπορεί να χρησιμοποιηθούν για Earnings Management. Η πώληση περιουσιακών στοιχείων συχνά έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία κερδών ή ζημιών, αλλά η πραγματική ημερομηνία της πώλησης είναι διαπραγματεύσιμη. Έτσι, η διοίκηση ελέγχει την περίοδο στην οποία δημοσιεύονται τα κέρδη ή οι ζημιές.

Ο Healy (1999) αναφέρει πως έρευνα έχει δείξει ότι οι εταιρίες που εκδίδουν μετοχές όχι για πρώτη φορά (non – IPO) έχουν μεγαλύτερη τάση να χρησιμοποιούν μεθόδους απόσβεσης που αυξάνουν το εισόδημα κατά το έτος της πρώτης δημόσιας διάθεσης μετοχών και για αρκετά επόμενα χρόνια. Επίσης, τράπεζες και ασφάλειες χρησιμοποιούν τα αποθεματικά για ζημιές από μη εισπραχθέντα δάνεια που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την κρίση του management.

3. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT

Εξομάλυνση Κερδών (Income Smoothing)

Η εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing) έχει ένα σαφή στόχο που είναι η εμφάνιση μιας σταθερής αύξησης των κερδών. Για την ύπαρξη αυτής της μορφής του Earnings Management απαραίτητη προϋπόθεση είναι η εταιρία να παράγει αρκετά μεγάλα έσοδα και επομένως η οικονομική της απόδοση πρέπει να είναι πάνω από το μέσο όρο για μακρά χρονική περίοδο ώστε να δημιουργούνται αποθέματα με τα οποία θα ρυθμίζονται οι ροές όταν χρειάζεται. Πρόκειται κυρίως για μία μείωση στη διακύμανση των κερδών, η οποία αποτελεί ένα μέτρο του κινδύνου και επομένως για ένα δεδομένο συνολικό ποσό κερδών, μειώνοντας τη διακύμανση μετριάζεται η αντίληψη της αγοράς για τον κίνδυνο.

Οι επενδυτές θεωρούν ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία εάν οι εκπλήξεις στα δημοσιευμένα κέρδη είναι μικρότερες (τα δημοσιευμένα κέρδη είναι πολύ κοντά στα αναμενόμενα κέρδη). Μια μεγαλύτερη απόκλιση μειώνει την αναφερόμενη αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών, μετριάζοντας την αύξηση στην αξία της εταιρίας από τη δημοσίευση υψηλότερων κερδών. Αυτό αποτελεί κίνητρο για το μάνατζερ να προβαίνει σε εξομάλυνση των κερδών. Η υπόθεση ότι οι μάνατζερς εξομαλύνουν τα κέρδη διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τον Herworth (1953) αλλά περισσότερο επισταμένη έρευνα πραγματοποίησε ο Gordon (1964), ωστόσο ο Buckmaster (1992, 1997) βρήκε και παλαιότερες αναφορές σχετικά με το φαινόμενο της εξομάλυνσης των κερδών.

Οι Belkaoui και Picur (1984) παρουσίασαν διάφορα κίνητρα για εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing) που δίνονται από τη βιβλιογραφία. Οι πρώτες έρευνες που είχαν γίνει υπέθεταν ότι οι μάνατζερς παρακινούνταν να μειώσουν την διακύμανση των κερδών σε μία προσπάθεια να μειώσουν τον κίνδυνο της εταιρίας όπως τον αντιλαμβάνεται η αγορά (Cushing 1969, Ronen και Sadan 1975, Beidleman 1973). Όπως αναφέρει ο Fern (1994) μεταγενέστερες έρευνες υπέθεταν ότι οι κεφαλαιαγορές ήταν “αποτελεσματικές” και ότι οι επενδυτές δεν παραπλανούνταν από λογιστικά τερτίπια (Imhoff 1975, 1981, Copeland 1968, Beaver και Dukes 1973). Παρόλα αυτά το Income Smoothing μπορεί να επιβιώσει μέσω των μάνατζερς που δεν πιστεύουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς. Ο Beattie (1994) έγραψε ότι η εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing) αποτελεί μια φυσιολογική συμπεριφορά που βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι μάνατζερς λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους και ότι οι διακυμάνσεις στο εισόδημα και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι οι συνηθισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες των μέτρων του κινδύνου της αγοράς.

Οι μάνατζερς των εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζουν μια αυξανόμενη πίεση να δημοσιεύουν εξομαλυσμένη σειρά κερδών. Το πρόσφατο δημοσιογραφικό και νομοθετικό ενδιαφέρον έχει εστιαστεί στη χρήση από τους μάνατζερς λογιστικών επιλογών για την εξομάλυνση των κερδών (Fox 1997, Loomis 1999). Η έμφαση αυτή έχει υποστήριξη από διάφορες ακαδημαϊκές μελέτες οι οποίες δείχνουν ότι οι μάνατζερς προχωρούν σε τέτοιες λογιστικές επιλογές εν μέρει για να μειώσουν τη διακύμανση των κερδών (Subramanyam 1996, Myers και Skinner 1998). Εάν οι αγορές ήταν τέλειες, η διακύμανση των κερδών δε θα είχε κόστος για τους μάνατζερς και τις εταιρίες τους, και έτσι, δε θα είχαν κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη. Ωστόσο, εμπειρικά και ανέκδοτα στοιχεία δείχνουν ότι το Earnings Management είναι διαβρωτικό. Από τη βιβλιογραφία προκύπτει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης

των ξένων και ιδίων κεφαλαίων, οι φόροι εισοδήματος, η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ αυτών που έχουν πρόσβαση στην εταιρία και αυτών που δεν έχουν, και η αποφυγή του κινδύνου από τους μάνατζερς είναι ορισμένοι παράγοντες που κάνουν τη διακύμανση των κερδών να κοστίζει, και ιδιαίτερα για τις εισηγμένες εταιρίες.

Big Bath Accounting

Διαισθητικά, η έννοια του Big Bath Accounting είναι εύκολο να κατανοηθεί. Κάθε φορά που αλλάζει ο υπουργός οικονομικών και η κυβέρνηση, ο νέος υπουργός ανακοινώνει ότι το αναμενόμενο έλλειμμα θα είναι πολύ υψηλότερο από αυτό που είχε ανακοινώσει ο προκάτοχός του διότι βρήκε πολλά κρυμμένα έξοδα στους λογαριασμούς. Δηλαδή εκμεταλλεύεται την άφιξή του ώστε να καθαρίσει τον ισολογισμό και να κατηγορήσει τον προκάτοχό του για το φτωχό αποτέλεσμα. Το ίδιο συμβαίνει και σε μία επιχείρηση. Όταν προσλαμβάνεται νέα διεύθυνση, θα καθαρίσει τους λογαριασμούς ώστε ταυτόχρονα να μπορεί στο μέλλον να προβεί σε εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing).

Ο Healy (1985) υποστήριξε ότι όταν τα χαμηλότερα όρια που απαιτούνται προκειμένου οι μάνατζερς να εισπράξουν κάποια bonus δεν είναι εφικτά, τότε είναι προτιμότερο για τους μάνατζερς να μειώσουν όσο μπορούν τα κέρδη ώστε να καθαρίσουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τις μελλοντικές περιόδους. Ο Healy (1985) υποστήριξε την παραπάνω εξήγηση προσθέτοντας και περιπτώσεις όπου δεν είχαμε αλλαγή στο management.

Ένα από τα παλαιότερα άρθρα που ερεύνησαν την υπόθεση του “Big Bath” ήταν του Moore (1973) ο οποίος σημείωσε ότι το νέο management έχει τάση να είναι πολύ απαισιόδοξο σχετικά με τις αξίες συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων και αυτές οι αξίες συχνά προσαρμόζονται. Το νέο management μπορεί να επωφεληθεί από τη μείωση των τρεχόντων κερδών με τουλάχιστον δύο τρόπους: (1) Το παλαιό management μπορεί να κατηγορηθεί για τα χαμηλά δημοσιευμένα κέρδη και οι ιστορικές βάσεις για τη μελλοντική σύγκριση μειώνονται. (2) Καθαρίζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις, έτσι μπορεί να χρησιμοποιηθεί μελλοντικά η εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing). Γι’ αυτό οι Walsh, Clarke και Craig (1991) ανέλυσαν μια σειρά κερδών (39 ετών στην καλύτερη περίπτωση) και παρόλο που είχαν περιορισμένο δείγμα (23 εταιρίες) βρήκαν ισχυρές αποδείξεις μιας τέτοιας συμπεριφοράς.

Στο άρθρο των Kirschenheiter και Melumad (2002), γίνεται η υπόθεση ότι οι επενδυτές δε γνωρίζουν πόσο αξιόπιστα είναι τα δημοσιευμένα κέρδη. Έτσι, τα δημοσιευμένα κέρδη χρησιμοποιούνται για να βγάλουν συμπεράσματα τόσο για τη μακροπρόθεσμη σειρά κερδών της εταιρίας όσο και για την αξιοπιστία των προβλέψεων κερδών που κάνει η εταιρία. Έτσι, οι μάνατζερς επιθυμούν να δημοσιεύουν υψηλότερα κέρδη προκειμένου να αποκαλύψουν μια υψηλότερη σειρά μακροπρόθεσμων κερδών. Ωστόσο, αν τα κέρδη είναι καλά ο μάνατζερ επιθυμεί να δημοσιεύσει μικρότερες εκπλήξεις προκειμένου να μεγαλώσει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων, και αυτό είναι που οδηγεί στην ανάγκη για εξομάλυνση των κερδών.

Επομένως, οι μάνατζερς προβαίνουν σε Big Bath Accounting όταν τα νέα για τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ άσχημα, ενώ όταν τα νέα είναι καλά προβαίνει σε εξομάλυνση κερδών. Οι παραπάνω δύο στρατηγικές λαμβάνουν χώρα τόσο όταν οι

επενδυτές δεν έχουν βαθιές γνώσεις και επομένως δεν μπορούν να εντοπίσουν το Earnings Management αλλά και όταν αυτοί είναι αρκετά έμπειροι (sophisticated).

Δημιουργική Λογιστική (Creative Accounting)

Σε αντίθεση με το Earnings Management και το Income Smoothing τα οποία ερευνήθηκαν κυρίως από τους ακαδημαϊκούς, ο όρος δημιουργική λογιστική (Creative accounting) αναπτύχθηκε ως επί το πλείστον από τους επαγγελματίες λογιστές και τους δημοσιογράφους και λιγότερο από τους ακαδημαϊκούς. Η ανησυχία των δημοσιογράφων και των επαγγελματιών προέκυψε από την παρατήρηση της αγοράς και όχι κάποια θεωρία. Καταλάβαιναν τα κίνητρα αποπροσανατολισμού των επενδυτών παρουσιάζοντάς τους αυτό που ήθελαν να δουν, όπως μια ωραία σταθερή αύξηση κερδών. Άρα ο όρος «Δημιουργική Λογιστική» είναι πολύ γενικός.

Σημειώνουμε ότι η Δημιουργική Λογιστική δεν έχει σχεδόν καμία σχέση με τη δημιουργικότητα, και αναφέρεται κυρίως σε διαφορετικές λογιστικές μεθόδους παρά σε δημιουργικότητα. Παρόλα αυτά υπάρχει μία περίπτωση όπου η λογιστική θα μπορούσε να είναι δημιουργική: όταν εμφανίζεται κάποια νομική, οικονομική ή χρηματοοικονομική καινοτομία χωρίς να υπάρχει κάποια λογιστικά στάνταρτ για τη ρύθμισή της και σε αυτή την περίπτωση η Δημιουργική Λογιστική θα είναι χρήσιμη.

4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ ΒΑΘΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΤΑΣΗ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT (εκτός της τιμής μετοχής)

Ο Κίνδυνος της Εταιρίας

Σύμφωνα με τους Stolowy και Breton (2000) το Earnings Management βασίζεται κυρίως στην επιθυμία επηρεασμού της αντίληψης των επενδυτών για τον κίνδυνο της εταιρίας. Σε αυτή τη βάση ο κίνδυνος της εταιρίας χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη διακύμανση των κερδών και μετράται με τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), ενώ το δεύτερο μέρος σχετίζεται με τον κίνδυνο από τη χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρίας και μετράται με το λόγο ξένα προς ίδια κεφάλαια. Ο κίνδυνος μετράται τεχνικά από το beta ο οποίος βασίζεται στη σχετική διακύμανση των κερδών. Επιπλέον, υπάρχει ένας δομικός κίνδυνος ο οποίος αποκαλύπτεται από τη σχέση μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς, στόχος του Earnings Management αυτά τα δύο μέτρα κινδύνου: τη διακύμανση των κερδών ανά μετοχή και το λόγο ξένα προς ίδια κεφάλαια. Τα κέρδη ανά μετοχή μπορούν να επηρεαστούν με δύο τρόπους: Πρώτον, προσθέτοντας ή αφαιρώντας κάποια έσοδα ή έξοδα (Επηρεασμός του καθαρού εισοδήματος) και δεύτερον, παρουσιάζοντας κάποιο γεγονός πριν ή μετά από το κέρδος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή.

Κίνητρα για την εξομάλυνση των κερδών τυπικά περιλαμβάνουν την ευκολότερη πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και τη μείωση του κινδύνου που αντιλαμβάνονται οι κεφαλαιαγορές (Foster 1986). Ο Dye (1988) και ο Lambert (1984) έδειξαν ότι οι μάνατζερς που αποφεύγουν τον κίνδυνο και που παράλληλα δεν έχουν τη δυνατότητα να δανειστούν από τις κεφαλαιαγορές έχουν κίνητρο να εξομαλύνουν τα δημοσιευμένα κέρδη τους. Αντιθέτως, όμως, οι Trueman και Titman (1988) έδειξαν ότι μέσα σε μία αγορά το κίνητρο για τους μάνατζερς να προβούν σε εξομάλυνση κερδών (Income Smoothing) υπάρχει ανεξάρτητα από τη σχέση τους με τον κίνδυνο ή την περιορισμένη πρόσβασή τους στις κεφαλαιαγορές. Ως εξήγηση για τη στάση των μάνατζερς απέναντι στην εξομάλυνση των κερδών είναι η προσπάθειά τους να επηρεάσουν την αντίληψη για τον κίνδυνο της εταιρίας που έχουν σχηματίσει οι δανειστές.

Earnings Management για

Αποφυγή Μειώσεως Κερδών και Εμφάνισης Ζημιών

Αρκετές πρόσφατες έρευνες, οι οποίες έχουν υιοθετήσει μια νέα προσέγγιση για τον έλεγχο του Earnings Management, μελετώντας την κατανομή των δημοσιευμένων κερδών ώστε να εκτιμήσουν εάν υπάρχουν στοιχεία για Earnings Management (Burgstahler και Dishev 1997, 1998 και Degeorge, Patel και Zeckhauser 1997), υποθέτουν ότι οι μάνατζερς των εταιριών έχουν κίνητρα να αποφύγουν τη δημοσίευση ζημιών ή μείωσης των κερδών, και μελετούν την κατανομή των δημοσιευμένων κερδών γύρω από αυτά τα σημεία. Το Earnings Management για αποφυγή μειώσεως κερδών αντανακλάται σε cross - sectional κατανομές αλλαγών στα κέρδη με τη μορφή ασυνήθιστα χαμηλών συχνοτήτων μικρών μειώσεων στα κέρδη και ασυνήθιστα υψηλών συχνοτήτων μικρών αυξήσεων κερδών. Ομοίως, το Earnings Management για αποφυγή ζημιών αντανακλάται σε cross - sectional κατανομές αλλαγών στα αποτελέσματα με τη μορφή ασυνήθιστα χαμηλών

συχνοτήτων μικρών ζημιών και ασυνήθιστα υψηλών συχνοτήτων μικρών θετικών αποτελεσμάτων.

Τα μοτίβα αυτά επίσης εμφανίζονται και σε έρευνες που χρησιμοποιούν τριμηνιαία στοιχεία (Burgstahler και Eames 1997) καθώς και σε έρευνες που χρησιμοποιούν προβλέψεις αναλυτών για τα κέρδη (Degeorge, Patel και Zeckhauser 1997). Οι ερευνητές μελέτησαν αυτά τα στοιχεία ως αποδείξεις ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούν το Earnings Management για να αποφύγουν τη δημοσίευση αρνητικών αποτελεσμάτων, τη μείωση των κερδών ή την μη επίτευξη των προσδοκιών της αγοράς. Τέλος, οι McNichols και Wilson (1988) παρουσίασαν ως κίνητρο για Earnings Management την εξάλειψη υπερβολικών κερδών. Βρήκαν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι τα κέρδη μειώνονται όταν φθάνουν υπερβολικά υψηλά επίπεδα. Συνοπτικά, αυτοί οι έλεγχοι προσφέρουν πειστικά στοιχεία ότι κάποιες εταιρίες προβαίνουν σε Earnings Management όταν αναμένουν δημοσίευση ζημιών, μείωσης κερδών ή μη επίτευξης των προσδοκιών των επενδυτών.

Παράλληλα, υπάρχουν εμπειρικά στοιχεία που δείχνουν ότι η μείωση των κερδών και η ζημία συχνά “καλύπτεται”. Τα στοιχεία δείχνουν ότι 8% με 12% των εταιριών με μικρές μειώσεις κερδών προχωρούν σε Earnings Management ώστε να καταφέρουν να δημοσιεύσουν αύξηση κερδών. Ομοίως, 30% με 44% των εταιριών με μικρές ζημίες προβαίνουν σε Earnings Management ώστε να επιτύχουν δημοσίευση θετικών αποτελεσμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν ανεξάρτητα από τη μέθοδο Earnings Management που χρησιμοποιείται.

Υποθέτοντας ότι το κόστος ενός δεδομένου βαθμού Earnings Management είναι κατά προσέγγιση ανεξάρτητο από την μεταβολή στα πραγματικά κέρδη (ή το επίπεδο κερδών), τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δείχνουν ότι τα οριακά οφέλη του Earnings Management αυξάνονται απότομα, όταν αυτό χρησιμοποιείται για την εμφάνιση μικρών αυξήσεων αντί μικρών μειώσεων στα κέρδη.

Παρουσιάζουμε δύο θεωρίες:

Η πρώτη βασίζεται στο κόστος συναλλαγών με τους μετόχους, ενώ η δεύτερη βασίζεται στη θεωρία των προσδοκιών.

Η θεωρία του κόστους συναλλαγών βασίζεται σε δύο υποθέσεις:

• Η πρώτη υπόθεση αναφέρει ότι η πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη επηρεάζει τους όρους συναλλαγών μεταξύ της εταιρίας και των μετόχων της και, πιο συγκεκριμένα, οι όροι συναλλαγών είναι πιο ευνοϊκοί για τις εταιρίες με υψηλότερα παρά με χαμηλότερα κέρδη. Η υπόθεση ότι οι εταιρίες με υψηλότερα κέρδη αντιμετωπίζουν χαμηλότερο κόστος συναλλαγών με τους μετόχους είναι συνεπής και με την έρευνα των Cornell και Sharino (1987) οι οποίοι υποστήριξαν ότι η αξία των απαιτήσεων των μετόχων (η οποία σχετίζεται άμεσα με την αγοραία αξία της εταιρίας) είναι ευαίσθητη στην πληροφόρηση σχετικά με την χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας.

• Η δεύτερη υπόθεση υποστηρίζει ότι το κόστος της αποθήκευσης, ανάκτησης και επεξεργασίας της πληροφόρησης είναι αρκετά υψηλό έτσι ώστε τουλάχιστον κάποιοι μέτοχοι να καθορίζουν τους όρους συναλλαγών με την εταιρία βασιζόμενοι σε κάποια σημαντικά σημεία όπως τα μηδενικά επίπεδα κερδών ή μηδενικές αλλαγές στα κέρδη.

Μαζί οι δύο αυτές υποθέσεις υπονοούν ότι οι εταιρίες που δημοσιεύουν μείωση στα κέρδη (ή ζημίες) αντιμετωπίζουν σημαντικά υψηλότερα κόστη στις συναλλαγές με τους μετόχους από ότι αν η εταιρία είχε δημοσιεύσει αύξηση στα κέρδη.

Επομένως, αυτές οι υποθέσεις υπονοούν κίνητρα για αποφυγή μείωσης κερδών ή ζημιών. Τέλος, να σημειωθεί ότι το κόστος είναι υψηλότερο για ζημίες από ότι για μείωση κερδών, διότι η μείωση των κερδών συχνά μετριάζεται από διάφορες περιβάλλοντες καταστάσεις και μπορεί απλά να αντανακλά τη συνηθισμένη διακύμανση για μια εταιρία με σταθερή σειρά κερδών ή όταν η μείωση των κερδών απεικονίζει την επιστροφή στο συνηθισμένο επίπεδο κερδοφορίας μετά από μία ασυνήθιστα καλή χρονιά.

Η Επίδραση των Συμβολαίων

Μεγάλο μέρος της λογιστικής βιβλιογραφίας σχετικά με το Earnings Management εξετάζει τη σχέση του με τα συμβόλαια. Πολλά συμβόλαια βασίζονται σε λογιστικά νούμερα. Τέτοια είναι τα συμβόλαια αμοιβών των διευθυντικών στελεχών (Healy 1995, Gaver 1995, Holthausen 1995), τα συμβόλαια των εργαζομένων (Liberty και Zimmerman 1986), συμβόλαια με τους ορκωτούς ελεγκτές (Defond και Subramanyam 1995, Becker 1995), συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Demprey 1993) αλλαγές διευθυντικών στελεχών (Pourciau, 1993), σχέσεις μεταξύ μετόχων (Bowen 1995, Burgstahler και Dichev 1995) και τα συμβόλαια δανεισμού (Defond και Jambalvo 1994, Paek 1995). Συνολικά τα ευρήματα των παραπάνω ερευνών προσφέρουν υποστήριξη στην ύπαρξη Earnings Management σε αυτά τα πλαίσια συμβολαίων.

Συμβόλαια Δανεισμού Επιχείρησης

Τα συμβόλαια δανεισμού αποτελούν σημαντικό θέμα στην έρευνα της χρηματοοικονομικής λογιστικής αφού οι δανειστές χρησιμοποιούν συχνά τα λογιστικά νούμερα για να ελέγξουν τις δραστηριότητες της εταιρίας, για παράδειγμα απαιτώντας την επίτευξη συγκεκριμένης απόδοσης ή θέτοντας περιορισμούς στις επιτρεπόμενες επενδύσεις και στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Έτσι, συνάπτονται με τρόπο ώστε να εξασφαλίζεται ότι οι μάνατζερς δεν θα προβούν σε ενέργειες που θα ωφελήσουν τους μετόχους της εταιρίας σε βάρος των πιστωτών. Οι Watts και Zimmerman (1978) υποστήριξαν ότι τέτοια συμβόλαια δημιουργούν κίνητρα για Earnings Management διότι είναι πιθανό η προσπάθεια εντοπισμού του Earnings Management να κοστίζει για τους πιστωτές. Ο Bowen (1995) δημοσίευσε κίνητρα για δημοσίευση υψηλότερων κερδών αφού οι δανειστές προσφέρουν καλύτερους όρους, διότι είναι λιγότερο πιθανό η εταιρία να φαλιρίσει ή να καθυστερήσει τις πληρωμές των δανείων.

Οι όροι των συμβολαίων δανεισμού παρέχουν κίνητρο στους μάνατζερς να αυξήσουν τα κέρδη ώστε είτε να μειώσουν τους περιορισμούς στα συμβόλαια δανεισμού που βασίζονται στα λογιστικά νούμερα ή για να αποφύγουν το κόστος από την παραβίαση των όρων συμβολαίου. Έτσι, πολλές επιχειρήσεις κάνουν λογιστικές αλλαγές που αυξάνουν τα κέρδη τους ένα χρόνο πριν την παραβίαση των όρων συμβολαίου ενώ άλλες μετά την παραβίαση των όρων δανεισμού. Αυτό δείχνει ότι οι εταιρίες αυτές δεν προβαίνουν σε αυτές τις αλλαγές ειδικά για να αποφύγουν την παραβίαση των όρων δανεισμού. Παράλληλα, ενώ κάποια στοιχεία δείχνουν ότι οι μάνατζερς που προχωρούν σε πράξεις που αυξάνουν τα κέρδη καθυστερούν την αθέτηση των όρων των συμβολαίων δανεισμού (Sweeney (1994), Defond και Jambalvo (1994)), άλλες έρευνες δε δείχνουν κάτι τέτοιο (Beneish και Press (1993), DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1994)). Έτσι, δεν είναι ξεκάθαρο εάν τέτοιες πράξεις πραγματικά είναι ικανές να καθυστερήσουν την αθέτηση πληρωμής. Άρα η συχνότητα του Earnings Management για αυτό το λόγο είναι πολύ χαμηλή.

Συμβόλαια Αμοιβών του Management

Ένας καλός λόγος για τους μάνατζερς να προχωρήσουν σε Earnings Management είναι το πακέτο αμοιβών τους. Ο πρώτος που έδωσε αυτή την εξήγηση ήταν ο Healy (1985) ο οποίος υπενθύμισε ότι οι αμοιβές που εξαρτώνται από το ύψος των κερδών είναι ένας δημοφιλής τρόπος ανταμοιβής και αυτό αποτελεί κίνητρο για τους μάνατζερς να αυξάνουν τα κέρδη τους. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι McNichols και Wilson (1998). Επίσης, οι Holthausen, Larcker και Sloan (1995) χρησιμοποιώντας πιο πολύπλοκα δεδομένα κατάφεραν να βρουν ότι οι μάνατζερς που φθάνουν τη μέγιστη δυνατή αμοιβή τους, έπειτα μειώνουν τα δημοσιευμένα κέρδη μεταφέροντάς τα σε μελλοντικές χρήσεις οι οποίες ενδεχομένως να μην είναι ιδιαίτερα κερδοφόρες. Επίσης, άρθρα των Healy (1985), Gaver (1995) και των Holthausen, Larcker και Sloan (1995) παρέχουν στοιχεία ότι οι μάνατζερς μειώνουν τα δημοσιευμένα κέρδη ώστε να αυξήσουν την μελλοντική τους αμοιβή.

Τα στοιχεία των ερευνών δείχνουν ότι τουλάχιστον κάποιοι μάνατζερς προβαίνουν σε Earnings Management για αυξήσουν τα bonus τους ή να αυξήσουν την ασφάλεια για τη θέση τους. Παρόλα αυτά δεν υπάρχουν στοιχεία εάν αυτή η συμπεριφορά είναι ευρεία. Επίσης, δεν έχει γίνει έρευνα για το κατά πόσο το Earnings Management που οφείλεται στα συμβόλαια αμοιβών των μάνατζερς έχουν επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Earnings Management και Μερισματική Πολιτική

Η ανάγκη και οι ευκαιρίες για Earnings Management εξαρτώνται από τη δομή του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Οι Kasanen, Kinnunen και Niskanen (1996) στο άρθρο τους εξέτασαν ως κινήτρια δύναμη πίσω από το Earnings Management την εξομάλυνση της σειράς των μερισμάτων που εκδίδει η εταιρία και που αναμένουν οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές - μέτοχοι. Τα μερίσματα μπορούν νομικά να καταβληθούν μόνο από τα τρέχοντα κέρδη, πράγμα που δημιουργεί σχέση μεταξύ των δημοσιευμένων κερδών και των μερισματικών πληρωμών. Έτσι, αν τα πραγματικά κέρδη δεν είναι αρκετά υψηλά ώστε να εκπληρωθεί ο μερισματικός στόχος, υπάρχει κίνητρο για Earnings Management που θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών. Τα εμπειρικά ευρήματα υποστηρίζουν τη σημαντικότητα των μερισμάτων για τη στάση της εταιρίας απέναντι στο Earnings Management.

Συχνά, σε πολλές αγορές εξαιτίας της ύπαρξης αδύνατης χρηματιστηριακής αγοράς και συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας, οι εταιρίες αναμένεται να διανέμουν μία σταθερή σειρά μερισμάτων στους ισχυρούς θεσμικούς μετόχους τους. Αυτή η πίεση δημιουργεί κίνητρο για αύξηση του Earnings Management αν τα πραγματικά κέρδη είναι χαμηλότερα από αυτά που θα πρέπει να δημοσιευτούν ώστε να επιτευχθεί ο στόχος των μερισμάτων. Ωστόσο, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το ποσοστό φορολογίας το οποίο μπορεί να είναι υψηλό, καθώς και το γεγονός ότι το φορολογητέο εισόδημα συνδέεται με τα δημοσιευμένα κέρδη. Το κόστος της φορολογίας δημιουργεί κίνητρο για Earnings Management προς τα κάτω γενικά, και ειδικότερα όταν τα πραγματικά κέρδη είναι υψηλότερα από ότι θα πρέπει να δημοσιευτούν ώστε να εκπληρωθεί ο στόχος της μερισματικής πολιτικής. Η λογική εξήγηση πίσω από το Earnings Management που βασίζεται στα μερίσματα προκύπτει από τους παρακάτω παράγοντες που σχετίζονται με το χρηματιστήριο και το νομοθετικό περιβάλλον.

Οι λόγοι για σταθερή ζήτηση μερισμάτων είναι οι ακόλουθοι:

- Ø Σε αδύνατες Χρηματιστηριακές Αγορές η πώληση μεγάλου αριθμού μετοχών είναι δύσκολη λόγω της έλλειψης ρευστότητας και της πιθανότητας έντονης αντίδρασης της τιμής της μετοχής.
- Ø Σε μία οικονομία όπου υπάρχουν μεγάλοι όμιλοι εταιριών οι οποίοι έχουν αναπτύξει έντονο ανταγωνισμό μεταξύ τους και διοικούνται από μεγάλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, οι ιδιοκτήτες αυτών των οργανισμών είναι απρόθυμοι να χάσουν τον έλεγχο των στρατηγικών τους μετοχών από άλλους ομίλους πουλώντας αυτές τις μετοχές.
- Ø Οι ιδιοκτήτες των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων χρειάζονται μερίσματα σε μετρητά τόσο για να χρηματοδοτήσουν τις ετήσιες λειτουργίες όσο και για ρυθμιστικούς λόγους (τα απραγματοποίητα κεφαλαιακά κέρδη γενικά δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ώστε να αυξηθεί η κεφαλαιακή βάση).

Η Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο

Οι Burgstahler, Hail και Leuz (2003) υποστήριξαν ότι οι εισηγμένες εταιρίες αντιμετωπίζουν διαφορετικές πιέσεις από την κεφαλαιαγορά καθώς και διαφορετικές απαιτήσεις για λογιστική πληροφόρηση από ότι οι μη εισηγμένες εταιρίες. Στην πράξη, στη σκιά των κατά καιρούς λογιστικών σκανδάλων, συχνά υποστηρίζεται ότι οι κεφαλαιαγορές δημιουργούν και υπερτονίζουν τα κίνητρα για Earnings Management. Σε συμφωνία με αυτή την άποψη, οι Beatty και Harris (1999) και ο Beatty (2002) παρουσίασαν στοιχεία για τον τραπεζικό κλάδο υποστηρίζοντας ότι οι εισηγμένες τράπεζες προβαίνουν σε μεγαλύτερο βαθμό Earnings Management. Ωστόσο, μια διαφορετική υπόθεση είναι ότι η ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση και ο σκεπτικισμός των εξωτερικών επενδυτών περιορίζει τα κίνητρα για Earnings Management. Οι Ball και Shivakumar (2002) υποστηρίζουν παρουσιάζοντας στοιχεία για τη Μεγάλη Βρετανία ότι η ζήτηση για υψηλής ποιότητας κερδών είναι πιθανό να είναι χαμηλότερη για μη εισηγμένες εταιρίες.

Τα αποτελέσματα των Burgstahler, Hail και Leuz (2003) δείχνουν σημαντική διακύμανση στο επίπεδο του Earnings Management μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών, παρά τις εκτεταμένες προσπάθειες εναρμόνισης. Βρέθηκε ότι το Earnings Management είναι περισσότερο διεισδυτικό στις μη εισηγμένες εταιρίες και στις χώρες με μικρή προστασία των επενδυτών και αδύνατα νομικά συστήματα. Χώρες οι οποίες έχουν νομικά συστήματα που μοιάζουν με αυτά της Γερμανίας και της Γαλλίας παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα Earnings Management από ότι οι σκανδιναβικές και οι βρετανικές εταιρίες τόσο για τις εισηγμένες όσο και για τις μη εισηγμένες. Τα ευρήματα αυτά πιστοποιούν ότι το θεσμικό περιβάλλον επηρεάζει κάποια στοιχεία που διαμορφώνουν τα κέρδη για όλες τις εταιρίες με τον ίδιο τρόπο.

Οι φορολογικοί κανόνες εμφανίζονται να έχουν μεγαλύτερη επίπτωση στις μη εισηγμένες εταιρίες ενώ τα λογιστικά πρότυπα τα οποία σχεδιάστηκαν ώστε να κάνουν τα κέρδη περισσότερο αντικειμενικά, έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις εισηγμένες εταιρίες. Ωστόσο, τα κίνητρα που προκύπτουν από την κεφαλαιαγορά και από το θεσμικό πλαίσιο εξηγούν ένα σημαντικό ποσοστό της διακύμανσης στο Earnings Management μεταξύ των εισηγμένων και μη εισηγμένων ευρωπαϊκών εταιριών.

Η βασική διαφορά μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιριών είναι η δυνατότητα απόκτησης κεφαλαίων μέσω της διάθεσης χρεογράφων στο κοινό. Οι

εισηγμένες εταιρίες υπόκεινται σε προσεκτική εξέταση από τους εξωτερικούς επενδυτές. Καθώς οι επενδυτές αυτοί δεν έχουν πρόσβαση σε ιδιωτική εταιρική πληροφόρηση, η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο δημιουργεί ζήτηση για αποκαλύψεις και ορθές χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, οι εξωτερικοί επενδυτές είναι γνώστες των πιθανών διαμαχών μεταξύ των συμφερόντων τους και αυτών που βρίσκονται μέσα στην εταιρία. Έτσι, είναι πιθανόν να απαιτήσουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου εάν η εταιρία δεν έχει διαθέσιμη την πληροφόρηση που τους επιτρέπει να ελέγξουν τις απαιτήσεις τους.

Αντίθετα, οι μη εισηγμένες εταιρίες έχουν σχετικά πιο συγκεντρωμένες δομές ιδιοκτησίας και έτσι είναι περισσότερο σε θέση να μεταδώσουν αποτελεσματικά πληροφόρηση μέσω ιδιωτικών καναλιών. Έτσι, είναι λιγότερο σημαντικό τα δημοσιευμένα κέρδη να αποτελούν ένα καλό δείκτη της απόδοσης της εταιρίας, πράγμα που επιτρέπει στα κέρδη να έχουν ένα διαφορετικό ρόλο από ότι στις εισηγμένες εταιρίες. Για παράδειγμα, κέρδη μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τον καθορισμό των μερισμάτων και τις πληρωμές στους ιδιοκτήτες της εταιρίας. Ο Ball (2000) υποστηρίζει ότι αυτές οι χρήσεις είναι πιθανόν να κάνουν τα κέρδη λιγότερα πληροφοριακά σχετικά με την απόδοση της εταιρίας.

Ωστόσο, ακόμη και για τις μη εισηγμένες εταιρίες, τα κέρδη εξακολουθούν να εξυπηρετούν πληροφοριακούς σκοπούς. Οι μη εισηγμένες εταιρίες βασίζονται ως επί το πλείστον στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού από τις τράπεζες και το κράτος και χρησιμοποιούν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ώστε να στηρίξουν τέτοια συμβόλαια δανεισμού. Έτσι, τέτοιες ιδιωτικές συμφωνίες δανεισμού είναι πιθανόν να παρέχουν επιπλέον κίνητρα για Earnings Management αφού οι εταιρίες μπορεί να εξομαλύνουν τα κέρδη ώστε να μειώσουν τον κίνδυνο που αντιλαμβάνονται οι πιστωτές της εταιρίας (Trueman και Titman 1988). Επίσης, ο κίνδυνος παρέμβασης από τους δανειστές και η επακόλουθη απώλεια των ωφελειών από τον ιδιωτικό έλεγχο μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα για Earnings Management (Fudenberg και Tirole 1995).

Με βάση τα παραπάνω οι μη εισηγμένες εταιρίες είναι περισσότερο πιθανό να προβούν σε Earnings Management από ότι οι εισηγμένες εταιρίες. Τα Χρηματιστήρια επίσης δημιουργούν κίνητρα για Earnings Management σε συγκεκριμένες περιπτώσεις. Για παράδειγμα, οι εταιρίες μπορεί να προχωρήσουν σε Earnings Management ώστε να επαληθεύσουν τις προσδοκίες της κεφαλαιαγοράς όπως αναμένονται από τις προβλέψεις των αναλυτών. Ένα άλλο επιχείρημα είναι ότι οι μικροί επενδυτές στα Χρηματιστήρια μπορεί να στηριχθούν περισσότερο σε απλά νούμερα όπως είναι οι στόχοι κερδών, πράγμα που οδηγεί τις εισηγμένες εταιρίες να προβαίνουν σε Earnings Management για να υπερκαλύψουν αυτούς τους στόχους (Beatty 2002). Επομένως, είναι τελικά ένα εμπειρικό ερώτημα το εάν οι εισηγμένες ή οι μη εισηγμένες εταιρίες προβαίνουν περισσότερο σε Earnings Management.

Διαφορές στο Θεσμικό Περιβάλλον

Μία άλλη μεταβλητή είναι οι διαφορές στο θεσμικό περιβάλλον. Οι χώρες διαφέρουν στον τρόπο που διοχετεύουν τα κεφάλαια στις επενδυτικές ευκαιρίες, στον τρόπο που προστατεύουν τους επενδυτές καθώς και στον τρόπο που μειώνουν την ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ αυτών που δανείζουν τα χρήματά τους και αυτών που χρηματοδοτούνται. Σε ένα ανοιχτό σύστημα όπως αυτό της Μεγάλης Βρετανίας, οι εταιρίες στηρίζονται κυρίως στο δημόσιο δανεισμό ή στα Χρηματιστήρια για την απόκτηση κεφαλαίων. Η εταιρική ιδιοκτησία έχει μεγάλη

διασπορά και οι επενδυτές δεν έχουν αρκετά μεγάλη πρόσβαση στην πληροφόρηση. Ωστόσο, προστατεύονται από ρητά συμβόλαια και εκτεταμένα δικαιώματα επενδυτών, τα οποία υποστηρίζονται από το νομικό σύστημα (La Porta 1998, 2000). Ο δημόσιος δανεισμός και οι χρηματιστηριακές αγορές παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στον έλεγχο αυτών που βρίσκονται μέσα στην εταιρία. Συνεπώς, η δημόσια πληροφόρηση σχετικά με την εταιρία είναι κρίσιμη αφού επιτρέπει στους επενδυτές να ελέγξουν τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις τους και να ασκήσουν τα δικαιώματά τους.

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές στο Earnings Management μεταξύ διαφορετικών τύπων αγορών. Οι ανοικτές οικονομίες με τις μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές, τη μεγάλη διασπορά στην ιδιοκτησία, τα ισχυρά δικαιώματα των επενδυτών και την πολύ καλή νομική προστασία (π.χ. Η.Π.Α. και Μεγάλη Βρετανία) εμφανίζουν το μικρότερο βαθμό Earnings Management. Αντίθετα, οι κλειστές οικονομίες με λιγότερο ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, με συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, αδύναμα συμφέροντα μετόχων και με αδύναμο νομοθετικό πλαίσιο, εμφανίζουν το υψηλότερο επίπεδο του Earnings Management. Καλύτερη νομική προστασία των επενδυτών συνεπάγεται λιγότερο Earnings Management διότι αυτοί που βρίσκονται μέσα στην εταιρία απολαμβάνουν λιγότερα ιδιωτικά οφέλη και έτσι έχουν χαμηλότερα κίνητρα για να κρύψουν την απόδοση της εταιρίας από τους εξωτερικούς επενδυτές.

Οι λογιστικοί κανόνες μπορούν να περιορίσουν την ικανότητα των μάντζερς να παραποιούν τα δημοσιευμένα κέρδη. Όμως, ο βαθμός στον οποίο οι λογιστικοί κανόνες επηρεάζουν τα δημοσιευμένα κέρδη και περιορίζουν το Earnings Management εξαρτάται από το πόσο καλά εφαρμόζονται οι κανόνες αυτές. Οι χώρες που έχουν ισχυρότερη προστασία, αναμένεται να θεσπίσουν και να επιβάλλουν νόμους οι οποίοι περιορίζουν το Earnings Management στη λογιστική πληροφόρηση που δημοσιεύεται.

Ο Βαθμός Ελέγχου που ασκεί το Management

Ο Ma (1988) έδειξε ότι ο βαθμός του ελέγχου που το management έχει στην εταιρία επηρεάζει το βαθμό εξομάλυνσης των κερδών (Income Smoothing). Διάφορες μελέτες (Monsen, Chiu και Cooley 1968, Lerner 1971, Smith 1976, Koch 1981, Kamín και Ronen 1983) απέδειξαν ότι οι εταιρίες που ελέγχονται από το management δημοσίευσαν σχετικά περισσότερο εξομαλυσμένη σειρά κερδών και είχαν χαμηλότερο συστηματικό κίνδυνο από ότι οι εταιρίες που ελέγχονταν από την ιδιοκτησία τους. Επίσης, οι Dempsey, Hunt και Schroeder (1993) βρήκαν σημαντικά επίπεδα Earnings Management στις περιπτώσεις όπου οι μάντζερς δεν ήταν ταυτόχρονα και οι ιδιοκτήτες.

Επίσης, οι Carlson και Bathala (1997) ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ των διαφορετικών μορφών ιδιοκτησίας και της εξομάλυνσης των κερδών (Income Smoothing) και εντόπισαν διάφορους παράγοντες που μπορεί να επιδράσουν. Για παράδειγμα, η σχέση του μάντζερ με την ιδιοκτησία της εταιρίας, η ξένη χρηματοδότηση, η συμμετοχή μεγάλων θεσμικών επενδυτών, η διασπορά των μετοχών, η κερδοφορία και το μέγεθος της εταιρίας. Επίσης, ο Koch (1981) έδειξε ότι η εξομάλυνση των κερδών λαμβάνει μεγαλύτερη έκταση όταν έχουμε διασπορά της ιδιοκτησίας.

Τέλος, σύμφωνα με τον Arya (1998) το Earnings Management μειώνει τις επεμβάσεις της ιδιοκτησίας σε αποφάσεις που κανονικά αφήνονται στον μάντζερ.

Για παράδειγμα, όταν η βραχυπρόθεσμη απόδοση είναι φτωχή και αυτό αποκαλύπτεται στον ιδιοκτήτη (ή στο συμβούλιο των διευθυντών) αυτός μπορεί να αναλάβει μεγαλύτερο ρόλο στις καθημερινές λειτουργίες της εταιρίας, συμμετέχοντας σε αποφάσεις που κανονικά αφήνονται στον μάνατζερ. Σε αυτή την περίπτωση είναι καλύτερα για το μάνατζερ να προβαίνει σε Earnings Management γιατί αυτό μειώνει τις υπερβολικές επεμβάσεις στη λειτουργία της εταιρίας.

Η Επιρροή των Τρίτων προς την Εταιρία

Ο Bowen (1995) και ο Titman (1984) δημοσίευσαν κίνητρα για Earnings Management που σχετίζονται με τρίτους όπως είναι οι εργαζόμενοι, οι πελάτες και έχουν στόχο να επηρεάσουν θετικά τους όρους συναλλαγών μεταξύ της εταιρίας και αυτών. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι παρακάτω:

Ϊ Οι πελάτες οι οποίοι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τα αγαθά γιατί η εταιρία θεωρείται ότι είναι περισσότερο αξιόπιστη σχετικά με τις εγγυήσεις και την παροχή συμφωνημένων υπηρεσιών. Η μείωση των κερδών μπορεί να έχει κάποια αρνητική επίδραση στις εκτιμήσεις των πελατών για την πιθανότητα η εταιρία να είναι συνεπής με τις υποχρεώσεις της.

Ϊ Όμοια, οι προμηθευτές προσφέρουν καλύτερους όρους, διότι είναι περισσότερο πιθανό η εταιρία να πληρώσει για τρέχουσες αγορές της, ενώ παράλληλα είναι περισσότερο πιθανό να προβεί σε μεγάλες μελλοντικές αγορές.

Ϊ Ακόμη, πολύτιμοι εργαζόμενοι είναι λιγότερο πιθανό είτε να φύγουν είτε να απαιτήσουν υψηλότερους μισθούς για να παραμείνουν. Ταυτόχρονα, όμως, υπάρχουν επίσης παράγοντες που συνεπάγονται αντικίνητρα για τη δημοσίευση υψηλότερων κερδών, όπως για παράδειγμα οι εταιρίες που προχωρούν σε διαπραγματεύσεις με τα εργατικά σωματεία για τους μισθούς (DeAngelo et al., 1994) ή προκειμένου να πείσουν τα εργατικά σωματεία να αποδεχτούν πάγωμα μισθών.

Επιπλέον, σύμφωνα με τον Demski (1998), ο μάνατζερ που εργάζεται σκληρά μπορεί καλύτερα να διαχειριστεί την επιχείρηση καθώς και να προβλέψει τα μελλοντικά κέρδη. Ο μάνατζερ δείχνει τις προβλεπτικές του ικανότητες, και επομένως και τη σκληρή του εργασία στον ιδιοκτήτη μέσω της εξομάλυνσης των κερδών. Επειδή η εξομάλυνση των κερδών είναι μια πληροφοριακή μεταβλητή μπορεί να μειώσει το κόστος υποκίνησης του μάνατζερ να δουλέψει.

Σύμφωνα με το Demski είναι δύσκολο για το μάνατζερ που δε δουλεύει σκληρά να εξομαλύνει τα κέρδη. Στην πραγματικότητα, ο Demski επιβεβαιώνει αυτό που ο Sunder (1997) ονομάζει "The Conservation of Income": Το άθροισμα των λογιστικών κερδών κατά τη διάρκεια της ζωής της εταιρίας δεν επηρεάζεται από λογιστικές επιλογές. Για να επιτευχθεί καλή εξομάλυνση των κερδών, ο μάνατζερ θα πρέπει να είναι καλός στην πρόβλεψη αυτών και αυτό απαιτεί σκληρή δουλειά.

Η άποψη του Demski επίσης φαίνεται να είναι συνεπής με τα στοιχεία σχετικά με τις προβλέψεις των αναλυτών. Όταν τα κέρδη μιας εταιρίας είναι χαμηλότερα από τις προβλέψεις των αναλυτών ακόμη και για ένα πολύ μικρό ποσό, υπάρχει μια πολύ μεγάλη αρνητική αντίδραση της τιμής της μετοχής. Αυτή η δυσανάλογη αντίδραση μπορεί να αντανάκλα τη μειωμένη εμπιστοσύνη της αγοράς στις ικανότητες του μάνατζερ. Η αγορά μπορεί να πιστεύει ότι μόνο ένας εξαιρετικός (expert) μάνατζερ μπορεί να επαληθεύσει την πρόβλεψη προχωρώντας σε Earnings Management, επηρεάζοντας τις προσδοκίες των αναλυτών ή επιτυγχάνοντας υψηλή απόδοση.

Earnings Management με Σκοπό τη Μείωση των Κερδών

Εκτός από την περίπτωση των bonus ως μορφή αποζημίωσης όπου τα στοιχεία δείχνουν ότι οι μάντζερς μειώνουν τα τρέχοντα δημοσιευμένα κέρδη ώστε να αυξήσουν την μελλοντική τους αποζημίωση, πολλά από τα στοιχεία σε προηγούμενες έρευνες επάνω στο Earnings Management για μείωση κερδών καταλήγουν ότι οι μάντζερς ελαττώνουν τα κέρδη σε μία προσωρινή βάση ώστε να αυξήσουν την διαπραγματευτική τους ικανότητα απέναντι στα εργατικά σωματεία. Επίσης, έχει αποδειχθεί ότι χαμηλότερα δημοσιευμένα κέρδη μειώνουν την πιθανότητα μεταφοράς πλούτου (Watts και Zimmerman (1978)). Παράλληλα, οι Liberty και Zimmerman (1986) ερεύνησαν τα κίνητρα μείωσης των κερδών σε περιόδους γύρω από διαπραγματεύσεις για συγχώνευση, ενώ ο DeAngelo (1996) ερεύνησε τα κίνητρα μείωσης των κερδών σε περιόδους γύρω από διαπραγματεύσεις για management buyouts. Η ισχύς των ελέγχων σε αυτές τις έρευνες είναι χαμηλή αφού τα δείγματα είναι μικρά, και τα στοιχεία δεν καταλήγουν πάντα σε συμπέρασμα. Οι Liberty και Zimmerman (1986) και ο DeAngelo (1996) δεν βρήκαν στοιχεία ύπαρξης Earnings Management για μείωση των κερδών.

Πολιτικές Πιέσεις

Πολλές πρόσφατες έρευνες (Jones 1991, Cahan 1992, Cahan 1997, Han και Wang 1998) αποδεικνύουν ότι οι εταιρίες προχωρούν σε Earnings Management ώστε να δημοσιεύσουν χαμηλότερα κέρδη σε περιόδους αυξημένης πολιτικής έκθεσης. Ωστόσο, οι περισσότερες από αυτές τις έρευνες τείνουν να υποθέτουν ότι όλες οι εταιρίες του δείγματος αντιμετωπίζουν τα ίδια πολιτικά κόστη. Ωστόσο, ο Cahan (1997) υποστηρίζει ότι το επίπεδο του πολιτικού κόστους μπορεί να διαφέρει μεταξύ των εταιριών και επομένως ο βαθμός του Earnings Management θα πρέπει επίσης να αναμένεται να διαφέρει από εταιρία σε εταιρία.

Άλλες έρευνες υποστηρίζουν ότι το Earnings Management χρησιμοποιείται ως εργαλείο ώστε να μειωθεί η ευαισθησία στην πολιτική πίεση (Patten 1992, Blacconiere και Patten 1994, Walden και Schwartz 1997). Επιπλέον, οι Deegan και Rankin (1996) και Patten (2000,2002) έδειξαν ότι οι εταιρίες εμφανίζονται να χρησιμοποιούν το Earnings Management προκειμένου να μειώσουν τον αρνητικό αντίκτυπο από τις επιπτώσεις της λειτουργίας τους στο περιβάλλον. Ενδιαφέρον είναι και το άρθρο των Hang και Wang (1998) οι οποίοι βρήκαν ότι οι πετρελαϊκές εταιρίες χρησιμοποίησαν το Earnings Management για να μειώσουν τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια του πολέμου στον κόλπο με σκοπό να αποφύγουν τις πολιτικές συνέπειες από τα υψηλότερα κέρδη που οφείλονταν στις αυξημένες λιανικές τιμές.

Ωστόσο, επειδή οι εταιρίες έχουν λόγο να μη μειώσουν τα δημοσιευμένα κέρδη τους αναμένουμε ότι αυτές οι εταιρίες που διαθέτουν και άλλα εργαλεία – στρατηγικές (το Earnings Management είναι ένα τέτοιο εργαλείο) ώστε να αντιμετωπίσουν την πολιτική έκθεση, θα εμφανίσουν μικρότερης έκτασης Earnings Management.

Earnings Management και Προβληματικές Εταιρίες

Σε πολλά άρθρα μελετώνται οι λογιστικές επιλογές των προβληματικών εταιριών στα 1990's, μεταξύ αυτών και των Healy και Palepu (1990), Jones (1991), Beneish και Press (1993), Sweeney (1994), DeAngelo (1994), Defond και Jiambalvo (1994), Dichev και Skinner (2001), Beneish (2002). Τα στοιχεία αυτών των ερευνών σχετικά με τις λογιστικές επιλογές των προβληματικών εταιριών είναι ανάμικτα και δεν

καταλήγουν κάπου. Κάποιοι ερευνητές βρήκαν ότι οι λογιστικές επιλογές των μάνατζερς συστηματικά αυξάνουν τα δημοσιευμένα κέρδη. Ειδικότερα, οι DeFond και Jiambalvo (1994) υποστήριξαν ότι οι μάνατζερς προβαίνουν σε Earnings Management ώστε να εμποδίσουν την αθέτηση κάποιας υποχρέωσης. Η Sweeney (1994) ερεύνησε 130 περιπτώσεις αθέτησης υποχρεώσεων. Βρήκε ότι οι εταιρίες αυτές προβαίνουν σε μεγαλύτερο αριθμό λογιστικών επιλογών που αυξάνουν το εισόδημα πριν από το γεγονός της αθέτησης από ότι οι υπόλοιπες εταιρίες του ίδιου μεγέθους και κλάδου. Ωστόσο ελέγχοντας ένα δείγμα εταιριών με διαθέσιμα στοιχεία για όρους στα συμβόλαια δανεισμού, βρήκε ότι οι λογιστικές επιλογές των μάνατζερς δεν ήταν αποτελεσματικές στην αποφυγή της αθέτησης. Οι Healy και Palepu (1990) επίσης έλεγξαν εταιρίες που επέλεξαν να παραβιάσουν τους όρους δανεισμού αλλά τα αποτελέσματά τους δεν κατέληξαν σε συμπέρασμα.

Παράλληλα, υπάρχουσες θεωρίες σχετικά με τις προβληματικές εταιρίες που αντιμετωπίζουν συστηματικά προβλήματα στα κέρδη προβλέπουν ότι οι λογιστικές επιλογές των μάνατζερς αναμένεται να αυξάνουν το εισόδημα για λόγους ασφάλειας της θέσης των μάνατζερς, και/ή εταιρίες που είναι κοντά στην παραβίαση των όρων δανεισμού θέλουν να αποφύγουν ή να καθυστερήσουν μια τέτοια περίπτωση. Από την άλλη μεριά υπάρχουν επίσης στοιχεία ότι μπορεί να έχουμε μείωση του εισοδήματος.

Ένας από τους κύριους λόγους για μείωση των κερδών είναι η κακή χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών πράγμα που αντανάκλα την πραγματική οικονομική απόδοση. Η πραγματική τους οικονομική κατάσταση δε μπορεί να αλλάξει εάν τα προβλήματά τους συνεχίζονται. Επιπλέον, οι μάνατζερς μπορεί να επιλέξουν να δημοσιεύσουν χαμηλότερα κέρδη ως αποτέλεσμα του προσεκτικού ελέγχου από τους ορκωτούς ελεγκτές και τους δανειστές, σε μία προσπάθεια για Earnings Bath, ή σε μία προσπάθεια να κερδίσουν την υποστήριξη από τα εργατικά σωματεία. Οι ορκωτοί ελεγκτές μπορεί να πιέσουν τους μάνατζερς να είναι συντηρητικοί σε σχέση με τα κέρδη απειλώντας τους με έκδοση ενός άσχημου πιστοποιητικού. Εάν τα λογιστικά τους πρότυπα δεν είναι συντηρητικά, οι ορκωτοί ελεγκτές μπορεί να μηνυθούν εάν οι πελάτες τους πτωχεύσουν. Από την άλλη πλευρά, οι δανειστές ασκούν επίσης προσεκτικό έλεγχο στις προβληματικές εταιρίες. Σε κάθε προσπάθεια αύξησης των δημοσιευμένων κερδών, οι μάνατζερς θα χάσουν της αξιοπιστία από τους δανειστές και επομένως θα διακινδυνεύσουν σημαντικές χρηματοοικονομικές πηγές σε κρίσιμες χρονικές περιόδους.

Νομοθετικά Κίνητρα

Σχεδόν όλοι οι κλάδοι εταιριών ελέγχονται σε κάποιο βαθμό από τη νομοθεσία. Ωστόσο, σε κάποιους συγκεκριμένους κλάδους - όπως είναι οι τράπεζες, οι ασφάλειες, και οι υπηρεσίες - ο έλεγχος συνδέεται με λογιστικά δεδομένα. (κεφαλαιακή επάρκεια, χρηματοοικονομική κατάσταση κλπ.). Τέτοιοι κανονισμοί δημιουργούν συχνά κίνητρα για Earnings Management.

Ένα άλλο κίνητρο χρήσης του Earnings Management είναι οι πιθανές νομικές κυρώσεις παράνομων δραστηριοτήτων μιας εταιρίας ή ενός κλάδου. Για παράδειγμα, τεράστια κέρδη μπορεί να είναι σημάδι ύπαρξης μονοπωλίου ή παράνομων δραστηριοτήτων. Επίσης, πολύ υψηλά κέρδη δείχνουν ότι η εταιρία έχει τη δυνατότητα πληρωμής για καταστροφές που προκάλεσε όπως είναι η μόλυνση του περιβάλλοντος.

Ωστόσο, τα στοιχεία που προκύπτουν από έρευνες σχετικά με τη συχνότητα του Earnings Management που οφείλεται σε νομοθετικούς λόγους είναι δύσκολο να ερμηνευτούν. Και αυτό γιατί συνήθως ο αριθμός των εταιριών των δειγμάτων στις παραπάνω έρευνες είναι σχετικά μικρός. Επίσης, μια ερώτηση που δεν έχει απαντηθεί από αυτές τις έρευνες είναι εάν τα νομοθετικά κίνητρα για Earnings Management επηρεάζουν μόνο τον περιορισμένο αριθμό των εταιριών του δείγματος ή ένα ευρύτερο κομμάτι της οικονομίας. Επίσης, δεν υπάρχουν άμεσες αποδείξεις για το πώς αντιδρούν οι επενδυτές στο Earnings Management που οφείλεται σε νομοθετικούς λόγους.

Το Μέγεθος της Εταιρίας

Οι Rutledge και Robert (1995) υποστήριξαν ότι οι μανάτζερς μεγάλων (πολυεθνικών) εταιριών τείνουν να υιοθετούν αλλά και να πιέζουν για ψήφιση λογιστικών κανόνων που παράγουν μειωμένα κέρδη. Κι αυτό διότι αφού χαμηλότερα κέρδη προκαλούν αύξηση των ταμειακών ροών καθώς και των τιμών των μετοχών μέσω της μειωμένης φορολογίας. Επίσης, χαμηλότερα κέρδη συνεπάγονται και μείωση του πολιτικού κόστους. Η συνδυασμένη αύξηση των ταμειακών ροών λόγω μείωσης των φόρων και του πολιτικού κόστους έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερες τιμές μετοχών, υποθέτοντας ότι η κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική. Οι μανάτζερς δε χάνουν από τη μείωση των δημοσιευμένων κερδών, επειδή το Συμβούλιο των Διευθυντών προεξοφλεί κάθε αλλαγή στα κέρδη που σχετίζεται μόνο με αλλαγές στις λογιστικές μεθόδους. Επίσης, οι μανάτζερς αποκομίζουν κέρδη από την αύξηση της τιμής της μετοχής επειδή όροι του συμβολαίου αμοιβής τους συνδέουν την αμοιβή τους όχι με τα δημοσιευμένα κέρδη της εταιρίας αλλά με την μεταβολή της τιμής της μετοχής.

Αντίθετα, οι μανάτζερς μικρών εταιριών τείνουν να υιοθετούν λογιστικές μεθόδους που οδηγούν σε αύξηση των δημοσιευμένων κερδών λόγω του οφέλους που αναμένουν από τους όρους των συμβολαίων τους, που συνδέουν την αμοιβή τους με τα κέρδη της εταιρίας. Επίσης, από το παρόν άρθρο προκύπτει ότι οι εταιρίες που υιοθετούν λογιστικές μεθόδους που οδηγούν σε αύξηση κερδών είναι μικρότερου μεγέθους (πωλήσεις και περιουσιακά στοιχεία), έχουν ζημίες από συναλλαγματικές διαφορές, είναι λιγότερο εντάσεως κεφαλαίου και έχουν μικρότερο δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια σε σχέση με τις εταιρίες που προτιμούν να υιοθετούν λογιστικές μεθόδους που μειώνουν τα δημοσιευμένα κέρδη.

**5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΣΧΕΣΗ
ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ & EARNINGS MANAGEMENT**
**Το Πληροφοριακό Περιεχόμενο των Τιμών των Μετοχών
(Stock Price Informativeness)**

Στο άρθρο του ο Zarowin (2002) προσπαθεί να απαντήσει στο ερώτημα κατά πόσο το Earnings Management αυξάνει το πληροφοριακό περιεχόμενο των τιμών των μετοχών (stock price informativeness), όπου πληροφοριακό περιεχόμενο της τιμής της μετοχής ορίζεται ως το σύνολο των πληροφοριών για τα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές που αντανακλώνται στις τρέχουσες αποδόσεις των μετοχών. Αυτό είναι ένα σημαντικό ερώτημα προς απάντηση επειδή η επίδραση και τα αποτελέσματα του Earnings Management στην αποτελεσματικότητα της τιμής της μετοχής και την κατανομή των πόρων είναι σε μεγάλο βαθμό άγνωστα. Όπως σημειώνουν οι Healy και Wahlen (2000) η έκταση στην οποία το Earnings Management χρησιμοποιείται για να βελτιώσει την επικοινωνία ή για να παραπλανήσει τους επενδυτές, και η έκταση στην οποία οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορούν να δουν μέσα από το Earnings Management ή αποτυγχάνουν να το κάνουν, είναι ερωτήματα προς εξέταση.

Η σχέση μεταξύ Earnings Management και πληροφοριακού περιεχομένου των μετοχών (stock price informativeness) είναι σημαντική τόσο για τους ακαδημαϊκούς όσο και για τους πολιτικούς γιατί σχετίζεται με το συνεχές ερώτημα πόση ικανότητα για Earnings Management πρέπει να έχουν οι εταιρίες. Όπως επισημαίνει ο Schipper (1989) τα αποτελέσματα των ερευνών δεν έχουν διευκρινίσει κατά πόσο κάποια αλλαγή στην έκταση του Earnings Management μπορεί να προσθέσει περισσότερη πληροφόρηση στα λογιστικά κέρδη.

Στη λογιστική βιβλιογραφία υπάρχουν δύο αντίθετες υποθέσεις σχετικά με τα αποτελέσματα του Earnings Management στο πληροφοριακό περιεχόμενο των τιμών των μετοχών.

Ø Η πρώτη υπόθεση υποστηρίζει ότι η εξομάλυνση των κερδών θολώνει την πληροφόρηση και έτσι κάνει τις τιμές των μετοχών λιγότερο κατατοπιστικές (informative). Σε αυτή την περίπτωση η εξομάλυνση των κερδών συνεπάγεται την ενσωμάτωση λιγότερης πληροφόρησης σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές στις τρέχουσες τιμές μετοχών, υπονοώντας έτσι ότι η εξομάλυνση είναι επιζήμια για τους επενδυτές.

Ø Η δεύτερη υπόθεση υποστηρίζει ότι οι μάνατζερς χρησιμοποιούν την εξομάλυνση των κερδών ώστε να αποκαλύψουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία της εταιρίας (Ronen και Sadan, (1981), Chaney και Lewis, (1995) και Kirschenheiter και Melumad, (2002)). Επομένως, η εξομάλυνση των κερδών συνεπάγεται την ενσωμάτωση περισσότερης πληροφόρησης σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές στις τρέχουσες τιμές μετοχών, υπονοώντας ότι η εξομάλυνση των κερδών σε αυτή την περίπτωση είναι ωφέλιμη για τους επενδυτές.

Οι δύο διαφορετικές υποθέσεις προχωρούν σε διαμετρικά αντίθετες προβλέψεις, και η σχέση μεταξύ της εξομάλυνσης των κερδών και του πληροφοριακού περιεχομένου των τιμών των μετοχών είναι εν τέλει ένα εμπειρικό ερώτημα. Είναι σχεδόν σίγουρο ότι και οι δύο απόψεις επαληθεύονται από την πραγματικότητα. Στο

άρθρο του ο Zarowin (2002) εξετάζει ποια υπόθεση είναι κατά μέσο όρο περισσότερο ακριβής. Το αποτέλεσμα της έρευνας είναι ότι η εξομάλυνση των κερδών συνδέεται με περισσότερο κατατοπιστικές (informative) τιμές μετοχών, υπονοώντας ότι οι μάνατζερς χρησιμοποιούν την εξομάλυνση των κερδών ώστε να αποκαλύψουν την ιδιωτική τους πληροφόρηση για την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης πράγμα που είναι πιθανό να βελτιώνει την κατανομή των πόρων της εταιρίας.

Η Ευαισθησία της Μετοχής Εταιριών με Διαδοχικές Αυξήσεις στα Κέρδη ανά Μετοχή

Κάποιες έρευνες όπως αυτές των Burgstahler και Dichev (1997) και Degeorge, Patel και Zeckhauser (1999), δείχνουν ότι οι μάνατζερς επίσης ανταποκρίνονται σε κίνητρα για Earnings Management που ορίζονται από απλούς στόχους, όπως η ανάγκη δημοσίευσης σταθερής ανάπτυξης στα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Οι μάνατζερς έχουν κίνητρα να εμφανίζουν εξομαλυσμένες και σταθερές αυξήσεις στα κέρδη ανά μετοχή διότι πιστεύουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά στηρίζονται σε απλά λογιστικά νούμερα για να αξιολογήσουν την απόδοση του management και ότι οι επενδυτές αξιολογούν την εταιρία υψηλότερα εάν αυτή πετυχαίνει σταθερές αυξήσεις στα κέρδη ανά μετοχή από ότι εάν πετύχαινε την ίδια οικονομική απόδοση και ταυτόχρονα δημοσίευε αυξομειώσεις στα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Οι Myers και Skinner (1999) επικεντρώνονται σε δείγμα εταιριών που επιτυγχάνει μακροχρόνιες διαδοχικές αυξήσεις στα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή (EPS) διότι υποστηρίζεται ότι οι μάνατζερς αυτών των εταιριών έχουν ισχυρότερα κίνητρα από τους μάνατζερς άλλων εταιριών να προβούν σε Earnings Management αφού οι εταιρίες αυτές τείνουν να έχουν υψηλή αποτίμηση των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο κάνοντάς τις πολύ ευαίσθητες σε δυσάρεστες μεταβολές στα κέρδη όταν ο ρυθμός αύξησης των κερδών σταματά. Παράλληλα, συνεπείς με την άποψη ότι οι μάνατζερς των εταιριών του δείγματος προβαίνουν σε Earnings Management για να ελαχιστοποιήσουν την έκταση και την πιθανότητα αρνητικών εκπλήξεων στα κέρδη, βρήκαν ότι οι προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη των εταιριών του δείγματος έχουν μικρότερη διακύμανση από αυτές άλλων όμοιων εταιριών που δε δημοσιεύουν σταθερές αυξήσεις στα κέρδη, η έκταση των λαθών στις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη (εκπλήξεις στα κέρδη) είναι σημαντικά μικρότερη για αυτές τις εταιρίες, ενώ παράλληλα δημοσιεύουν (αναλογικά) σχεδόν το ήμισυ των αρνητικών εκπλήξεων στα κέρδη από ότι οι άλλες εταιρίες.

Οι Barth, Elliot και Finn (1997) επίσης ερευνήσαν εταιρίες που δημοσιεύουν μια μακρά σειρά από αυξήσεις κερδών, παρόλο που η προσοχή τους είναι στο κατά πόσον αυτές οι εταιρίες αποτιμώνται υψηλότερα από τους συμμετέχοντες στο Χρηματιστήριο. Βρήκαν ότι, όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά, οι εταιρίες που δημοσιεύουν συνεχή ανάπτυξη στα ετήσια κέρδη αποτιμώνται με κάποιο premium σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες, και το premium αυτό αυξάνεται όσο συνεχίζεται η αύξηση των κερδών, ενώ μειώνεται όταν αυτή η συνεχιζόμενη αύξηση των κερδών παύει να ισχύει. Αυτό ενισχύει την άποψη ότι οι μάνατζερς αυτών των εταιριών έχουν κίνητρα να διατηρήσουν την αυξητική τάση των κερδών τους.

Το επιχείρημα ότι οι μάνατζερς των εταιριών προβαίνουν σε Earnings Management βασίζεται στην προϋπόθεση ότι η δημοσίευση συνεχούς αύξησης στα κέρδη ανά μετοχή επιβραβεύεται από τους συμμετέχοντες στην αγορά μέσω της ασυνήθιστα καλής απόδοσης της μετοχής και ότι οι απότομες αλλαγές των κερδών

κοστίζουν περισσότερο στις εταιρίες. Δύο εμπειρικά γεγονότα που προκύπτουν από τις εταιρίες του δείγματος των Myers και Skinner (1999) είναι ότι: (1) οι σχετικές αποτιμήσεις των μετοχών αυτών των εταιριών αυξάνονται όσο αυξάνεται η διάρκεια αυτών των αυξήσεων στα κέρδη, και (2) οι εταιρίες αυτές υποφέρουν σημαντική μείωση στην τιμή της μετοχής κατά την περίοδο που η σειρά αυξήσεων των κερδών παύει. Τα στοιχεία είναι συνεπή προς αυτό, αλλά ακόμη περισσότερο ο Barth (1997) έδειξε ότι τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται καθώς αυξάνεται η σειρά των συνεχόμενων αυξήσεων στα ετήσια δημοσιευμένα κέρδη και μειώνονται αμέσως μόλις αυτή η σειρά διακοπεί.

Επίσης οι DeAngelo και Skinner (1996) έδειξαν ότι εταιρίες του NYSE με τουλάχιστον εννέα χρόνια συνεχών αυξήσεων στα ετήσια κέρδη υπέφεραν αφύσικα μεγάλες πτώσεις στις τιμές των μετοχών της τάξης του 15% κατά τη χρονιά που η σειρά αυτή σταμάτησε. Αυτές οι πτώσεις παρέχουν στους μάνατζερς των εταιριών του δείγματος ένα ξεκάθαρο κίνητρο να αποφύγουν τη δημοσίευση μείωσης κερδών.

Οι Myers και Skinner βρήκαν ότι υπάρχει επίσης σημαντική τιμωρία από την αγορά που σχετίζεται με τον τερματισμό της περιόδου σταθερής ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή (EPS). Κατά μέσο όρο οι εταιρίες έχουν χαμηλότερη απόδοση από την αγορά 27% κατά την περίοδο των 11 μηνών πριν τον τερματισμό της ανάπτυξης των κερδών. Το γεγονός ότι η αρνητική απόδοση της μετοχής λαμβάνει χώρα πριν από την αρχική μείωση πιθανόν αντανακλά ότι πριν από τη δημοσίευση της πραγματικής μείωσης, οι εταιρίες αυτές δημοσιεύουν μειούμενη αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή πράγμα που μπορεί να αποκαλύπτει την αναμενόμενη μείωση στους συμμετέχοντες στην αγορά αφού πλέον το management αντιλαμβάνεται ότι η μείωση στα κέρδη είναι αναπόφευκτη (Skinner (1994), Kasznik και Lev (1995)). Παρόλα αυτά το σημαντικό για εμάς είναι ότι οι εταιρίες αυτές υποφέρουν μεγάλη πτώση στη τιμή της μετοχής γύρω από την περίοδο όπου η σταθερή αύξηση των κερδών παύει.

Το Κόστος του Earnings Management στην Τιμή της Μετοχής

Αν το Earnings Management έχει μεγάλο κόστος στην τιμή της μετοχής, ο μάνατζερ μπορεί να επιλέξει να μην εξομαλύνει τα δημοσιευμένα κέρδη. Αν όμως το κόστος του Earnings Management είναι ικανοποιητικά χαμηλό, ο μάνατζερ εξακολουθεί να έχει κίνητρο να εξομαλύνει τα δημοσιευμένα κέρδη. Το δυνητικό κόστος του Earnings Management χωρίζεται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: Το κόστος από το Earnings Management που έχει εντοπιστεί και το κόστος από το Earnings Management που δεν έχει γίνει αντιληπτό. Το κόστος του Earnings Management που έχει εντοπιστεί αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου η χρήση του από την εταιρία γίνεται δημόσια γνωστή μέσα από διάφορους τρόπους όπως η αποκάλυψη νομικών κυρώσεων, η επανασύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η αντιδικία με τους μετόχους, η άσχημη εικόνα που δίνει το πιστοποιητικό του ορκωτού ελεγκτή, η αρνητική δημοσίευση από τον οικονομικό τύπο. Το Earnings Management που δεν έχει εντοπιστεί αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου λαμβάνει χώρα Earnings Management αλλά δεν υπάρχει κάποιο εμφανές γεγονός που θα δώσει αυτή την πληροφορία στο κοινό ή απλά το κοινό δεν το έχει εντοπίσει, και δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής.

I. Το κόστος του Earnings Management που έχει εντοπιστεί.

Ø **SEC enforcement actions:** Όπως αναφέρουν οι Feroz (1991) και Dechow (1996), η αποκάλυψη των νομικών κυρώσεων στην εταιρία σχετίζεται με σημαντική

αρνητική αντίδραση της τιμής της μετοχής. Ο Feroz (1991) παρουσίασε μέση μείωση της τιμής της μετοχής της τάξης του 7,5% κατά την ημερομηνία αποκάλυψης, και ο Dechow (1996) παρουσίασε μέση μείωση της τιμής της μετοχής κατά 9%, υπονοώντας έτσι ότι το δυνητικό κόστος της αποκάλυψης του Earnings Management μέσω των νομικών κυρώσεων που γίνονται γνωστές είναι υψηλό. Επίσης, ο Dechow (1996) αναφέρει μείωση στις προβλέψεις των αναλυτών και αύξηση στα bid-ask spreads μετά την αποκάλυψη, πράγμα το οποίο συνεπάγεται επιπλέον κόστος.

Ø Επανάσυνταξη των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (Earnings Restatement): Πολλές έρευνες έχουν πρόσφατα εξετάσει τις συνέπειες στην αγορά από την επανάσυνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Όλες παρουσιάζουν σημαντική μείωση στις αποδόσεις των μετοχών κατά την ανακοίνωση της πρόθεσης για επανάσυνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Για παράδειγμα, ο Palmrose (2001) βρήκε μέση ασυνήθιστη απόδοση της τάξης του -9% και ο Wu (2002) -11%.

Ø Αντιδικία με τους Μετόχους: Επιπλέον των στοιχείων που παρουσιάζουν οι Palmrose και Scholz (2002), προηγούμενες έρευνες σχετικά με την αντιδικία με τους μετόχους δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά στη γνωστοποίηση ότι η εταιρία βρέθηκε σε θέση αμυνόμενου ύστερα από μήνυση των μετόχων. Οι Pritchard και Ferris (2001) παρουσίασαν σημαντικά αρνητικές αποδόσεις των μετοχών κατά τις ημερομηνίες υποβολής μηνύσεων, πιθανόν επειδή οι αντιδικίες με τους μετόχους μπορεί να συνεπάγονται κόστος για την εταιρία που μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της αγοραίας αξίας της. Παρουσίασαν μέση ασυνήθιστη απόδοση -3,5%, ενώ η αρνητική απόδοση φθάνει το -25% κατά την ημερομηνία αποκάλυψης της ισχυριζόμενης απάτης.

Ø Qualified Audit Reports: Η εικόνα του πιστοποιητικού των ορκωτών ελεγκτών μπορεί να επηρεάσει την απόδοση των μετοχών. Εφόσον η κακή εικόνα του πιστοποιητικού συνδέεται με αρνητικές αποδόσεις των μετοχών (Dopuch 1986, Choi και Jeter 1992) η αποκάλυψη του Earnings Management μέσω των ελέγχων των ορκωτών ελεγκτών κοστίζει για τις εταιρίες.

Ø Αρνητική κάλυψη του γεγονότος από τον οικονομικό τύπο: Η κριτική των λογιστικών πολιτικών της εταιρίας από τον οικονομικό τύπο μπορεί επίσης να συνεπάγεται κάποιο κόστος για την εταιρία που προβαίνει σε Earnings Management. Για παράδειγμα, ο Foster (1979) έδειξε ότι υπάρχει μία μέση πτώση στις τιμές των μετοχών 8,11% την ημέρα που τα άρθρα που ασκούσαν κριτική στις λογιστικές αποφάσεις των εταιριών δημοσιεύθηκαν στην Barron's. Ένα συνηθισμένο θέμα σε αυτά τα άρθρα είναι το «φούσκωμα» των κερδών και η «απόκρυψη» ζημιών από τις εταιρίες. Ένα case study των Powers και Revsine (1989) δείχνει μια μεγάλη πτώση στις τιμές της μετοχής που σχετίζεται με ένα δημοσιευμένο άρθρο που ασκούσε κριτική για τις ακολουθούμενες λογιστικές μεθόδους.

II. Το κόστος του Earnings Management που έχει εντοπιστεί.

Το Earnings Management που δεν έχει εντοπιστεί μέσω ενός από τους παραπάνω τρόπους επίσης προκαλεί κάποιο κόστος στην εταιρία, παρόλο που η έκτασή του συνήθως είναι πολύ μικρότερη από ότι συμβαίνει στις παραπάνω περιπτώσεις που ήδη είδαμε. Έτσι, υπάρχει το κόστος της διόρθωσης (reversal) του Earnings Management. Για παράδειγμα, τα υπερτονισμένα στην παρούσα περίοδο κέρδη θα

πρέπει σε κάποια επόμενη περίοδο να μειωθούν. Όμοια, η επέκταση της ωφέλιμης ζωής ενός περιουσιακού στοιχείου μειώνει το εισόδημα σε κάποια μελλοντική χρήση μέσω της επεκταμένης σε χρόνο απόσβεση. Επίσης, το κόστος ελέγχου από τους ορκωτούς ελεγκτές μπορεί να είναι υψηλότερο για τις εταιρίες που έχουν προχωρήσει σε Earnings Management, αφού η ελεγκτική εταιρία μπορεί να χρειαστεί να προχωρήσει σε επιπλέον ελέγχους προκειμένου να μειώσει τον κίνδυνο το πιστοποιητικό που θα εκδώσει να μην παρουσιάζει την πραγματική κατάσταση της εταιρίας.

Προβλέψεις Αναλυτών για τα Κέρδη

Αρκετές έρευνες σχετικά με το Earnings Management που γίνονται για λόγους σχετικούς με το Χρηματιστήριο, έχουν ασχοληθεί με το κατά πόσο τα κέρδη μεταβάλλονται ώστε να επαληθεύσουν τις προσδοκίες των χρηματοοικονομικών αναλυτών, συγκεκριμένων τύπων επενδυτών ή της διοίκησης. Οι Payne και Robb (1997), οι Burgstahler και Eames (1998) καθώς και ο Kasznik (1999) έδειξαν ότι οι εταιρίες προβαίνουν σε Earnings Management ώστε να επαληθεύσουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Ο Kasznik (1999) έλεγξε τη σχέση μεταξύ προβλέψεων των κερδών και Earnings Management. Η υπόθεσή του είναι ότι οι μάνατζερς θα προσπαθήσουν να εμφανίσουν αποτελέσματα πολύ κοντά στις προβλέψεις ώστε να διατηρήσουν τη φήμη τους και να αποφύγουν πιθανές νομικές συνέπειες. Κατέληξε ότι η υπόθεσή του ισχύει.

Επίσης, Ο Kasznik (1999) βρήκε ότι τόσο το ποσοστό των αρνητικών εκπλήξεων όσο και η έκταση των εκπλήξεων στα κέρδη είναι μεγαλύτερα για τις εταιρίες που δεν χρησιμοποιούν Earnings Management. Ως εκπλήξεις στα κέρδη ορίζουμε τη διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθέντων κερδών ανά μετοχή (EPS) και προβλέψεις αναλυτών, οι οποίες επηρεάζουν την τιμή της μετοχής. Τέλος, η τυπική απόκλιση των εκπλήξεων στα κέρδη είναι πολύ μικρότερη για τις εταιρίες που χρησιμοποιούν το Earnings Management (-1,75% της τιμής της μετοχής σε σχέση με -4,91% το εταιριών που δε προβαίνουν σε Earnings Management) και επιπλέον η μέση απόλυτη τιμή της έκπληξης είναι επίσης πολύ μικρότερη για τις εταιρίες που προβαίνουν σε Earnings Management.

Επιπλέον, ο Kasznik (1999) υποστήριξε ότι οι μάνατζερς προχωρούν σε λογιστικές αποφάσεις που αυξάνουν (μειώνουν) το εισόδημα όταν σε διαφορετική περίπτωση τα κέρδη θα είναι χαμηλότερα (υψηλότερα) από τις προβλέψεις της διοίκησης και επιπλέον ο βαθμός του Earnings Management αυξάνεται όταν αναμένεται κάποιο κόστος σε πτώση της μετοχής από τα λάθη προβλέψεων. Το κόστος αυτό είναι σχετικά υψηλότερο για υπερεκτιμήσεις από ότι για υποεκτιμήσεις ενώ αυξάνεται με την έκταση του λάθους πρόβλεψης.

Παρόλο που η SEC (Securities and Exchange Commission) έχει υιοθετήσει πολλούς κανόνες για τις προβλέψεις κερδών καλή τη πίστη και με λογική βάση, έρευνες δείχνουν ότι πολλές εταιρίες παραμένουν ανήσυχες για την αποτελεσματικότητα αυτής της προστασίας. Ανεξάρτητα από τα αποτελέσματά τους, οι μηνύσεις για τις λανθασμένες προβλέψεις μπορούν να προκαλέσουν στους μάνατζερς σημαντικό κόστος σε χαμένο χρόνο και χρήμα αφού θα πρέπει να αμυνθούν ενώ ταυτόχρονα μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Τα αναμενόμενα νομικά κόστη επηρεάζονται από τους ακόλουθους παράγοντες: την αλλαγή στην τιμή της μετοχής τη στιγμή της έκδοσης της πρόβλεψης, την αλλαγή

της τιμής της μετοχής κατά τη διάρκεια της περιόδου μεταξύ της έκδοσης της πρόβλεψης και το τέλος της οικονομικής περιόδου και την ακρίβεια της πρόβλεψης στο τέλος της περιόδου. Η έκταση της απόδοσης της μετοχής γύρω από την έκδοση της πρόβλεψης αυξάνει το αναμενόμενο νομικό κόστος που σχετίζεται με το λάθος στην πρόβλεψη. Εφαρμόζοντας την αρχή της πραγματοποίησης, συχνά τα δικαστήρια λαμβάνουν υπόψη τους την επίδραση στην τιμή της μετοχής ώστε να κρίνουν εάν οι επενδυτές πίστεψαν και ανταποκρίθηκαν στην υποτιθέμενη εσφαλμένη παρουσίαση. Μία σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής που να συνδέεται αποκλειστικά με την υποτιθέμενη παραπλανητική παρουσίαση δείχνει ότι οι επενδυτές θεώρησαν αυτή την πληροφορία σχετική με την επενδυτική τους απόφαση (Mitchell και Netter 1994).

Τα λάθη στις προβλέψεις κερδών μπορούν επίσης να προκαλέσουν κόστη βλέποντας τη φήμη της διοίκησης για ακρίβεια. Για παράδειγμα, η αμοιβή των μάνατζερς εξαρτάται έως κάποιο βαθμό από την αντίληψη των επενδυτών για την ικανότητά τους να προβλέπουν τις αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον (Trueman 1986). Επιπλέον, ο Lees (1981) δημοσιεύει στοιχεία που δείχνουν την ανησυχία των μάνατζερς για το γεγονός ότι η ανακρίβεια των προβλέψεων δίνει την εντύπωση της αναξιπιστίας, οδηγώντας τους επενδυτές να σχηματίσουν την αντίληψη ότι η εταιρία είναι υψηλού κινδύνου καθώς και σε μία χαμηλότερη τιμή μετοχής. Τα κόστη που σχετίζονται με την απώλεια της φήμης για ακρίβεια του management αυξάνονται με την έκταση του λάθους πρόβλεψης και είναι υψηλότερα για τις υπερεκτιμήσεις παρά για τις υποεκτιμήσεις. Επομένως, αυτή η συνάρτηση ασύμμετρης απώλειας λειτουργεί προς την ίδια κατεύθυνση όπως και αυτή που συνδέεται με τις ανησυχίες για τις νομικές υποχρεώσεις.

Η απώλεια της φήμης για ακρίβεια μπορεί επίσης να επηρεάσει τους αναλυτές. Στην έκταση που οι αναλυτές στηρίζονται στις αποκαλύψεις της διοίκησης για τον σχηματισμό των δικών τους προβλέψεων, η πιστότητα των προβλέψεων των αναλυτών μπορεί να επηρεαστεί πολύ έντονα από τα λάθη προβλέψεων της διοίκησης. Εάν οι αναλυτές είναι επιφυλακτικοί να ακολουθήσουν μια εταιρία οι μάνατζερς της οποίας εκδίδουν ανακριβείς προβλέψεις κερδών, η αγοραία αξία της εταιρίας μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά (Trueman 1993).

Το σημαντικότερο όμως κόστος της μη επίτευξης των προβλέψεων είναι οι αρνητικές αντιδράσεις της τιμής της μετοχής. Είναι δύσκολο να γίνουν κατανοητές οι υπερβολικές αντιδράσεις ακόμη και στις μικρές αποκλίσεις από τις προβλέψεις κερδών των αναλυτών, ειδικά όταν η διαφορά από τον στόχο είναι συχνά μόνο μερικά cents και οι μάνατζερς μπορούν να επηρεάσουν τόσο την πρόβλεψη όσο και τα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Οι αντιδράσεις υποδηλώνουν ένα κόστος όπου οι επενδυτές χρησιμοποιούν απλές μεθόδους για να μετρήσουν την οικονομική απόδοση, υποδηλώνοντας ότι το κόστος απόκτησης πληροφοριών είναι υψηλό. Αυτή η παρατήρηση έρχεται σε αντίθεση με το γεγονός ότι οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν σίγουρα χαμηλώσει το κόστος της διασποράς της δημόσιας πληροφόρησης για τους επενδυτές. Συνεπώς, οι ερευνητές συχνά επικαλούνται εξηγήσεις που προέρχονται από τις επιστήμες συμπεριφοράς όπως η θεωρία των προσδοκιών (prospect theory) για να ερμηνεύσουν γιατί οι επενδυτές στηρίζονται σε τέτοιες απλές μεθόδους.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι ένα από τα οφέλη του Earnings Management για τις εταιρίες είναι η μείωση της έκτασης και της πιθανότητας αρνητικών εκπλήξεων στα κέρδη επηρεάζοντας τις προβλέψεις των αναλυτών για αυτά. Οι αναλυτές έχουν περισσότερο συμπαγείς και σταθερές προσδοκίες για τις εταιρίες που έχουν προβεί σε Earnings Management και οι εκπλήξεις στα κέρδη είναι μικρότερες για αυτές τις

εταιρίες. Επίσης, αποδεικνύεται ότι οι εταιρίες που παρουσιάσουν σταθερή ανάπτυξη στα κέρδη προσελκύουν και σταθερότερες προβλέψεις από τους αναλυτές, έτσι, αλλαγές στις εκτιμήσεις είναι σχετικά λιγότερο συχνές. Επίσης, η διασπορά των προβλέψεων είναι σημαντικά μεγαλύτερη για τις εταιρίες που δεν προβαίνουν σε Earnings Management σε σχέση με αυτές που χρησιμοποιούν το Earnings Management (1,2% έναντι 4,3% δεδομένου ότι όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά και οι εταιρίες που συγκρίνονται είναι όμοιες). Τα παραπάνω είναι αναμενόμενο να ισχύουν αφού όταν τα κέρδη εξομαλύνονται είναι πιο εύκολο να προβλεφθούν.

Οι μάνατζερς που έχουν σχετικά μεγαλύτερη ικανότητα να προχωρούν σε Earnings Management μπορούν να είναι λιγότερο επιφυλακτικοί όσον αφορά την εμφάνιση προβλέψεων κερδών διότι μπορούν καλύτερα να αποφύγουν τα κόστη που συνδέονται με τα λάθη προβλέψεων χωρίς να χάσουν κάποια από τα πιθανά οφέλη. Στην πράξη παρόλο που η διαφορά μεταξύ προβλέψεων της διοίκησης και των δημοσιευμένων κερδών είναι κατά μέσο όρο μηδέν, τα ευρήματα δείχνουν ότι η ακρίβεια αυτών των προβλέψεων ενισχύεται από το Earnings Management με στόχο κυρίως να διαφυλαχθεί η σταθερότητα της τιμής της μετοχής.

Η Δυναμικότητα Ανάπτυξης των Μετοχών

Επίσης, οι Skinner και Sloan (2000) παρουσίασαν στοιχεία ότι οι εταιρίες δυναμικής ανάπτυξης υποφέρουν δυσανάλογα μεγάλες αρνητικές αντιδράσεις στην τιμή της μετοχής όταν δημοσιεύουν απογοητευτικά κέρδη ή απότομες αλλαγές στα κέρδη. Έτσι, όταν μετοχές δυναμικής ανάπτυξης δημοσιεύουν ακόμη και μικρές αρνητικές αποκλείσεις σε σχέση με τις προβλέψεις των αναλυτών υφίστανται δυσανάλογα μεγάλες πτώσεις στις τιμές των μετοχών τους. Οι Skinner και Sloan δικαιολόγησαν τα στοιχεία τους ως συνεπή με τις απόψεις των Lakonishok, Shleifer και Vishny (1994) ότι οι επενδυτές είναι υπερβολικά αισιόδοξοι σχετικά με τις προοπτικές μελλοντικών κερδών των μετοχών εταιριών δυναμικής ανάπτυξης, αξιολογούν τις τιμές τους υψηλά και στη συνέχεια οι τιμές αυτών των μετοχών πέφτουν όταν οι επενδυτές διορθώσουν την υπερβολική αισιοδοξία τους.

Εάν οι μάνατζερς των εταιριών δυναμικής ανάπτυξης ξέρουν ότι οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται τόσο έντονα στις απρόσμενες ειδήσεις για τα κέρδη, αναμένουμε να κάνουν κάποια βήματα προκειμένου να αποφύγουν τη δημοσίευση τέτοιων ειδήσεων, ειδικότερα όταν έχουν επενδύσει μεγάλα ποσά στην εταιρία είτε σε μετοχές είτε σε ανεκτέλεστα employee stock options. Επομένως, δεδομένου του τρόπου με τον οποίο η αγορά αντιδρά στα νέα για τα κέρδη δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι έχει αυξηθεί το Earnings Management που έχει στόχο την αποφυγή δημοσίευσης απότομων διακυμάνσεων στα κέρδη.

Ο Brown (1998) έδειξε ότι το ποσοστό των εταιριών υψηλής ανάπτυξης που ακριβώς επαληθεύουν ή ελαφρώς ξεπερνούν τις προβλέψεις των αναλυτών αυξάνεται συνεχώς με το πέρασμα του χρόνου, ενώ το ποσοστό των εταιριών οι οποίες για λίγο δεν επαληθεύουν τις προβλέψεις των αναλυτών έχει μειωθεί. Τα παραπάνω ενισχύουν την άποψη ότι οι μάνατζερς των εταιριών με σταθερή ανάπτυξη κερδών έχουν ισχυρά κίνητρα να προβούν σε Earnings Management και/ή να επηρεάσουν τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τα κέρδη με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφύγουν τις απογοητεύσεις σχετικά με τα κέρδη.

Ύπαρξη Μεγάλων Θεσμικών Επενδυτών

Οι Shivaram, Mohan και James (1999) υποστήριξαν ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν σχετικά περισσότερη πληροφόρηση όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη σε σχέση με τα τρέχοντα κέρδη καθώς αυξάνεται η ιδιοκτησία από θεσμικούς επενδυτές. Επάνω στο θέμα αυτό η υπάρχουσα βιβλιογραφία υποστηρίζει την ύπαρξη δύο αντίθετων απόψεων για τα αποτελέσματα της ύπαρξης μεγάλων θεσμικών επενδυτών στο Earnings Management.

Η πρώτη υποστηρίζει ότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν βραχυπρόθεσμο ενδιαφέρον και τους απασχολεί κυρίως η τρέχουσα χρηματοοικονομική απόδοση. Οι μάνατζερς φοβούμενοι ότι η αδυναμία επίτευξης βραχυπρόθεσμου κέρδους θα οδηγήσει τους θεσμικούς επενδυτές σε ρευστοποίηση των συμμετοχών τους, προχωρούν σε Earnings Management. Η αντίθετη άποψη είναι ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι έμπειροι επενδυτές (sophisticated) και είναι λιγότερο πιθανό να παραπλανηθούν από το Earnings Management, γεγονός που μειώνει και τα κίνητρα για μία τέτοια συμπεριφορά. Παράλληλα, τους ενδιαφέρουν οι μακροπρόθεσμες προοπτικές του χαρτοφυλακίου τους.

Η έρευνα δείχνει ότι ισχύει κυρίως η δεύτερη άποψη, ενώ παράλληλα έχει βρεθεί ότι οι τιμές των μετοχών τείνουν να αντανακλούν σχετικά περισσότερη πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη όταν η ιδιοκτησία από τους θεσμικούς επενδυτές είναι υψηλή σε σχέση με την περίπτωση που είναι χαμηλή. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με την άποψη ότι οι επενδυτές είναι πολύ καλοί γνώστες (sophisticated) που βλέπουν πέρα από τα τρέχοντα κέρδη προκειμένου να εκτιμήσουν την αξία της εταιρίας. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι όλοι οι θεσμικοί επενδυτές είναι πολύ καλοί γνώστες. Ωστόσο, η έρευνα υποστηρίζει ότι κατά μέσο όρο είναι λιγότερο πιθανό μια εταιρία να προβεί σε Earnings Management όταν η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών είναι υψηλή.

6. ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Η ευρεία χρήση λογιστικών πληροφοριών από τους επενδυτές και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές για την αποτίμηση των μετοχών μπορεί να δημιουργήσει κίνητρο για τους μάνατζερς να προβούν σε Earnings Management σε μία προσπάθεια να επηρεάσουν τη βραχυπρόθεσμη απόδοση της μετοχής. Πρόσφατες έρευνες για τα κίνητρα χρήσης του Earnings Management για λόγους που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο επικέντρωσαν σε περιόδους όπου υπήρχε μεγαλύτερη πιθανότητα χρήσης Earnings Management για λόγους που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο. Έτσι, έγιναν έρευνες σχετικά με το Earnings Management από πράξεις στην κεφαλαιαγορά αλλά και όταν υπήρχε απόσταση μεταξύ της απόδοσης και των προσδοκιών των αναλυτών ή των επενδυτών. Ωστόσο, δεν έδειξαν όλες οι έρευνες ακαταμάχητα στοιχεία για Earnings Management για λόγους που συνδέονται με το Χρηματιστήριο.

Σύμφωνα τους Decho και Skinner (2000), παρά τη μεγάλη προσοχή που έχουν δείξει οι νομοθέτες και ο οικονομικός τύπος στο Earnings Management, η ακαδημαϊκή έρευνα έχει δώσει περιορισμένα στοιχεία. Ενώ οι πρακτικοί και οι νομοθέτες φαίνεται να πιστεύουν ότι το Earnings Management είναι διαβρωτικό, η ακαδημαϊκή έρευνα δεν έχει δείξει ότι κατά μέσο όρο έχει μεγάλη επίδραση στα δημοσιευμένα κέρδη ή ότι όταν υπάρχει θα πρέπει να απασχολεί του επενδυτές.

Λόγοι διαφωνίας μεταξύ ακαδημαϊκών με τους επαγγελματίες και τους νομοθέτες:

• Συχνά οι μέθοδοι έρευνας που χρησιμοποιούν οι ακαδημαϊκοί δεν είναι ιδιαίτερα καλές στον εντοπισμό των μάνατζερς και των εταιριών που προχωρούν σε Earnings Management. Αντίθετα, οι επαγγελματίες και περισσότερο οι νομοθέτες παρατηρούν σε κανονική βάση πραγματικές περιπτώσεις Earnings Management, εν μέρει επειδή οι στόχοι τους είναι διαφορετικοί από αυτών της ακαδημαϊκής έρευνας.

• Μέχρι και πριν λίγα χρόνια οι ακαδημαϊκοί είχαν εστιάσει σε συγκεκριμένα δείγματα και κίνητρα από το management για Earnings Management τα οποία:

- Δεν παρουσίαζαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους επαγγελματίες και
- Η έρευνα για ex - post Earnings Management δεν ήταν πολύ καρποφόρα όσον αφορά τον εντοπισμό συμπεριφορών που μαρτυρούσαν ύπαρξη Earnings Management.

Για παράδειγμα οι ακαδημαϊκοί έτειναν και μέχρι ενός σημείου συνεχίζουν και σήμερα να εστιάζουν σε κίνητρα του management που προκύπτουν από συμβόλαια (bonus plans, dept covenants etc) ενώ οι επαγγελματίες (ιδίως τα τελευταία χρόνια) τείνουν να επικεντρώνονται περισσότερο σε κίνητρα που προκύπτουν από την κεφαλαιαγορά, όπως για παράδειγμα εάν οι εταιρίες ικανοποιούν τις τριμηνιαίες προβλέψεις των αναλυτών.

• Οι ακαδημαϊκοί συνήθως έχουν διαφορετικές απόψεις όσον αφορά το κατά πόσο ο ορθολογισμός των επενδυτών μετριάξει τα προβλήματα στην κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων όπως είναι το Earnings Management. Για παράδειγμα, οι ακαδημαϊκοί κάποιες φορές στηρίζονται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς προκειμένου να υποστηρίξουν ότι το Earnings Management δεν έχει σημασία αφού αποκαλύπτεται πλήρως από τους επενδυτές. Αυτός είναι και ο βασικότερος λόγος γιατί η έρευνα σχετικά με τη σχέση της τιμής της μετοχής και του Earnings Management άρχισε να αναπτύσσεται μόλις τα τελευταία χρόνια.

Όπως προκύπτει, οι ακαδημαϊκές έρευνες θα πρέπει να εστιάσουν περισσότερο στα κίνητρα για Earnings Management που προκύπτουν από τις κεφαλαιαγορές, όπως άλλωστε έχει αρχίσει να γίνεται τα τελευταία χρόνια. Στην πράξη αφού οι αποτιμήσεις στο Χρηματιστήριο (όπως μετρώνται με λογιστικά σημεία αναφοράς μετρήσεων όπως είναι τα κέρδη ή η εσωτερική αξία μετοχής) αυξήθηκαν ήδη από την προηγούμενη δεκαετία, ιδιαίτερα σε συνδυασμό με την αυξημένη σημασία των αμοιβών των μάντζερς που βασίζονται στις τιμές των μετοχών, οι μάντζερς έχουν γίνει πολύ ευαίσθητοι στο επίπεδο της τιμής της μετοχής και της σχέσης της με λογιστικά νούμερα όπως τα κέρδη. Συνεπώς, τα κίνητρα για Earnings Management ώστε να διατηρηθούν και να βελτιωθούν τέτοιες αποτιμήσεις έχουν επίσης αυξηθεί, και αυτό εξηγεί γιατί τελευταία δίνεται τόση σημασία στο Earnings Management.

Μία άλλη περιοχή στην οποία οι επαγγελματίες και οι νομοθέτες από τη μία μεριά, και οι ακαδημαϊκοί από την άλλη έχουν διαφορετική άποψη είναι η έκταση στην οποία μπορούμε να βασιστούμε στον ορθολογισμό των επενδυτών να λύνουν ή να μετριάσουν προβλήματα που σχετίζονται με τη δημοσίευση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι ακαδημαϊκοί είναι πιθανόν να μη δουν το Earnings Management ως πρόβλημα όταν αυτό είναι αντιληπτό με μικρό κόστος από τους επενδυτές. Δηλαδή θεωρούν ότι εφόσον οι επενδυτές έχουν μικρό κόστος στην πρόσβαση στις απαραίτητες πληροφορίες και είναι αρκετά έμπειροι στην επεξεργασία αυτών, μπορούν να εντοπίσουν ότι λαμβάνει χώρα Earnings Management και έτσι να κάνουν τις απαραίτητες προσαρμογές ώστε να φθάσουν σε αυτό που θεωρούν ως το σωστό νούμερο κερδών.

Παρακάτω παρουσιάζονται έρευνες σχετικά με τη σχέση τιμής μετοχής και Earnings Management ως προς κάποιο σημαντικό γεγονός που αφορά την εταιρία.

Έκδοση Νέων Μετοχών

Πρόσφατες έρευνες έχουν ασχοληθεί με το κατά πόσο οι μάντζερς φουσκώνουν τα κέρδη σε περιόδους γύρω από την έκδοση χρεογράφων και πιο συγκεκριμένα μετοχών. Η προσφορά μετοχών δημιουργεί ένα άμεσο κίνητρο για Earnings Management. Στο βαθμό που οι μάντζερς μπορούν να αυξάνουν τα δημοσιευμένα κέρδη χωρίς να γίνεται αντιληπτό, μπορούν να βελτιώσουν τους όρους στους οποίους η μετοχή της εταιρίας πωλείται στο κοινό, προσφέροντας χρηματικά οφέλη στους ίδιους και στην εταιρία.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μάντζερς αυξάνουν τα κέρδη πριν από την έκδοση μετοχών (Teoh, Wetch και Wong 1998b, Rangan 1998), καθώς και πριν από εξαγορά με έκδοση νέων μετοχών (Erickson και Wang 1998). Επίσης υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν αντιστροφή μετά την αρχική δημόσια διάθεση (Teoh, Wetch και Wong) και την εξαγορά με έκδοση νέων μετοχών (Erickson και Wang). Τέλος, οι Dechow, Sloan και Sweeney (1996) έδειξαν ότι οι εταιρίες που υπόκεινται σε κυρώσεις από την SEC για παραβιάσεις στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συχνά εκδίδουν μετοχές μετά την παραβίαση αλλά πριν αυτή εντοπιστεί. Είναι επίσης γνωστό ότι οι μετοχές των εταιριών που προχωρούν σε νέα έκδοση έχουν χαμηλότερη απόδοση από την αγορά ένα χρόνο μετά την προσφορά των μετοχών.

Τα παραπάνω άρθρα δείχνουν ότι:

- (1) Τα δημοσιευμένα κέρδη των εταιριών που εκδίδουν νέες μετοχές είναι ασυνήθιστα υψηλά κατά την έκδοση,

- (2) η απόδοση της εταιρίας είναι ασυνήθιστα φτωχή ένα χρόνο μετά την έκδοση, και
 (3) υπάρχει πολύ δυνατή σχέση μεταξύ της έκτασης του Earnings Management και της ακόλουθης απόδοσης της μετοχής.

Τα στοιχεία αυτά είναι σε συμφωνία με την άποψη ότι οι επενδυτές δε βλέπουν μέσα από το Earnings Management κατά την έκδοση των νέων μετοχών. Αντίθετα, καθώς περνά ο χρόνος μετά την έκδοση των μετοχών και το Earnings Management γίνεται φανερό μέσω των επακόλουθων απογοητεύσεων στα κέρδη, η υπερεκτίμηση της τιμής της μετοχής αντιστρέφεται και οι μετοχές αποδίδουν χαμηλότερα από την αγορά. Φαίνεται ότι οι αναλυτές παίζουν κάποιο ρόλο σε αυτή τη διαδικασία. Οι τιμές των μετοχών των εκδοτριών εταιριών μπορούν να αυξηθούν μέσω της εμφάνισης επιθυμητών δημοσιευμένων κερδών και/ή έχοντας την άποψη των αναλυτών ότι η εταιρία έχει εξαιρετικές προοπτικές ανάπτυξης.

Ωστόσο, το συμπέρασμα ότι «κατά τη χρονική στιγμή της έκδοσης χρεογράφων το Earnings Management που γίνεται με πρόθεση να παραπλανήσει τους επενδυτές» είναι πρόωπο. Ο Beneish (1998b) εξέφρασε τις επιφυλάξεις του σχετικά με τη γενίκευση ενός τέτοιου συμπεράσματος ως εξής: «Πρώτον, το συμπέρασμα αυτό υπονοεί ότι η απάτη στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι διαβρωτική (pervasive) κατά τη χρονική στιγμή της έκδοσης. Εάν η απάτη στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, η οποία ορίζεται από τη National Association Fraud Examiners (1993, p. 6) ως «μία ή περισσότερες σκόπιμες πράξεις που σχεδιάζονται να εξαπατήσουν άλλα άτομα και να προκαλέσουν χρηματοοικονομική απώλεια», είναι διαβρωτική κατά τη χρονική στιγμή της έκδοσης, δηλαδή οι μάνατζερς πετυχαίνουν την παραπλάνηση των επενδυτών τότε θα αναμέναμε να έχουν φτωχή απόδοση μετά την έκδοση λόγω των απογοητευμένων επενδυτών, των πιθανών μηνύσεων καθώς και των πιθανών νομικών κυρώσεων. Αν και έχουν βρεθεί τέτοια στοιχεία ωστόσο χρειάζεται περαιτέρω μελλοντική έρευνα.

Πρώτη Δημόσια Διάθεση Μετοχών

Η περίπτωση της πρώτης δημόσιας διάθεσης φαίνεται να είναι μια καλή ευκαιρία για Earnings Management. Για αυτό και γίνονται συνεχώς έρευνες σχετικά με τα κίνητρα των μάνατζερς να αυξήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη στα πλαίσια της έκδοσης χρεογράφων. Η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των ιδιοκτητών - μάνατζερς και των επενδυτών, ειδικότερα κατά τη πρώτη δημόσια διάθεση θεωρείται δεδομένη. Κι αυτό διότι η εταιρία δεν έχει προηγούμενη τιμή στην αγορά και έτσι το Earnings Management θα αυξήσει την τιμή εισαγωγής.

Η περίπτωση της αρχικής διάθεσης είναι λίγο διαφορετική από την απλή έκδοση μετοχών. Για τις νέες εκδόσεις δεν υπάρχει καθορισμένη τιμή, ενώ υπάρχει έλλειψη πληροφόρησης για αυτό οι επενδυτές στηρίζονται περισσότερο στην πληροφόρηση από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Friedlan 1994, Neill, Pourciau και Schaefer, 1995). Έτσι, το Earnings Management εμφανίζεται ως μια καλή ευκαιρία για τους αρχικούς επενδυτές να αυξήσουν τον πλούτο τους (Aharony, Lin και Loeb 1993) μέσω της δυνατότητας επηρεασμού της πληροφόρησης (Titman και Trueman 1986, Datar 1991). Ελέγχοντας αυτές τις υποθέσεις ο Friedman (1994) βρήκε ότι οι εταιρίες αυξάνουν τα κέρδη τους λίγο πριν διαθέσουν δημόσια τις μετοχές τους. Ομοίως, οι Teoh, Wetch και Wong (1998a) καθώς και Teoh, Welch και Rao (1998) έδειξαν ότι οι μάνατζερς αυξάνουν τα κέρδη πριν από την πρώτη δημόσια διάθεση μετοχών. Παρόλα αυτά, ο Friedman σημείωσε ότι οι εταιρίες συχνά διαθέτουν τις

μετοχές τους δημόσια σε περίοδο οικονομικής ανάπτυξης υπονοώντας έτσι μια φυσιολογική αύξηση των κερδών τους.

Οι Teoh, Wong και Rao (1998) έδειξαν ότι περίπου το 62% των εταιριών που διαθέτουν για πρώτη φορά τις μετοχές τους δημόσια προβαίνουν σε Earnings Management περισσότερο από ότι οι υπόλοιπες εταιρίες. Ωστόσο, η δυσκολία εξήγησης αυτών των στοιχείων είναι ότι το δείγμα επιλέχθηκε με τέτοιο τρόπο που να μεγιστοποιεί την πιθανότητα οι εταιρίες να έχουν προβεί σε Earnings Management. Έτσι, η συχνότητα του Earnings Management για αυτό το δείγμα δίνει μικρή ένδειξη για τη συνολική συχνότητά του που σχετίζεται με τη μετοχή.

Insider Trading

Τα στοιχεία για το Insider trading ως κίνητρο για την αύξηση του εισοδήματος με σκοπό την παραπλάνηση των επενδυτών είναι λιγότερο διαδεδομένα (pervasive) σε σχέση με τα στοιχεία για τα κίνητρα που σχετίζονται με την έκδοση μετοχών. Ένας λόγος είναι ότι τα στοιχεία προέρχονται από εταιρίες που έχουν διαπράξει απάτες κατά τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Beneish 1999), ή είχαν διαπράξει παράνομες πράξεις (Summers και Sweeney 1998). Ο Beneish (1999), ο οποίος παρουσιάζει τα πιο άμεσα στοιχεία που συνδέουν το Earnings Management με το insider trading, βρήκε ότι οι μάνατζερς των εταιριών με «φουσκωμένα» κέρδη οι οποίοι παραβιάζουν τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP) είναι περισσότερο πιθανό να πουλήσουν τις μετοχές τους εκμεταλλευόμενοι την αυξημένη τιμή της μετοχής κατά την διάρκεια της περιόδου όπου τα κέρδη είναι φουσκωμένα. Επίσης, βρήκε μείωση της τιμής της μετοχής κατά μέσο όρο 20% όταν αποκαλύπτονται τα «φουσκωμένα» κέρδη.

Ο Beneish (1999) στηρίζεται σε προηγούμενες έρευνες σχετικά με το insider trading ώστε να αναπτύξει τις υποθέσεις για τα κίνητρα για Earnings Management σχετικά με το insider trading. Οι έρευνες αυτές έδειξαν ότι οι επενδυτές λειτουργούν ως πληροφορημένοι traders, αγοράζοντας (πουλώντας) πριν από την αύξηση (μείωση) της τιμής της μετοχής (Jaffe 1974, Seyhun 1986) και θεωρούν το κέρδος των μάνατζερς ως ένα αποτελεσματικό τρόπο αποζημίωσης των μάνατζερς για την προσφορά ιδιωτικής πληροφόρησης στους επενδυτές (Carlton και Fischel 1983, Dye 1984, Noe 1997).

Ωστόσο, ο Beneish (1999) υποστηρίζει ότι «εάν οι μάνατζερς λειτουργούν ως πληροφορημένοι traders, θα αναμέναμε να χρησιμοποιούν την πληροφόρησή τους σχετικά με τα «φουσκωμένα» κέρδη για προσωπικό τους όφελος. Αυτό σημαίνει ότι εάν οι μάνατζερς φουσκώνουν τα κέρδη για να προσφέρουν στους επενδυτές θετική ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τις προοπτικές της εταιρίας, αναμένουμε ότι αυτοί ή θα αυξήσουν τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας (ίσως για να προσφέρουν και άλλο ένα θετικό σημάδι σχετικά με τις προοπτικές της εταιρίας) ή θα απέχουν από το trading. Διαφορετικά, εάν οι μάνατζερς φουσκώνουν τα κέρδη ώστε να κρύψουν την κακή απόδοση της εταιρίας, αναμένουμε από αυτούς να πουλήσουν τις μετοχές τους. Εάν το Earnings Management έχει σκοπό να παραπλανήσει τους επενδυτές, οι μάνατζερς μπορεί να περιορίσουν τις πωλήσεις των μετοχών τους ώστε να μειώσουν την πιθανότητα νομικών κυρώσεων. Διαφορετικά όπως υποστήριξαν οι Summers και Sweeney (1998), οι μάνατζερς οι οποίοι παραπλανούν τους επενδυτές μπορεί να αναλαμβάνουν υψηλό ρίσκο και/ ή να εκτιμούν ότι υπάρχει μικρή πιθανότητα να εντοπιστούν. Μία ακόμη πιθανότητα είναι ότι στην περίπτωση

εντοπισμού τους, οι μάνατζερς μπορούν να δικαιολογήσουν την πώληση των μετοχών τους για προσωπικούς λόγους ρευστότητας.

Management Buyout

Έχουν γίνει έρευνες για να ελεγχθεί το Earnings Management πριν από Management Buyouts. Οι DeAngelo (1986, 1988) και Perry και Williams (1994), έδειξαν ότι η πληροφορία για τα κέρδη είναι σημαντική για την αποτίμηση στα Management Buyouts και υποθέτει ότι οι μάνατζερς έχουν κίνητρο να «μειώνουν» τα κέρδη. Ο Wu (1997) έδειξε ότι οι μάνατζερς προβαίνουν σε Earnings Management με σκοπό τη μείωση των κερδών πριν από MBO.

Συγχώνευση Εταιριών

Σε πολλές συγχωνεύσεις, η συγχωνεύουσα εταιρία αγοράζει την εταιρία στόχο με τις μετοχές της. Όταν η συναλλαγή ολοκληρωθεί, οι μέτοχοι της συγχωνευόμενης εταιρίας παραλαμβάνουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών για κάθε μία από τις παλαιές μετοχές που κατείχαν. Ένα από τα πρώτα πράγματα σε αυτές τις συγχωνεύσεις είναι η συμφωνία μεταξύ συγχωνεύουσας και συγχωνευόμενης εταιρίας για την τιμή αγοράς. Ο αριθμός των μετοχών της συγχωνεύουσας εταιρίας που ανταλλάσσονται για κάθε μετοχή της συγχωνευόμενης εταιρίας καθορίζεται από την τιμή της μετοχής της συγχωνεύουσας εταιρίας κατά τη συμφωνία της συγχωνεύσεως. Συνεπώς, όσο υψηλότερη είναι η τιμή της μετοχής της συγχωνεύουσας εταιρίας κατά την ημερομηνία της συγχώνευσης τόσο λιγότερες μετοχές θα πρέπει να εκδοθούν για την απόκτηση της εταιρίας στόχου. Η σχέση μεταξύ τιμής μετοχής της συγχωνεύουσας εταιρίας και των μετοχών που πρόκειται να εκδοθούν για τη συγχώνευση, παρέχει πολλά κίνητρα για τις συγχωνεύουσες εταιρίες να προσπαθήσουν να αυξήσουν την τιμή της μετοχής πριν από τη συγχώνευση.

Ένας τρόπος που μια συγχωνεύουσα εταιρία μπορεί να προσπαθήσει να αυξήσει τη τιμή της μετοχής της είναι μέσω της αύξησης των λογιστικών κερδών της. Το άρθρο των Erickson και Wang (1999), ερευνά το Earnings Management στην περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης και της ολοκλήρωσης μιας συγχώνευσης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι πριν από τη συγχώνευση, οι συγχωνεύουσες εταιρίες προβαίνουν σε Earnings Management που αυξάνει τα κέρδη. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με το συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύουσες εταιρίες χρησιμοποιούν λογιστικές διαδικασίες σε μία προσπάθεια να αυξήσουν την τιμή της μετοχής τους πριν από τη συγχώνευση.

Φούσκα στο Χρηματιστήριο

Ο Tao JIAO (2002) ερευνά το κίνητρο των εταιριών να προβούν σε Earnings Management. Αλλά σε αντίθεση με τις παραδοσιακές προσεγγίσεις που έχουν χρησιμοποιηθεί εδώ εξετάζει πως μία φούσκα στο Χρηματιστήριο επηρεάζει το κίνητρο της εταιρίας να προβεί σε Earnings Management.

Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν ότι στα πλαίσια φούσκας στο Χρηματιστήριο, οι εταιρίες είναι περισσότερο πρόθυμες να προβούν σε Earnings Management. Επίσης, δείχνει ότι το επίπεδο της τιμής της μετοχής δεν επηρεάζει σημαντικά το βαθμό και την τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management, ενώ αντίθετα η εταιρία χρησιμοποιήσει περισσότερο το μέσο όρο του κλάδου στο Χρηματιστήριο στον οποίο ανήκει η εταιρία, παρά της τιμής της μετοχής της ως σημείο αναφοράς όταν λαμβάνει την απόφαση για Earnings Management.

7. ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ EARNINGS MANAGEMENT ΚΑΙ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Αντίδραση της Αγοράς στο Earnings Management

Πολλά από τα στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις του Earnings Management στο Χρηματιστήριο δείχνουν ότι πιθανόν δεν επηρεάζεται σημαντικά η κατανομή των πόρων. Παρά τις ανησυχίες για το Earnings Management, οι επενδυτές εμφανίζονται να μη θεωρούν το Earnings Management τόσο διεισδυτικό ώστε να μετατρέπει την πληροφορία για τα κέρδη αναξιόπιστη. Πολλές έρευνες ασχολήθηκαν με την αντίδραση της τιμής της μετοχής στις αλλαγές των λογιστικών μεθόδων ώστε να ελέγξουν διεξοδικά εάν οι επενδυτές στέκονται στα κέρδη ή είναι περισσότερο έμπειροι (sophisticated) όσον αφορά τη διαδικασία παραγωγής των λογιστικών πληροφοριών. Η έρευνες αυτές έδωσαν αντικρουόμενα αποτελέσματα.

Ωστόσο, αρκετές πρόσφατες έρευνες άρχισαν να αμφισβητούν την άποψη ότι οι επενδυτές μπορούν να δουν μέσα από το Earnings Management. Για παράδειγμα, οι έρευνες για το Earnings Management την περίοδο γύρω από την έκδοση νέων μετοχών έδειξαν σημαντική μείωση της τιμής της μετοχής (Teoh, Welch και Wong 1998b). Οι Teoh, Welch και Wong (1998a), και οι Teoh, Wong και Rao (1998) κατέληξαν στα ίδια συμπεράσματα για την περίπτωση της δημόσιας διάθεσης μετοχών για πρώτη φορά. Η εξήγηση αυτών των συμπερασμάτων είναι ότι από τη δημόσια διάθεση μετοχών κάποιοι μανάτζερς επηρεάζουν τα δημοσιευμένα κέρδη σε μία προσπάθεια να αυξήσουν τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική απόδοση και να αυξήσουν την τιμή διάθεσης των μετοχών τους (offer price). Ακολούθως, όταν μελλοντικά αντιστρέφονται υποχρεωτικά οι πράξεις που οδήγησαν σε αύξηση των κερδών (reversals του Earnings Management) αυτό απογοητεύει τους επενδυτές, οδηγώντας σε αρνητικές αντιδράσεις της τιμής της μετοχής. Τα ευρήματα αυτά λοιπόν υποστηρίζουν ότι το Earnings Management πριν από την έκδοση μετοχών έχει επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Εφόσον το Earnings Management είναι δύσκολο να παρατηρηθεί, δεν μπορεί εύκολα να ερευνηθεί η ανταπόκριση των επενδυτών του Χρηματιστηρίου στις αποκαλύψεις του Earnings Management. Για το λόγο αυτό πολλές έρευνες που έχουν γίνει, εστιάζουν σε εκείνες τις ακραίες περιπτώσεις του Earnings Management όπου υπάρχουν νομικές συνέπειες. Οι έρευνες αυτές έδειξαν ύπαρξη πολύ έντονων αντιδράσεων στην κεφαλαιαγορά.

Σε προηγούμενο κεφάλαιο αναφερθήκαμε ήδη στις αντιδράσεις της τιμής της μετοχής όταν οι πρακτικές του Earnings Management γίνονται γνωστές στο επενδυτικό κοινό. Παράλληλα, πολλές άλλες έρευνες έχουν μελετήσει τις αντιδράσεις της αγοράς όταν το Earnings Management εντοπίζεται. Για παράδειγμα, ο Foster (1979) βρήκε ότι οι εταιρίες που κατηγορήθηκαν από τον οικονομικό τύπο για πρακτικές παραπλάνησης κατά τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είχαν κατά μέσο όρο πτώση της τιμής της μετοχής κατά 8% την ημέρα της έκδοσης. Οι Dechow, Sloan και Sweeney (1996) έδειξαν ότι οι εταιρίες που έγιναν αντικείμενο έρευνας από τη SEC για το Earnings Management παρουσίασαν κατά μέσο όρο πτώση της μετοχής κατά 9% όταν ανακοινώθηκε για πρώτη φορά το Earnings Management. Αν και οι παραπάνω έρευνες ασχολήθηκαν με εταιρίες που παραβίασαν τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές, παρόλα αυτά έδειξαν ότι οι επενδυτές δεν μπορούν πάντα να δουν μέσα από το Earnings Management. Τέλος, ο Sloan (1995) έδειξε ότι οι μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών είναι αρνητικές για εταιρίες που τα

τρέχοντα κέρδη τους έχουν επηρεαστεί σε μεγάλο βαθμό από το Earnings Management, και θετικές για εταιρίες που είχαν προβεί σε μικρότερο βαθμό σε Earnings Management.

Οι Feroz, Park και Pastena (1991) παρουσίασαν ότι την περίοδο 1982-1989 οι περιπτώσεις υπερβολικών αποθεμάτων ή λογαριασμών εισπρακτέων αποτέλεσαν το 70% των περιπτώσεων λογιστικών απατών. Πολλές από αυτές τις περιπτώσεις συνδέθηκαν με απολύσεις στελεχών του management και/ή μηνύσεις από τους μετόχους, ενώ η μέση αντίδραση της τιμής της μετοχής στις ανακοινώσεις των νομικών κυρώσεων είναι -13% (-6% όταν τα λογιστικά προβλήματα είχαν αποκαλυφθεί νωρίτερα). Σε συμφωνία με τα στοιχεία των Feroz, Park και Pastena, οι Dechow, Sloan και Sweeney (1996) βρήκαν από το δικό τους δείγμα (1982-1992) ότι η αντίδραση της τιμής της μετοχής είναι -9%.

Ο Suh (1990) επίσης υποστήριξε ότι το Earnings Management συχνά θεωρείται ως μια προσπάθεια να παραπλανηθούν οι μέτοχοι και οι επενδυτές. Οι Dechow, Sloan και Sweeney ερεύνησαν εάν υπάρχουν άλλα στοιχεία που να δείχνουν ότι οι εταιρίες αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου αφού έχει αποκαλυφθεί το Earnings Management. Βρήκαν ότι η αποκάλυψη ότι μία εταιρία προέβη σε Earnings Management (με νομικές κυρώσεις) σχετίζεται με αύξηση στα bid-ask spreads, μείωση στις ακόλουθες προβλέψεις των αναλυτών, αύξηση στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και αύξηση στη διασπορά των αποκλίσεων από τις προβλέψεις των αναλυτών. Τα παραπάνω ευρήματα είναι συνεπή με την άποψη ότι η αποκάλυψη του Earnings Management (αρκετά σοβαρού ώστε να προκαλέσει νομικές κυρώσεις) στέλνει μήνυμα στους επενδυτές ότι οι οικονομικές προοπτικές της εταιρίας είναι φτωχότερες από ότι νόμιζαν πριν και μειώνει την αξιοπιστία του management της εταιρίας.

Επίσης, ο Sloan (1996) ερεύνησε εάν οι συμμετέχοντες στην αγορά χρησιμοποιούν ένα σχετικά απλό μέτρο της ποιότητας των δημοσιευμένων κερδών στηριζόμενοι στη δημόσια διαθέσιμη πληροφόρηση. Ο Sloan καταλήγει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά υπερεκτιμούν την συνέχιση της χαμηλής ποιότητας των τρεχόντων κερδών και υποτιμούν την υψηλή ποιότητα των κερδών της τρέχουσας περιόδου. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εξαπατώνται από σχετικά απλές τεχνικές του Earnings Management.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω αρνητικές αντιλήψεις για το Earnings Management, πρόσφατες έρευνες δείχνουν ότι η προσπάθεια για εξομάλυνση των κερδών μέσω του Earnings Management αποτελεί μια λογική εξισορροπητική συμπεριφορά. Ενώ για πολύ καιρό το Earnings Management θεωρούνταν ως μία κερδοσκοπική κίνηση του management, οι Ronen και Sadan (1980) πρότειναν ότι το Earnings Management μπορεί να μην είναι τόσο κακό όσο μπορεί κάποιος να νομίζει. Ειδικότερα, υποστήριξαν ότι μπορεί αυτό να ενισχύσει την ικανότητα των εξωτερικών χρηστών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων να προβλέπουν τα μελλοντικά νούμερα των αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά το Earnings Management που έχει στόχο την εξομάλυνση των κερδών, για τον Imhoff (1997) δεν υπάρχουν σημαντικά εμπειρικά στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι μία εξομαλυσμένη σειρά κερδών είναι ωφέλιμη ή βλαβερή για την εταιρία ή για τους μετόχους της. Οι Ball και Watts (1972), και νωρίτερα οι Kennelly (1971) εξήγησαν τα ευρήματα υποστηρίζοντας ότι η αγορά είναι αποτελεσματική όσον αφορά τις τεχνικές της εξομάλυνσης των κερδών (Income Smoothing). Ωστόσο, ο Gonedes (1972) αμφισβήτησε αυτό τον ισχυρισμό και ο Beidleman (1973)

υποστήριξε ότι η εξομάλυνση των κερδών είναι ωφέλιμη τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους αναλυτές της αγοράς.

Όμοια, και οι Wang και Williams (1994) απόδειξαν ότι σε αντίθεση με την ευρέως επικρατούσα αντίληψη ότι η εξομάλυνση των κερδών παραπλανεί και εξαπατά, αυτή ενισχύει την πληροφοριακή αξία των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων. Η έρευνά τους παρέχει στοιχεία που υποστηρίζουν ότι τα εξομαλυσμένα λογιστικά νούμερα αντιμετωπίζονται θετικά από τις αγορές, και οι εταιρίες με εξομαλυσμένα λογιστικά νούμερα θεωρούνται ότι έχουν μικρότερο κίνδυνο. Επιπλέον, τα ευρήματα υποστηρίζουν ότι η εξομάλυνση των κερδών μπορεί να είναι ωφέλιμη τόσο για τους υπάρχοντες μετόχους όσο και για τους μελλοντικούς μετόχους.

Earnings Management και Διαφάνεια στις Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Η έλλειψη διαφάνειας στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις συχνά έχει θεωρηθεί ως μία αδυναμία των Χρηματιστηριακών Αγορών. Πολλές δημόσιες αποκαλύψεις για εισηγμένες εταιρίες που είχαν «πειράξει» τα κέρδη τους προσέλκυσαν την προσοχή πολιτικών καθώς και Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης. Τέτοιες ειδήσεις τρομάζουν τις Κεφαλαιαγορές, ενώ παράλληλα προσελκύουν το προσοχή της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς και των νομοθετών. Ωστόσο, το ότι το Earnings Management μειώνει την διαφάνεια συχνά αποτελεί μια απλοϊκή αντίληψη. Σε ένα περιβάλλον όπου επικρατεί η διάχυση των πληροφοριών, το Earnings Management μπορεί να αποκαλύψει περισσότερες πληροφορίες απ' ότι τα κέρδη που δεν έχουν “πειραχθεί”.

Η πίεση για αυξημένη διαφάνεια στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις υπηρετεί τους μετόχους μέχρι ενός σημείου. Πέρα από αυτό το σημείο η αυξημένη διαφάνεια σε κάποιες πράξεις της εταιρίας μπορεί να καταστρέψει τα συμφέροντα των μετόχων. Ένα ακραίο παράδειγμα, η τοποθέτηση καμερών ελέγχου σε γραφεία μπορεί να εμποδίσει και όχι να δώσει κίνητρο για καλύτερη απόδοση. Επίσης, η ιατρική έρευνα έδειξε ότι η χοληστερίνη δεν προκαλεί μόνο αρτηριοσκλήρυνση, αλλά αποτελεί μία πολύπλοκη και ουσιώδη λειτουργία του σώματός μας. Όμοια, η λογιστική έρευνα έδειξε ότι το Earnings Management δεν είναι ένα απόλυτο κακό. Μέσα σε κάποια όρια προωθεί τις αποτελεσματικές αποφάσεις.

Επίδραση στην Εκτίμηση της Αξίας της Εταιρίας

Οι Hunt, Moyer και Shevlin (1995) υποστήριξαν ότι η αγοραία αξία (market value) συσχετίζεται θετικά με την έκταση της μείωσης της διακύμανσης των κερδών μέσω της εξομάλυνσής τους με το Earnings Management. Παρόλο που η εξομάλυνση αυτή έχει κερδοσκοπική έννοια, αυτό δε σημαίνει ότι όλη η εξομάλυνση είναι απαραίτητα κερδοσκοπική (opportunistic). Ο Hand (1989) παρατήρησε ότι οι μάντζερς μπορεί να εξομαλύνουν τα κέρδη ώστε να ευθυγραμμιστούν τα αποτελέσματα με τις προσδοκίες της αγοράς και ακόμη και να αυξηθεί η διάρκεια των κερδών. Εάν τα κέρδη εξομαλύνονται ώστε να προσαρμόσουν τα δημοσιευμένα κέρδη σε μία πιο σταθερή τάση, τότε το Income Smoothing μπορεί να ενισχύσει τη σχετική αξία των κερδών. Ο Subramanyam (1996) έδειξε ότι το Income Smoothing βελτιώνει τη διάρκεια και την προβλεψιμότητα των κερδών. Οι Bitner και Dolan (1996) υποστήριξαν ότι η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας αποτελεί κίνητρο για Income Smoothing. Η έρευνα αυτή πρότεινε μια θεωρητική σύνδεση μεταξύ του Income Smoothing και της αγοραίας αποτίμησης της εταιρίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι αξιολογούνται θετικά τα εξομαλυσμένα κέρδη, αλλά επίσης η

αγορά εμφανίζεται να είναι ευαίσθητη στο πως επιτυγχάνεται η εξομάλυνση των κερδών, πράγμα που υποστηρίζει μία semi-strong μορφή αποτελεσματικής αγοράς.

Ο μάνατζερ είναι σε θέση να διαθέτει την καλύτερη δυνατή εκτίμηση του διαρκούς εισοδήματος (permanent income) της εταιρίας για τους μετόχους της (Fukui 1997). Το εισόδημα αυτό (permanent income) είναι το περιοδικό εισόδημα που οι μέτοχοι αναμένουν στο διηνεκές και κεφαλαιοποιώντας το προκύπτει η αξία της επιχείρησης. Εάν το διαρκές εισόδημα είναι \$10 το χρόνο και το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 12%, τότε η αξία της εταιρίας είναι $\$10/0,12 = \$83,33$.

Το πραγματικό εισόδημα της εταιρίας μεταβάλλεται από χρόνο σε χρόνο εξαιτίας διαφόρων απρόσμενων γεγονότων. Με την πρόσβασή τους σε περισσότερη πληροφόρηση, οι μάνατζερς μπορούν να απομονώσουν την επίδραση των απρόσμενων γεγονότων καλύτερα από ότι μπορούν οι μέτοχοι. Αν για παράδειγμα, το διαρκές εισόδημα της εταιρίας παραμένει \$10, αλλά ένας παροδικός παράγοντας αυξάνει το εισόδημα σε \$11, οι μέτοχοι επειδή δεν είναι ιδιαίτερα καλά πληροφορημένοι, μπορεί να κεφαλαιοποιήσουν \$11 και να υπολογίσουν την αξία της εταιρίας $\$11/0,12 = \$91,67$, κάνοντας έτσι ένα λάθος \$8,33 ή 10%. Αν από την άλλη μεριά, η αύξηση στο εισόδημα σε \$11 ήταν μόνιμη, αλλά οι λιγότερο καλά πληροφορημένοι μέτοχοι την ερμήνευαν ως παροδική, θα συνέχιζαν να αποτιμούν την αξία της εταιρίας σε \$83,33 αντί για \$91,67, κάνοντας ξανά λάθος της τάξης του \$8,33.

Μπορεί να ζητηθεί από τους μάνατζερς να δημοσιεύουν τις μόνιμες μεταβολές στο εισόδημα χωριστά από τις παροδικές ώστε να βοηθήσουν των επενδυτές να μειώσουν τα λάθη στην αποτίμηση. Αν αναμένεται οι μεταβολές στατιστικά να εξουδετερώνονται μεταξύ τους κατά τη διάρκεια του χρόνου, οι μάνατζερς μπορούν να δημοσιεύουν το διαρκές εισόδημα το οποίο θα είναι εξομαλυσμένο. Σε αυτή την περίπτωση, το Earnings Management είναι όχι μόνο ανεχτό, αλλά ενθαρρύνεται και από τους μετόχους για δικό τους όφελος.

Η Αρχή της Αποκάλυψης (Revelation Principle)

Αν ο μάνατζερ έχει και επιδιώκει προσωπικούς στόχους (π.χ. αμοιβή), τότε σε αυτή την περίπτωση η επιθυμία του μάνατζερ να προβεί σε Earnings Management γίνεται περισσότερο εμφανής, ωστόσο γεννάται το ερώτημα γιατί οι μέτοχοι να θέλουν να επιτρέπουν στους μάνατζερς να τους παραπλανούν. Η ερώτηση μπορεί να απαντηθεί με δύο τρόπους. Η εύκολη απάντηση είναι ότι σε ένα κόσμο με διάχυτη πληροφόρηση και διαφορετικούς προσωπικούς στόχους μετόχων και μάνατζερς, οι μέτοχοι δεν έχουν άλλη επιλογή. Μια περισσότερο δυσνόητη και απρόσμενη απάντηση είναι ότι ακόμη και αν μέτοχοι έχουν επιλογή, πιθανό να προτιμήσουν να αφήσουν τους μάνατζερς να επηρεάσουν τα κέρδη.

Η Αρχή της Αποκάλυψης (*Revelation Principle*) βοηθάει να καταλάβουμε αυτό το προφανές παράδοξο. Η Αρχή αυτή υποστηρίζει ότι αν δεν υπάρχουν περιορισμοί μεταξύ των τριών Cs (communication, commitment & contract), οι μέτοχοι και οι μάνατζερς μπορούν να είναι τουλάχιστον το ίδιο καλά με τα πραγματικά κέρδη όπως και με τα «πειραγμένα» κέρδη. Με άλλα λόγια, η κατάρρευση ενός ή περισσότερων από τα τρία Cs είναι μια απαραίτητη προϋπόθεση για να είναι ωφέλιμος κάθε βαθμός (έκταση) του Earnings Management.

8. ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ, EARNINGS MANAGEMENT ΚΑΙ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η πεποίθηση ότι οι εταιρίες «πειράζουν» τα λογιστικά κέρδη είναι ευρέως διαδεδομένη από τους χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και υποστηρίζεται από συνεχώς και περισσότερες εμπειρικές έρευνες. Σύμφωνα με τους Trueman, Brett και Titman (1988) οι μάνατζερς συχνά προβαίνουν σε Earnings Management, προχωρώντας σε πράξεις που μετριάζουν τις διακυμάνσεις στα δημοσιευμένα αποτελέσματα της εταιρίας τους. Ένας λόγος είναι ότι οι μάνατζερς πιστεύουν πως οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για μία εταιρία με εξομαλυσμένη σειρά κερδών (Ronen και Sadan 1981). Στο άρθρο των Chaney και Lewis (1995) γίνεται προσπάθεια να διερευνηθεί ένα πολύ σημαντικό ερώτημα: κατά πόσο οι εταιρίες προβαίνουν σε Earnings Management επειδή θέλουν οι επενδυτές να πιστεύουν ότι η μετοχή της εταιρίας αξίζει περισσότερο.

Υπάρχουν δύο είδη εταιριών: αυτές που επιτυγχάνουν υψηλή αποτίμηση και αυτές που αποτιμούνται χαμηλά. Οι εταιρίες έχουν υψηλή αποτίμηση όταν οι επενδυτές αναμένουν από αυτές υψηλά κέρδη. Αν οι εταιρίες δημοσιεύσουν υψηλά κέρδη, οι επενδυτές θα αποτιμήσουν την εταιρία υψηλότερα, επειδή αναμένουν ότι αυτό το επίπεδο κερδών θα διατηρηθεί και στο μέλλον. Προκειμένου τα δημοσιευμένα κέρδη να αποτελούν ένα αξιόπιστο σήμα για την αξία της εταιρίας και κατ' επέκταση την αξία της μετοχής, θα πρέπει να υπάρχει κάποιος κόστος που να συνδέεται με τη δημοσίευση υπερβολικών κερδών. Διαφορετικά όλες οι εταιρίες θα εμφανίζουν το υψηλότερο δυνατό επίπεδο κερδών. Το κόστος αυτό εντοπίζεται στο γεγονός ότι τα δημοσιευμένα κέρδη φορολογούνται σε εταιρικό επίπεδο. Η εταιρική φορολόγηση δημιουργεί κάποια αντιστάθμιση μεταξύ του οφέλους που προκύπτει από την υψηλή αποτίμηση της εταιρίας και του επιπλέον φόρου λόγω της δημοσίευσης υψηλότερων κερδών. Οι μάνατζερς έχουν επιπλέον κίνητρα για Earnings Management στην περίπτωση που η αμοιβή τους συνδέεται με την αναμενόμενη μελλοντική αξία της εταιρίας.

Πολλοί επενδυτές καταλαβαίνουν ότι μόνο οι εταιρίες που έχουν υψηλή αξία είναι πρόθυμες να πληρώσουν επιπλέον εταιρικό φόρο λόγω των υψηλότερων κερδών και αξιολογούν αντίστοιχα τέτοιες εταιρίες. Από την άλλη μεριά, οι μάνατζερς εταιριών χαμηλής αξίας αντιλαμβάνονται ότι ο επιπλέον φόρος από τα υψηλότερα κέρδη υπερβαίνει τα οφέλη που προκύπτουν από την αναγνώριση της εταιρίας ως εταιρίας υψηλής αξίας και επιλέγουν πολιτική που οδηγεί σε μείωση των φόρων.

Παράλληλα, οι εταιρίες που ταξινομούνται ως εταιρίες υψηλής αποτίμησης προβαίνουν σε ενέργειες ώστε να αυξήσουν την πιθανότητα να έχουν ταξινομηθεί σωστά από τους επενδυτές επειδή υποθέτουν ότι οι επενδυτές βασίζονται στην πληροφόρηση που περιέχεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Εξομαλύνοντας τα δημοσιευμένα κέρδη γύρω από τα κέρδη που αναμένονται από την αγορά να δημοσιευτούν, οι μάνατζερς των εταιριών υψηλής αποτίμησης μπορούν να μειώσουν των αδυναμία των επενδυτών να συμπεράνουν τον τύπο της εταιρίας από τα δημοσιευμένα κέρδη, και έτσι επιτρέπουν στους επενδυτές να αυξήσουν την ορθότητα των εκτιμήσεών τους σχετικά με την αξία της εταιρίας.

Ασύμμετρη πληροφόρηση έχουμε όταν μόνο οι μάνατζερς μπορούν να δουν ποια είναι τα πραγματικά κέρδη, ο τύπος της εταιρίας και επομένως και η πραγματική αξία της μετοχής της. Εφόσον οι επενδυτές δεν μπορούν να παρατηρήσουν τα πραγματικά κέρδη, πρέπει να προσπαθήσουν να τα συμπεράνουν από τα δημοσιευμένα λογιστικά

κέρδη. Αυτό δίνει ένα κίνητρο στους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν τις καταστάσεις των κερδών ώστε να επηρεάσουν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με την αξία της εταιρίας και της μετοχής της, εφόσον η αξία της εταιρίας βασίζεται στην παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών. Τα δημοσιευμένα κέρδη επίσης επηρεάζουν την αξία της εταιρίας μέσω των εταιρικών φόρων διότι οι εταιρικοί φόροι βασίζονται στα δημοσιευμένα παρά στα πραγματικά κέρδη. Παρόλο που το φορολογητέο εισόδημα και τα δημοσιευμένα κέρδη δεν συμπίπτουν απαραίτητα, ωστόσο οι περισσότερες διαφορές μεταξύ των δύο είναι εξαιτίας προσωρινών παρά μόνιμων διαφορών.

Στα πλαίσια της τέλει πληροφόρησης οι επενδυτές ξέρουν τον τύπο της εταιρίας και μπορούν να διακρίνουν τα πραγματικά και τα δημοσιευμένα κέρδη. Ωστόσο, στα πλαίσια της ασύμμετρης πληροφόρησης οι επενδυτές δεν μπορούν να δουν ούτε τα πραγματικά κέρδη της εταιρίας ούτε τον τύπο της εταιρίας, και επομένως δεν μπορούν να αποτιμήσουν σωστά την τιμή της μετοχής. Έτσι, οι μάνατζερς των εταιριών που λαμβάνουν χαμηλή αποτίμηση επιθυμούν να μειώσουν την πληροφόρηση που περιέχεται στις καταστάσεις των αποτελεσμάτων χρήσης ώστε να αυξηθεί την πιθανότητα να ληφθούν υπόψη από τους επενδυτές ως εταιρίες υψηλής αποτίμησης. Αντίθετα, οι μάνατζερς των εταιριών υψηλής αποτίμησης επιθυμούν να ενισχύσουν το πληροφοριακό περιεχόμενο της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης.

Οι μάνατζερς αντιμετωπίζουν κάποιους περιορισμούς όσον αφορά την έκταση του Earnings Management που μπορούν να χρησιμοποιήσουν διότι οι καταστάσεις των κερδών πρέπει να συνταχθούν σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP). Οι GAAP καθορίζουν τα όρια μέσα στα οποία τα δημοσιευμένα κέρδη μπορούν να αποκλίνουν από τα πραγματικά κέρδη. Μία κατάσταση κερδών είναι συνεπής με τις GAAP αν οι τρέχουσες διαφορές μεταξύ πραγματικών και δημοσιευμένων κερδών αντιστρέφονται στο μέλλον. Χωρίς αυτό τον περιορισμό της αντιστροφής οι μάνατζερς των εταιριών χαμηλής αποτίμησης μπορούν συνεχώς να μιμούνται τις καταστάσεις κερδών των εταιριών υψηλής αποτίμησης. Εφόσον, οι GAAP περιορίζουν τους μάνατζερς από το συνεχές «φούσκωμα» των κερδών από χρόνο σε χρόνο, αυτό μπορεί αποτελεσματικά να περιορίσει τη συνεχείς λανθασμένες πρακτικές δημοσίευσης.

Οι Zmijewski και Hagerman (1981) υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερς προσπαθούν πάντα να επιτύχουν το καταλληλότερο επίπεδο δημοσιευμένων κερδών επιλέγοντας ένα σύνολο λογιστικών πολιτικών που να είναι σε συμφωνία με την στρατηγική της εταιρίας σχετικά με τα κέρδη της. Υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερς μπορούν να επιτύχουν αυτό το στόχο μέσω πολλαπλών αποδεκτών λογιστικών μεθόδων. Οι Trueman και Titman (1989) επίσης υποστηρίζουν ότι οι παράμετροι της δημοσίευσης επιλέγονται τη χρονική στιγμή μηδέν. Αυτή η υπόθεση αντανακλά την εκτίμηση ότι οι μάνατζερς δεσμεύουν συγκεκριμένες πρακτικές δημοσίευσης όταν επιλέγουν λογιστικές μεθόδους. Για παράδειγμα, οι μάνατζερς ξέροντας τον τύπο της εταιρίας και τη στρατηγική δημοσίευσης, επιλέγουν λογιστικές μεθόδους όπως οι μέθοδοι αποτίμησης αποθεμάτων ή αποσβέσεων παγίων στοιχείων εκ των προτέρων. Ωστόσο, η επιλογή των μεθόδων δεν συνεπάγεται ότι τα μελλοντικά κέρδη είναι καθορισμένα εκ των προτέρων. Στην ουσία, οι επενδυτές γνωρίζουν ότι η κάθε μέθοδος προσδιορίζει μία σειρά δυνατής δημοσίευσης κερδών γύρω από το μέσο των πραγματικών κερδών. Η σειρά αυτή υπάρχει επειδή υπάρχουν αποκλίσεις από την εφαρμογή πολλαπλών λογιστικών μεθόδων. Στην πραγματικότητα, οι μάνατζερς

μπορούν να προβούν σε Earnings Management αφού πρώτα δουν ποια είναι τα πραγματικά τους κέρδη.

Το πληροφοριακό περιεχόμενο των δημοσιευμένων καταστάσεων των αποτελεσμάτων χρήσης μπορεί να αλλάξει και αυτό φαίνεται από την ακόλουθη περίπτωση. Ας υποθέσουμε ότι οι επενδυτές γνωρίζουν ότι μία εταιρία υψηλής αποτίμησης εξομαλύνει τέλεια τα κέρδη της και δεν αλλάζει το μέσο επίπεδο των δημοσιευμένων κερδών. Αφού αυτό σημαίνει ότι τη χρονική στιγμή 1 τα κέρδη δεν έχουν μειωθεί ή αυξηθεί με τη χρήση του Earnings Management και ότι η δεσμευμένη διακύμανση των δημοσιευμένων κερδών είναι μηδέν, μια εταιρία υψηλής αποτίμησης δημοσιεύει κέρδη ίσα με το μέσο των πραγματικών της κερδών (μ_h). Επιπλέον, ας υποθέσουμε ότι οι επενδυτές επίσης γνωρίζουν ότι μία εταιρία χαμηλής αποτίμησης δε μιμείται την πολιτική δημοσίευσης των εταιριών υψηλής αποτίμησης. Σε αντίθεση με την εταιρία υψηλής αποτίμησης, αυτό συνεπάγεται ότι τα δημοσιευμένα κέρδη της εταιρίας χαμηλής αποτίμησης κατανέμονται κανονικά.

Δεδομένου αυτών των στρατηγικών δημοσίευσης, οι επενδυτές σωστά υποθέτουν ότι κάθε δημοσίευση που δεν είναι ίση με το μ_h προέρχεται από μία εταιρία χαμηλής αποτίμησης. Η μόνη περίπτωση που ο επενδυτής δεν είναι σίγουρος για τον τύπο της εταιρίας είναι όταν τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ίσα με μ_h . Σε αυτή την περίπτωση η δημοσίευση μπορεί να προέρχεται από οποιοδήποτε τύπο εταιρίας. Εφόσον οι επενδυτές γνωρίζουν ότι οι εταιρίες υψηλής αποτίμησης δημοσιεύουν κέρδη στο ύψος του μ_h με βεβαιότητα και ότι η πιθανότητα εταιρίες χαμηλής αποτίμησης να δημοσιεύσουν κέρδη στο ύψος του μ_h είναι μηδέν, ένας επενδυτής αντιμετωπίζει μια δημοσίευση στο ύψος του μ_h να προέρχεται από μία εταιρία υψηλής αποτίμησης, παρόλο που αυτό συνεπάγεται ότι μια εταιρία χαμηλής αποτίμησης είναι υπερτιμημένη εάν δημοσιεύσει μ_h .

Στην περίπτωση που το κόστος από την εξομάλυνση των κερδών είναι ικανοποιητικά χαμηλό ο μάνατζερ έχει κίνητρο να αυξήσει τα δημοσιευμένα κέρδη στην προσπάθειά του να πουλήσει μετοχές σε υψηλότερη τιμή, ανεξάρτητα από το εάν αυτό έχει ως αποτέλεσμα περισσότερο εξομαλυσμένα κέρδη. Αυτό θα αυξήσει την αντίληψη των επενδυτών για το μέσο των μελλοντικών πραγματικών κερδών της εταιρίας καθώς και την τιμή στην οποία θα πωληθούν οι μετοχές. Γενικότερα, αν τόσο ο μέσος όσο και η διακύμανση των μελλοντικών πραγματικών κερδών της εταιρίας είναι άγνωστα στους επενδυτές, υπάρχουν κίνητρα τόσο για την εξομάλυνση των κερδών (έτσι ώστε να προβάλουν χαμηλή διακύμανση) όσο και για την αύξηση των δημοσιευμένων κερδών πριν από την πώληση μετοχών (ώστε να προβάλουν ένα υψηλότερο μέσο).

Τα πράγματα είναι περισσότερο πολύπλοκα στην περίπτωση που ο μάνατζερ μπορεί να αποκτήσει ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τα μελλοντικά πραγματικά κέρδη της εταιρίας πριν πάρει την απόφαση για εξομάλυνση κερδών (Income Smoothing). Σε αυτή την περίπτωση, η απόφαση για το εάν ο μάνατζερ εξομαλύνει τα κέρδη εξαρτάται από την ιδιωτική του πληροφόρηση. Εξαιτίας αυτού η δημοσίευση των αποτελεσμάτων χρήσης της τρέχουσας περιόδου μπορεί επίσης να στείλει μήνυμα στους επενδυτές σχετικά με τα μελλοντικά πραγματικά κέρδη, επηρεάζοντας την τιμή στην οποία η εταιρία πουλά τις μετοχές της.

9. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΒΑΘΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΤΑΣΗ ΓΙΑ EARNINGS MANAGEMENT ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2002

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΟ EARNINGS MANAGEMENT

Ένα μεγάλο κομμάτι της δημοσιευμένης έρευνας στα σπουδαιότερα ακαδημαϊκά λογιστικά περιοδικά διερευνά τη σχέση μεταξύ των πληροφοριών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και των χρηματιστηριακών αγορών. Μέτοχοι, επενδυτές και δανειστές έχουν ένα εμφανές ενδιαφέρον για την αξία της εταιρίας. Βασικά υπάρχουν δύο υποθέσεις στη λογιστική βιβλιογραφία σχετικά με την αντίδραση της αγοράς στο Earnings Management. Η πρώτη είναι η γνωστή υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market Hypothesis) ενώ η δεύτερη είναι η Functional Fixation Hypothesis (FFH).

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς

Σε μία αποτελεσματική αγορά, η αξία της εταιρίας ορίζεται ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών καθαρών χρηματοροών, προεξοφλημένη με το κατάλληλο επιτόκιο. Επίσης, ο Fama (1970, 1991) ορίζει την αποτελεσματική αγορά ως μία αγορά στην οποία «οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλη την απαραίτητη πληροφόρηση». Διαφορετικά, οι επενδυτές μπορούν να ερμηνεύσουν τη λογιστική πληροφόρηση χωρίς να λάβουν υπόψη τους κανόνες που χρησιμοποιήθηκαν για την παραγωγή αυτών των πληροφοριών.

Οι επενδυτές, οι μάνατζερς, οι νομοθέτες καθώς και οι υπόλοιποι συμμετέχοντες στην αγορά ενδιαφέρονται πάρα πολύ για το εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές. Το ενδιαφέρον τους αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών και γενικότερα των χρεογράφων καθορίζουν την κατανομή του πλούτου μεταξύ των εταιριών και των ατόμων. Οι τιμές των χρεογράφων επηρεάζονται από τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση, και αυτό εξηγεί το ενδιαφέρον από τους ακαδημαϊκούς, τους ασκούμενους λογιστές καθώς και τους νομοθέτες για την έρευνα σχετικά με την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Η τρέχουσα απόδοση μιας εταιρίας όπως συνοψίζεται στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις είναι μία σημαντική αλλά όχι η μοναδική μεταβλητή για την εκτίμηση της αγοράς σχετικά με τις μελλοντικές καθарές χρηματοροές της εταιρίας και επομένως και για την αποτίμηση της εταιρίας και της μετοχής της από την αγορά. Αυτό είναι σε συμφωνία με το FASB (Financial Accounting Standard Board) σύμφωνα με το οποίο οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να βοηθούν τους επενδυτές και τους δανειστές στην εκτίμηση των ποσών, της χρονικής στιγμής και της αβεβαιότητας των μελλοντικών χρηματοροών. Επομένως, αναμένεται σχέση μεταξύ της τρέχουσας χρηματοοικονομικής απόδοσης και των μελλοντικών χρηματοροών, όπως επίσης και μια ταυτόχρονη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής απόδοσης και των τιμών των μετοχών (ή άλλων χρεογράφων) ή των αλλαγών στις τιμές των μετοχών.

Παράλληλα, η αποτελεσματικότητα της αγοράς έχει σημαντικές επιπτώσεις για το λογιστικό επάγγελμα. Μια αλλαγή από μία λογιστική μέθοδο σε άλλη χωρίς να

υπάρχει κάποια άμεση επίδραση στις ταμειακές ροές ή κάποια άλλη σημαντική επίδραση ή συνέπεια, δεν επηρεάζει την τιμή των χρεογράφων σε μία αποτελεσματική αγορά. Φυσιολογικά, το αντίθετο θα συνέβαινε εάν η αγορά δεν ήταν αποτελεσματική. Η επιλογή της αποκάλυψης ενός γεγονότος στις σημειώσεις των καταστάσεων ή της αναγνώρισής του στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχει μικρότερη επίδραση από την άποψη του αποτελέσματος του στις τιμές των χρεογράφων σε μια αποτελεσματική αγορά. Φυσιολογικά θα ισχύει το αντίθετο εάν οι αγορές δεν είναι αποτελεσματικές. Με μία αυστηρότερη ερμηνεία της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς, η σύνταξη συνεπέστερων λογιστικών καταστάσεων χωρίς αλλαγή κάποιων κανόνων (νόμων) δεν θα έχει κάποιο αποτέλεσμα στις εκτιμήσεις των επενδυτών για τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Ωστόσο, έρευνα στην ψυχολογία έχει δείξει ότι η πληροφόρηση δε θα χρησιμοποιηθεί εάν δεν είναι διαθέσιμη και ήδη προσβάσιμη (δηλαδή ξεκάθαρη). Για αυτό αμφισβητείται κατά πόσο οι εκτιμήσεις των αναλυτών για την αποτίμηση των μετοχών θα επηρεαστούν από περισσότερη διαφάνεια.

Παρόλο που η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς έχει ασκήσει μεγάλη επιρροή μεταξύ των ακαδημαϊκών, των επαγγελματιών της αγοράς καθώς και των νομοθετών φαίνεται να μην πείθει. Αυτό γίνεται φανερό από το γεγονός ότι οι επενδυτές πρέπει να δουλέψουν πολύ σκληρά ώστε να μπορέσουν να εντοπίσουν τις μετοχές οι οποίες είναι υποτιμημένες βασιζόμενοι στις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες, ή πληρώνοντας άλλους να κάνουν αυτήν την εργασία, παρόλο που η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς υποστηρίζει ότι τέτοιες προσπάθειες δεν έχουν νόημα, και οι μάνατζερς προσπαθούν να στηρίξουν την τιμή της μετοχής κρύβοντας άσχημα νέα στις σημειώσεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, ενώ οι νομοθέτες καταβάλλουν σκληρή προσπάθεια για να αποτρέψουν τέτοιες προσπάθειες, παρόλο που η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς ισχυρίζεται ότι η πληροφόρηση αντανακλάται στις τιμές των μετοχών ανεξάρτητα πόσο συγκαλυμμένη μπορεί να είναι. Επιπλέον, σε πρόσφατες έρευνες έχει αμφισβητηθεί το συμπέρασμα κάποιων παλαιότερων ερευνών (π.χ. των Beaver και Dukes, 1973) ότι οι επενδυτές μπορούν να δουν μέσα από τις επιπτώσεις διαφορετικών λογιστικών μεθόδων. Ο Bernard (1993) παρουσίασε αποδείξεις που έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.

H Functional Fixation Hypothesis

Η δεύτερη υπόθεση είναι η Functional Fixation, η οποία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές οι οποίοι δεν είναι εξοικειωμένοι με τις διαφορετικές μεθόδους παραγωγής των λογιστικών αποτελεσμάτων βασίζονται στα λογιστικά νούμερα χωρίς να δίνουν σημασία στις διαδικασίες που ακολουθήθηκαν για να προκύψουν αυτά. Η έννοια του functional fixation εισήχθη στη λογιστική έρευνα από τους Ijiri, Jaedicke και Knight (1966). Η λογιστική βιβλιογραφία σχετικά με τη functional fixation εξετάζει την ικανότητα των ατόμων που λαμβάνουν αποφάσεις να προσαρμόζουν τη διαδικασία λήψης των αποφάσεών τους στις αλλαγές των λογιστικών μεθόδων. Όταν διαφορετικές λογιστικές μέθοδοι είναι διαθέσιμες, η επιλογή της μεθόδου μπορεί συχνά να έχει σημαντική επίδραση στους άμεσα σχετιζόμενους λογαριασμούς, γεγονός που θα επηρεάσει με τη σειρά του το εισόδημα καθώς και πολλά άλλα μέτρα της απόδοσης.

Παρόλο που σημαντικές έρευνες έχουν παράσχει ισχυρές αποδείξεις για το ότι οι κεφαλαιαγορές ως σύνολο μπορούν να διακρίνουν μεταξύ διαφορετικών μεθόδων, οι έρευνες αυτές δεν αναφέρονται στην ικανότητα των ατόμων να κάνουν το ίδιο

(cf.Hand,1990). Όπως ανέφερε ο Hand συνοπτικά «οι επενδυτές δεν διευκρινίζουν σωστά την πληροφόρηση που περιέχεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και έτσι καταλήγουν σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Εκτιμά επίσης ότι η σχέση μεταξύ των λογιστικών κερδών της εταιρίας και της τιμής της μετοχής είναι απλά μηχανική και ότι οι επενδυτές μπορεί πάντα να παραπλανηθούν συστηματικά από τις λογιστικές μεθόδους και επιλογές της εταιρίας (Hand, 1999). Επιπλέον, πολλά εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι επενδυτές του Χρηματιστηρίου επηρεάζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τα λογιστικά νούμερα. (Hand 1990, Bernard και Thomas 1990, Landsman και Ohlson 1990).

Οι Lev και Ohlson (1982) παρατήρησαν ότι πολλές μελέτες στη δεκαετία του 70 γενικά επικεντρώνονταν στην ικανότητα των επενδυτών να προσαρμόζονται σε διαφορές σε «μερικές γνωστές και ανακοινώσιμες λογιστικές μεθόδους», όπως είναι οι μέθοδοι αποσβέσεων και αποτίμησης των αποθεμάτων. Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι επενδυτές μπορεί να μη μπορούν να προσαρμοστούν σε λογιστικά νούμερα που προκύπτουν από περισσότερο πολύπλοκους κανόνες. Μία εξαίρεση στα παραπάνω αποτελέσματα είναι η πιθανότητα οι επενδυτές ηθελημένα να αποφασίσουν να μην ενημερωθούν για συγκεκριμένους λογιστικούς κανόνες, γιατί ίσως αυτό να θεωρούν ότι κοστίζει. Επιπλέον, μακροπρόθεσμα τα άτομα δε χρειάζεται να έχουν βαθιά γνώση σε συγκεκριμένες λογιστικές διαδικασίες γιατί μπορούν να μάθουν παρατηρώντας τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών.

Η Ανάπτυξη του Θεωρητικού Μοντέλου και των Υποθέσεων προς Εξέταση

Η ανάπτυξη του θεωρητικού μοντέλου καθώς και η μεθοδολογία που ακολουθούμε αργότερα προέρχεται από το άρθρο του Tao JIAO (2002), η έρευνα του οποίου αναπτύχθηκε σε οικονομικές συνθήκες παρόμοιες με αυτές του αντιμετωπίζει το Ελληνικό Χρηματιστήριο την περίοδο 2000 – 2002, και αναφέρεται στην Κίνα.

Βασιζόμενοι στην ευρέως υποστηριζόμενη θεωρία Functional Fixation, είναι λογικό να υποθέσουμε ότι στο Χρηματιστήριο υπάρχει αντίδραση στο Earnings Management της εταιρίας, και οι επενδυτές αξιολογούν τα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας με ένα συγκεκριμένο επίπεδο του δείκτη P/E (τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή) έστω K. Επομένως, έχουμε:

$$P = K * (EPS + EPS') \quad (1)$$

Όπου **P** = η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρίας

EPS = Τα πραγματικά κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας και

EPS' = Τα κέρδη που προέκυψαν μέσω του Earnings Management του χρησιμοποιήσε η εταιρία και ισχύει ότι:

EPS' = Δημοσιευμένα Λογιστικά Κέρδη – Πραγματικά Κέρδη

Επομένως,

EPS + EPS': είναι τα δημοσιευμένα κέρδη της εταιρίας την τρέχουσα περίοδο.

Παίρνοντας την πρώτη παράγωγο της (1) έχουμε τα εξής:

$$\frac{\partial P}{\partial EPS'} = K \quad (2)$$

Αν υποθέσουμε ότι ο συνολικός αριθμός των μετοχών της εταιρίας είναι N και π' είναι το μέρος το κερδών που προέκυψαν μέσω του Earnings Management, τότε η σχέση (2) μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\frac{\partial P}{\partial(\frac{\pi'}{N})} = K$$

Μετατρέποντάς το παίρνουμε την εξής σχέση:

$$\frac{\partial P}{\partial \pi'} = \frac{K}{N} \quad (3)$$

Η σχέση (3) μας δείχνει τη συσχέτιση μεταξύ του βαθμού αντίδρασης της τιμής της μετοχής στα επιπλέον κέρδη που προκύπτουν μέσω της χρήσης του Earnings Management και του P/E της μετοχής της εταιρίας.

Είναι πολύ πιο εύκολο για τους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν τον δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή K , ώστε κατά προσέγγιση να εκτιμήσουν την επίδραση των επιπλέον κερδών που προκύπτουν μέσω του Earnings Management, από το να ξέρουν ακριβώς το βαθμό αντίδρασης της τιμής της μετοχής στα επιπλέον κέρδη, $\frac{\partial P}{\partial \pi'}$.

Επιπλέον, από την πλευρά της εμπειρικής έρευνας, είναι επίσης πολύ πιο εύκολο να συλλέξουμε στοιχεία για τον δείκτη P/E των εισηγμένων εταιριών από το να υπολογίσουμε το βαθμό αντίδρασης της τιμής της μετοχής στα επιπλέον κέρδη που προκύπτουν μέσω της χρήσης του Earnings Management, $\frac{\partial P}{\partial \pi'}$. Οι δείκτες P/E των εταιριών είναι διαθέσιμοι σε πολλές βάσεις δεδομένων για το Χρηματιστήριο, αλλά και ο απευθείας υπολογισμός τους είναι απλός. Αντίθετα, προκειμένου να πάρουμε το $\frac{\partial P}{\partial \pi'}$ πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο του event study ώστε να το προσδιορίσουμε, το οποίο απαιτεί πολύ περισσότερη επεξεργασία δεδομένων και είναι πολύ δυσκολότερο.

Ωστόσο, ακόμη και αν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο του event study ώστε να υπολογίσουμε το $\frac{\partial P}{\partial \pi'}$ με μεγαλύτερη ακρίβεια, αυτό που θα πάρουμε είναι η αντίδραση της τιμής της μετοχής στα επιπλέον κέρδη που προκύπτουν από το Earnings Management και όχι τις αντιδράσεις που εκτιμούν οι μάνατζερς ότι θα υπάρξουν όταν αποφασίσουν την έκταση του Earnings Management που θα χρησιμοποιήσουν. Έτσι, το $\frac{\partial P}{\partial \pi'}$ που προκύπτει με τη μέθοδο του event study δεν μπορεί να υπολογίσει τη διαδικασία με την οποία οι μάνατζερς εκτιμούν την επίδραση των επιπλέον κερδών που προκύπτουν μέσω του Earnings Management και

τη διαδικασία με την οποία το Earnings Management επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής.

Βασιζόμενοι στους παραπάνω λόγους, προτείνουμε δύο υποθέσεις για την επίδραση του δείκτη P/E της εταιρίας στη στάση της εταιρίας απέναντι στο Earnings Management.

H_{1a}: Ο βαθμός στον οποίο μία εταιρία προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη της P/E.

H_{2a}: Η τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη της P/E.

Ωστόσο, στην πράξη οι μάνατζερς που παίρνουν την απόφαση να προχωρήσουν σε Earnings Management είναι πολύ πιθανό να μη χρησιμοποιήσουν ως σημείο αναφοράς το δείκτη P/E της μετοχής της εταιρίας τους, αλλά να χρησιμοποιήσουν το δείκτη P/E του μέσου όρου του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, και οι λόγοι είναι οι ακόλουθοι:

Πρώτον, παρόλο που η επίδραση των επιπλέον κερδών που προκύπτουν μέσω του Earnings Management συσχετίζονται άμεσα με το δείκτη P/E της μετοχής της εταιρίας, ωστόσο το P/E της εταιρίας μπορεί να παρουσιάζει μεγάλη αστάθεια (διακύμανση). Σε μία τέτοια περίπτωση θα είναι δύσκολο για τους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν άμεσα το P/E της εταιρίας ώστε να εκτιμήσουν την επίδραση των επιπλέον κερδών. Ωστόσο, ο μέσος όρος του P/E του κλάδου της εταιρίας, ο οποίος είναι ο μέσος όλων των P/E των μετοχών από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο με την εν λόγω εταιρία, μεταβάλλεται πιο ήπια από ότι το P/E της κάθε εταιρίας.

Δεύτερον, συνήθης τακτική στο Χρηματιστήριο όταν οι εταιρίες πρόκειται να εκδώσουν νέες μετοχές είναι η χρήση του μέσου όρου του P/E του κλάδου της εταιρίας ως σημείο αναφοράς για τον καθορισμό της τιμής των προσφερόμενων μετοχών. Επομένως, οι μάνατζερς είναι περισσότερο πιθανό να χρησιμοποιήσουν το μέσο όρο του P/E του κλάδου ώστε να εκτιμήσουν την επίδραση των επιπλέον κερδών που προκύπτουν μέσω του Earnings Management στα οφέλη που θα προκύψουν από την έκδοση ή διάθεση των νέων μετοχών.

Βασιζόμενοι στους παραπάνω λόγους, προτείνουμε δύο ανταγωνιστικές προτάσεις σχετικά με την επίδραση του επιπέδου τιμών του κλάδου του Χρηματιστηρίου που ανήκει η εταιρία στην στάση της εταιρίας όσον αφορά το Earnings Management.

H_{1b}: Ο βαθμός στον οποίο μία εταιρία προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη P/E του κλάδου.

H_{2b}: Η τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη P/E του κλάδου.

Ανάπτυξη Μεθοδολογίας

Προκειμένου να ελέγξουμε την H_{1a} και H_{1b} απλά θα χρησιμοποιήσουμε μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης, Ωστε να πραγματοποιήσουμε την εμπειρική μας ανάλυση. Ο βασικός τύπος της γραμμικής παλινδρόμησης στην μελέτη μας είναι ο ακόλουθος:

$$Y = A + BX + \varepsilon$$

Όπου

Y: Είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, ο βαθμός του Earnings Management της εταιρίας τους δείγματος (δηλαδή σε τι έκταση η εταιρία προβαίνει σε Earnings Management), και ορίζεται ως εξής:

$$Y = \frac{\pi'}{\pi} = \frac{\text{Δημοσιευμένα Κέρδη} - \text{Πραγματικά Κέρδη}}{\text{Πραγματικά Κέρδη}}$$

A: Είναι μία σταθερά

B: Είναι το διάνυσμα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών

X: Είναι το διάνυσμα των ανεξάρτητων μεταβλητών (συνδυασμός των δεικτών P/E)

ε : Το τυπικό σφάλμα

Το ε αποτελεί τη μη συστηματική συνιστώσα και μπορεί να ερμηνευτεί ως το ποσοστό της μεταβλητότητας της τυχαίας μεταβλητής y που δεν ερμηνεύεται από τη συστηματική συνιστώσα (μεταβλητή x). Η προσθήκη της ε στο σχήμα εκφράζει το γεγονός ότι βρισκόμαστε σε στοχαστικό περιβάλλον μέσα στο οποίο ποτέ η μεταβλητότητα της τυχαίας μεταβλητής y δε θα εξηγηθεί σε ποσοστό 100% από κάποια άλλη μεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι η πληροφορία x ερμηνεύει την y ως κάποιο σημείο. Πέραν από αυτό το σημείο αναλαμβάνει η τυχαιότητα ε .

Βασιζόμενοι στην υπόθεση που θέλουμε να ελέγξουμε, ο συνδυασμός του δείκτη P/E, η ανεξάρτητη μεταβλητή, επίσης διαφέρει. Γι' αυτό μπορούμε να παράγουμε πέντε μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης τα οποία είναι τα εξής:

Μοντέλο 1 - X = [O δείκτης P/E I της εταιρίας]

Μοντέλο 2 - X = [O μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]

Μοντέλο 3 - X = [O δείκτης P/E I της εταιρίας, O μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]

Μοντέλο 4 - X = [O δείκτης P/E II της εταιρίας]

Μοντέλο 5 - X = [O δείκτης P/E II της εταιρίας, O μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]

Προκειμένου να υποστηρίξουμε την H_{1a} και/ή H_{1b} θα ελέγξουμε εάν οι συντελεστές στα παραπάνω 5 μοντέλα δίνουν τις παρακάτω ενδείξεις:

ΜΟΝΤΕΛΑ	Ισχύει η H_{1a}	Ισχύει η H_{1b}
Μοντέλο 1		Ο συντελεστής του δείκτη P/E I της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 2	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	
Μοντέλο 3	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	Ο συντελεστής του δείκτη P/E I της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 4		Ο συντελεστής του δείκτη P/E II της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 5	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	Ο συντελεστής του δείκτη P/E II της εταιρίας > 0 & σημαντικός

Προκειμένου να ελέγξουμε την H_{2a} και H_{2b} χρησιμοποιούμε Logit μοντέλο. Το Logit μοντέλο είναι πολύ χρήσιμο στις εμπειρικές μελέτες στα οικονομικά και στο Management όταν ο σκοπός της μελέτης είναι η πρόβλεψη της πιθανότητας συγκεκριμένο οικονομικό ή επιχειρηματικό φαινόμενο θα συμβεί, και η εξαρτημένη μεταβλητή διακριτή παρά συνεχή μεταβλητή. Σε τέτοιες περιπτώσεις το Logit ή το Probit μοντέλο είναι πιο κατάλληλο για την ανάλυση. Τα Logit και τα Probit μοντέλα συνήθως εναλλάσσονται στην οικονομετρική ανάλυση και εδώ επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε το Logit μοντέλο.

Για το Logit μοντέλο, έστω ότι:

$p(i, t)$: Είναι η πιθανότητα η εταιρία i να προχωρεί σε Earnings Management το έτος t

$X(i, t)$: Είναι το διάνυσμα του δείκτη P/E της εταιρίας i , και

β : Το διάνυσμα των συντελεστών που πρόκειται να υπολογιστούν.

Οπότε έχουμε:

$$p(i, t) = 1 / [1 + e^{-\beta X(i, t)}]$$

Μπορούμε να προσδιορίσουμε τον τύπο του $p(i, t)$ εισάγοντας το διάνυσμα του δείκτη P/E.

Ομοίως με τα μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης, βασιζόμενοι στην υπόθεση που θέλουμε να ελέγξουμε, η ανεξάρτητη μεταβλητή επίσης διαφέρει. Έτσι, μπορούμε να παράγουμε 5 Logit μοντέλα τα οποία είναι τα εξής:

Μοντέλο 1 - X	=	[Ο δείκτης P/E I της εταιρίας]
Μοντέλο 2 - X	=	[Ο μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]
Μοντέλο 3 - X	=	[Ο δείκτης P/E I της εταιρίας, Ο μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]
Μοντέλο 4 - X	=	[Ο δείκτης P/E II της εταιρίας]
Μοντέλο 5 - X	=	[Ο δείκτης P/E II της εταιρίας, Ο μέσος όρος του δείκτη P/E του κλάδου]

Προκειμένου να υποστηρίξουμε την H_{2a} και/ή H_{2b} θα ελέγξουμε εάν οι συντελεστές στα παραπάνω 5 μοντέλα δίνουν τις παρακάτω ενδείξεις:

ΜΟΝΤΕΛΑ	Ισχύει η H_{1a}	Ισχύει η H_{1b}
Μοντέλο 1		Ο συντελεστής του δείκτη P/E I της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 2	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	
Μοντέλο 3	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	Ο συντελεστής του δείκτη P/E I της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 4		Ο συντελεστής του δείκτη P/E II της εταιρίας > 0 & σημαντικός
Μοντέλο 5	Ο συντελεστής του δείκτη P/E του Μ.Ο. του κλάδου > 0 & σημαντικός	Ο συντελεστής του δείκτη P/E II της εταιρίας > 0 & σημαντικός

Όπου

P/E I : Είναι ο λόγος του μέσου όρου της πρώτης και της τελευταίας τιμής της μετοχής στο έτος και των κερδών ανά μετοχή του τελευταίου λογιστικού έτους.

P/E II : Είναι ο λόγος του μέσου όρου της πρώτης και της τελευταίας τιμής της μετοχής στο έτος και των κερδών ανά μετοχή του επόμενου λογιστικού έτους.

P/E του Μ.Ο. του κλάδου: Είναι ο μέσος όρος των δεικτών P/E των εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο του Χ.Α.Α.

Ο μέσος δείκτης P/E του κλάδου, ο P/E I και ο P/E II αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές για το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης και το Logit μοντέλο.

Εισάγοντας το μοντέλο 1 όπου ως ανεξάρτητη μεταβλητή έχουμε το P/E I, ουσιαστικά ελέγχουμε την σχέση του Ex – post Earnings Management με την τιμή της μετοχής, αφού Ex – post Earnings Management έχουμε όταν οι μάνατζερς, προσπαθώντας να αντιμετωπίσουν κάποια μείωση στην απόδοση και στα κέρδη της

εταιρίας, προχωρούν σε τέτοιες λογιστικές επιλογές σήμερα ώστε να ενισχύσουν τη σημερινή απόδοση των δημοσιευμένων κερδών και να αναβάλλουν την αρχική μείωση.

Αντίθετα, Εισάγοντας το μοντέλο 4 όπου ως ανεξάρτητη μεταβλητή έχουμε το P/E II, ουσιαστικά ελέγχουμε την σχέση του Ex – ante Earnings Management με την τιμή της μετοχής, αφού Ex – ante Earnings Management έχουμε όταν οι μάνατζερς προχωρούν σε τέτοιους λογιστικούς χειρισμούς σήμερα ώστε να αυξηθεί η πιθανότητα οι εταιρίες τους να δημοσιεύσουν εξομαλυσμένη και σταθερή ανάπτυξη κερδών με σκοπό να επηρεάσουν την απόδοση και τα κέρδη μελλοντικών περιόδων.

ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Δεδομένα

Για τον υπολογισμό των αποκλίσεων μεταξύ των δημοσιευμένων και πραγματικών κερδών χρησιμοποιήθηκαν τα κέρδη χρήσης όπως προκύπτουν από τις λογιστικές καταστάσεις των εταιριών, τα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών όπως αυτά δημοσιεύονται μαζί με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις καθώς και οι σημειώσεις των ισολογισμών. Οι ισολογισμοί των εισηγμένων εταιριών καθώς και τα αντίστοιχα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών προέρχονται από τις ιστοσελίδες των εταιριών καθώς και από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Όλες οι ιστοσελίδες των εισηγμένων υπάρχουν στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου www.ase.gr. Προκειμένου να υπολογίσουμε τα πραγματικά κέρδη στηριχθήκαμε στο Κ.Ν. 2190/1920 καθώς και στα βιβλία “Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης”(2001) και “Χρηματοοικονομική Λογιστική”(2003) του Γεωργίου Στ. Αληφαντή. Αναλυτικά οι παραπομπές στον Κ.Ν. 2190/1920 καθώς και η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την αναμόρφωση των αποτελεσμάτων υπάρχουν στα παράρτημα.

Για τον υπολογισμό του δείκτη P/E των εταιριών αλλά και του μέσου όρου των κλάδων του Χρηματιστηρίου χρησιμοποιήθηκαν ομοίως οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών από τις οποίες προκύπτουν τα κέρδη αλλά και ο αριθμός των μετοχών. Για τον αριθμητή του δείκτη P/E χρησιμοποιήσαμε το μέσο όρο της χρηματιστηριακής τιμής της πρώτης και της τελευταίας ημέρας του έτους τις οποίες πήραμε από το FINANCE και την εφημερίδα «ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ». Για τον υπολογισμό του μέσου όρου του δείκτη P/E του κλάδου αρχικά υπολογίσαμε όλα τα P/E των εισηγμένων εταιριών και ανάλογα με το διαχωρισμό τους σε κλάδους στο Χρηματιστήριο υπολογίσαμε τους μέσους όρους.

Επιλογή του Δείγματος

Το δείγμα των εταιριών αποτελείται από 125 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την τριετία 2000 – 2002 δηλαδή την περίοδο της μεγάλης πτώσης του δείκτη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η περίοδος 2000-2002 ήταν πολύ δύσκολη για το Ελληνικό Χρηματιστήριο, αφού υπέφερε από μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών και έλλειψη ρευστότητας. Η συγκεκριμένη περίοδος επιλέχτηκε επειδή τότε παρουσιάστηκε το φαινόμενο της μεγάλης αύξησης των παρατηρήσεων στα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών καθώς και στις σημειώσεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Το γεγονός αυτό συνέπεσε με την περίοδο μετά το σκάσιμο της φούσκας στο Χρηματιστήριο, επομένως εξετάζουμε κατά πόσον την περίοδο της μεγάλης πτώσης στο Χρηματιστήριο, οι τιμές των μετοχών επηρέασαν το βαθμό και την τάση των εταιριών για Earnings Management.

Τα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών όπως επίσης και ο εντοπισμός λανθασμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων έχει έρθει στο φως της δημοσιότητας στην Ελλάδα εξαιτίας της αύξησης του αριθμού των εταιριών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (και της άντλησης κεφαλαίων μέσω της δημόσιας προσφοράς μετοχών).

Τα κριτήρια επιλογής του δείγματος είναι τα εξής:

1. Εξαιρούνται οι εταιρίες που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα για λόγους συγκρισιμότητας, δηλαδή οι εταιρίες από τους κλάδους τραπεζών, ασφαλειών,

χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιριών επενδύσεων, εταιριών συμμετοχών & παροχής συμβουλών και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας.

2. Οι εταιρίες του δείγματος είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. την τριετία 2000-2002, ώστε να είναι δυνατός ο υπολογισμός του δείκτη P/E (χρηματιστηριακή τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή. Οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν και τα τρία έτη κέρδη για δύο λόγους: Πρώτον, για να είναι εφικτός ο υπολογισμός του δείκτη P/E. Ο δείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημίες. Επίσης, όταν τα κέρδη της επιχείρησης είναι μηδέν, ο δείκτης ισούται με το άπειρο και ομοίως δεν υπολογίζεται. Δεύτερον διότι συνήθως οι εταιρίες οι οποίες εμφανίζουν ζημιογόνο αποτέλεσμα σε κάποια χρήση, την προηγούμενη χρήση είχαν πάρα πολύ χαμηλά κέρδη, πράγμα που συνεπάγεται σχεδόν μηδενικό παρανομαστή στο δείκτη P/E και επομένως ένα εξωπραγματικό P/E.
3. Οι εταιρίες του δείγματος έχουν επιλεγεί με τρόπο ώστε να καλύπτονται οι υπόλοιποι κλάδοι του Χρηματιστηρίου λαμβάνοντας υπόψη τη σπουδαιότητά του καθώς και το πλήθος των εταιριών που περιλαμβάνει.
4. Αποφεύχθηκαν οι εταιρίες οι οποίες περιλαμβάνουν ασάφειες στα πιστοποιητικά των ορκωτών ελεγκτών (π.χ. αδυναμία υπολογισμού της πρόβλεψης αποζημίωσης του προσωπικού λόγω μεγάλου αριθμού ή μη αναγραφή του ποσού της ζημίας από αποτίμηση συμμετοχών και χρεογράφων).

Συνολικά προχωρήσαμε στην αναμόρφωση των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων χρήσης για 125 εισηγμένες εταιρίες που πληρούν τα παραπάνω κριτήρια. Από τις εταιρίες αυτές δεν θα περιληφθούν όλες στο δείγμα μας. Θα εξαιρέσουμε τις εξής:

∅ Τις εταιρίες που ενώ τα δημοσιευμένα αποτελέσματα είναι κέρδη, τα πραγματικά είναι ζημίες.

∅ Τις εταιρίες που εάν η αναμόρφωση των αποτελεσμάτων γίνονταν μεμονωμένα για κάθε χρήση θα εμφάνιζαν πραγματικά αποτελέσματα χαμηλότερα από τα δημοσιευμένα, ενώ με τη διαδικασία αναμόρφωσης που ακολουθήσαμε – λαμβάνοντας υπόψη και τις προηγούμενες χρήσεις – εμφανίζουν σε κάποιες χρήσεις πραγματικά αποτελέσματα υψηλότερα από τα δημοσιευμένα. (Για παράδειγμα, αν μια εταιρία δεν έχει επιβαρύνει τα αποτελέσματα χρήσης με ζημίες από υποτίμηση χρεογράφων ύψους €100.000 τη χρήση 1 και €40.000 τη χρήση 2, τότε εάν η αναμόρφωση γίνονταν μεμονωμένα για κάθε χρήση τα κέρδη της χρήσης 1 θα μειώνονταν κατά €100.000 ενώ της χρήσης 2 κατά €40.000, Όμως με τη διαδικασία αναμόρφωσης που ακολουθούμε λαμβάνοντας υπόψη και τις προηγούμενες χρήσεις, τα κέρδη της χρήσης 1 θα μειωθούν κατά €100.000, ενώ της χρήσης 2 θα αυξηθούν κατά €60.000).

Οι παραπάνω εξαιρέσεις γίνονται προκειμένου να υπάρξει ομοιογένεια στο δείγμα μας. Επίσης, αφαιρούμε κάποιες ακραίες τιμές όπου ο δείκτης P/E είναι υπερβολικά υψηλός επειδή τα κέρδη εκείνης της περιόδου ήταν πολύ χαμηλά με αποτέλεσμα ο παρανομαστής του δείκτη να είναι κοντά στο μηδέν.

Με βάση όλα τα παραπάνω το δείγμα για το έτος 2000 αποτελείται από 71 παρατηρήσεις, για το 2001 από 72 και τέλος για το 2002 από 70 παρατηρήσεις. Στο παράρτημα υπάρχουν αναλυτικά τα δείγματα εταιριών των τριών ετών.

**ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΕΩΝ
ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Προκειμένου να αναμορφώσουμε τα αποτελέσματα χρήσεως των κερδών των εταιριών στηριχθήκαμε στις αρχές και κανόνες συντάξεως των ισολογισμών των Α.Ε. και Ε.Π.Ε. που περιλαμβάνονται στο Κ.Ν. 2190/1920, στηριζόμενοι βέβαια στις σημειώσεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών. Κατά την άποψη του Υπουργείου Εμπορίου η μη εφαρμογή του Κ.Ν. 2190/1920 σχετικά με τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να θεωρηθεί ως τυπική παράβαση του Κ.Ν. 2190/1920. Αναλυτικά η μεθοδολογία που ακολουθήσαμε προκειμένου να αναμορφώσουμε τα κέρδη χρήσης υπάρχει στο παράρτημα στο τμήμα Α και σελίδα 69.

Μετά τη διαδικασία αναμόρφωσης στα κέρδη χρήσης των εταιριών του δείγματος που επιλέξαμε με βάση τα κριτήρια που αναφέραμε παραπάνω και την ακόλουθη εύρεση των αποκλίσεων των δημοσιευμένων κερδών προκύπτουν κάποια πολύ ενδιαφέροντα στοιχεία που αξίζουν το σχολιασμό μας. Παρακάτω παρουσιάζουμε τις σημαντικότερες παρατηρήσεις μας που προέκυψαν κατά την ανασύνταξη των κερδών χρήσης.

Η συντριπτική πλειονότητα των εισηγμένων εταιριών εφαρμόζει νόμιμες λογιστικές διαδικασίες, οι οποίες όμως παρεκκλίνουν από τον Κ.Ν. 2190/1920 για τις ανώνυμες εταιρείες, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην έχουν τη δυνατότητα σύγκρισης δύο ισολογισμών εταιριών οι οποίες δραστηριοποιούνται στο ίδιο αντικείμενο και είναι περίπου του ίδιου μεγέθους, αφού η μια προχωρεί σε Earnings Management ενώ η άλλη όχι.

Οι εταιρίες του δείγματος προχωρούν σε Earnings Management προκειμένου να παρουσιάσουν μια σταθερότερη πορεία στα κέρδη εξομαλύνοντας τις διακυμάνσεις. Με τον τρόπο αυτό πολλές εταιρίες αποφεύγουν την εμφάνιση ζημιών για τρεις συνεχόμενες χρήσεις και κατά συνέπεια την επιτήρηση των μετοχών τους, αλλά κυρίως επιδιώκουν να επηρεάσουν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με τον κίνδυνο και την αξία της εταιρίας και επομένως της μετοχής της.

Παράλληλα, πολύ σημαντικό είναι να σημειώσουμε ότι η πτώση της τιμής της μετοχής αποτέλεσε λόγο για να αυξηθεί ο βαθμός και η τάση για Earnings Management αφού η πτώση των τιμών των μετοχών οδήγησε πολλές εισηγμένες εταιρίες σε μεγάλες ζημίες από συμμετοχές και χρεόγραφα άλλων εισηγμένων εταιριών που είχαν στην κατοχή τους, τις οποίες όμως η πλειοψηφία αυτών απέφυγε να εμφανίσει στα αποτελέσματα χρήσης με συνέπεια αυτά να εμφανίζονται αυξημένα.

Οι πιο συνηθισμένες παρατηρήσεις έχουν να κάνουν με τις επισφάλειες, δηλαδή με χρήματα που ίσως δεν εισπράξει ποτέ η εταιρεία. Οι λογιστές «κομψά» το αναφέρουν ως «Ακίνητα υπόλοιπα πελατών», αλλά η ουσία είναι η ίδια: μη σχηματισμός προβλέψεων για απαιτήσεις σε καθυστέρηση. Όμοια, πολλές εταιρίες αποφεύγουν να σχηματίσουν προβλέψεις για επίδικες απαιτήσεις ή να επιβαρύνουν τα αποτελέσματα με ζημίες από ανεπίδεκτες εισπραξής απαιτήσεις. Άλλη παρατήρηση είναι οι Προβλέψεις Εξόδων. Δηλαδή υποχρεώσεις που δεν απεικονίζονται στη συγκεκριμένη λογιστική κατάσταση, αλλά στο άμεσο μέλλον θα εκταμιευθούν κάποια ποσά που θα επιβαρύνουν τα κέρδη.

Μια σημαντική παρατήρηση έχει να κάνει με τα αποθέματα: υπάρχει περίπτωση να είναι απαξιωμένα και από αυτά η εταιρεία να μην εισπράξει τίποτε ή ελάχιστα σε σχέση με τα χρήματα με τα οποία τα είχε αποκτήσει. Ή συχνά στο λογαριασμό «αποθέματα» περιλαμβάνονται προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων οι οποίες είναι αμφιβόλου εισπραξης και για τις οποίες δεν έχει σχηματιστεί σχετική πρόβλεψη.

Επίσης οι παρατηρήσεις για τη μη διενέργεια αποσβέσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικές, καθώς θα επιβαρύνουν έτσι και αλλιώς στο μέλλον τα κέρδη αφού είναι υποχρεωτικές. Συχνή επίσης παρατήρηση στις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών είναι ο μη σχηματισμός αποσβέσεων επί των εξόδων πολυετούς απόσβεσης ή και η υπαγωγή στα έξοδα πολυετούς απόσβεσης λειτουργικών δαπανών όπως είναι η διαφημιστική προβολή, αντί να επιβαρύνουν απευθείας τα έξοδα λειτουργίας διάθεσης.

Ωστόσο η πιο έντονη πρακτική για την αύξηση των αποτελεσμάτων που επιστράτευαν οι εισηγμένες εταιρίες σχετίζεται με την αποτίμηση συμμετοχών ή χρεογράφων. Προκειμένου να αποφύγουν τη δραματική μείωση της καθαρής τους θέσης, πολλές εταιρίες έλαβαν ως βάση αποτίμησης την εσωτερική λογιστική αξία αφού ήταν υψηλότερη της μέσης χρηματιστηριακής τιμής Δεκεμβρίου, ενώ σε άλλες συμμετοχές το ιστορικό κόστος. Σε άλλες περιπτώσεις η ζημιά από αποτίμηση συμμετοχών και χρεογράφων αφαιρέθηκε από τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας και δεν επιβάρυνε τα αποτελέσματα της χρήσης όπως προβλέπει η νομοθεσία.

**ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ**

**Σχολιασμός Αποτελεσμάτων από το
Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης**

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύονται και σχολιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τις παλινδρομήσεις μας. Για την εκτίμηση του βαθμού στον οποίο το Earnings Management επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής, χρησιμοποιούμε το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης (OLS). Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη χρησιμοποίηση του EVIEWS. Αυτό σημαίνει ότι αφού εισάγουμε τα δεδομένα μας και καθορίσουμε τις μεταβλητές μας, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα (Equation output). Σε κάθε ένα από τα μοντέλα η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E της εταιρίας ή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία ή και τα δύο, ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή είναι πάντα ο λόγος της διαφοράς των δημοσιευμένων κερδών μείον τα πραγματικά κέρδη, προς τα πραγματικά κέρδη. Αναλυτικότερα, οι πίνακες του Eviews που προέκυψαν από τις παλινδρομήσεις με τη γραμμική μέθοδο παραθέτονται στο παράρτημα όπως επίσης και τα δείγματα που χρησιμοποιήθηκαν στις αντίστοιχες παλινδρομήσεις.

Οι πίνακες που ακολουθούν προκύπτουν από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που τρέξαμε εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία μας και τα μοντέλα που ορίσαμε. Οι πίνακες αυτοί παρουσιάζουν τα στατιστικά δεδομένα που χρειαζόμαστε προκειμένου να αποφασίσουμε εάν θα αποδεχτούμε ή όχι τις υποθέσεις που αναπτύξαμε προηγουμένως. Σημειώνουμε ότι σε αυτήν την περίπτωση τα υπόλοιπα στατιστικά που εμφανίζονται δε θα μας απασχολήσουν διότι κάποια δεν έχουν νόημα. Η διαδικασία του ελέγχου υποθέσεων στη Στατιστική είναι θεμελιώδους σημασίας και ουσιαστικά αποσκοπεί στο να δώσει απαντήσεις σε ερωτήματα του τύπου εάν η παράμετρος του Στατιστικού Μοντέλου παίρνει κάποια συγκεκριμένη τιμή στον παραμετρικό χώρο που ορίζεται. Την υπόθεση που ενδιαφερόμαστε να ελέγξουμε (υπόθεση ενδιαφέροντος) τη συμβολίζουμε με H_0 .

Όπως αναφέραμε προηγουμένως αυτό που μας ενδιαφέρει είναι η στατιστική σημαντικότητα καθώς και το πρόσημο (θέλουμε να είναι θετικό) του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής. Οι παρακάτω πίνακες αποτελούνται από πέντε στήλες. Στην πρώτη στήλη αναφέρονται τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στις παλινδρομήσεις όπως τα ορίσαμε κατά την ανάπτυξη της μεθοδολογίας, ενώ στη δεύτερη οι ανεξάρτητες μεταβλητές των αντίστοιχων μοντέλων. Έπειτα, στην τρίτη στήλη (Coefficient) αναγράφονται οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής εκφράζει τη μεταβολή που θα επέλθει στην y_i εάν η ανεξάρτητη μεταβλητή μεταβληθεί κατά μία μονάδα και όλες οι υπόλοιπες τιμές παραμένουν σταθερές. Οι συντελεστές των μεταβλητών ερμηνεύονται ως η κλίση της σχέσης της αντίστοιχης ανεξάρτητης μεταβλητής και της εξαρτημένης, υποθέτοντας ότι οι υπόλοιπες δε μεταβάλλονται. Όταν το Coefficient είναι διάφορο του μηδενός τότε μπορούμε να ισχυριστούμε εξάρτηση διότι η εκτίμηση της παραμέτρου β_1 που δείχνει το βαθμό στον οποίο η y_i (εξαρτημένη μεταβλητή) εξαρτάται γραμμικά από την x_i (ανεξάρτητη μεταβλητή) είναι διάφορη του μηδενός. Βέβαια για το τελευταίο δηλαδή για το $\beta_1 \neq 0$ δεν μπορούμε να είμαστε “στατιστικά βέβαιοι” πριν προχωρήσουμε σε έλεγχο της υπόθεσης $\beta_1=0$.

Προκειμένου να αποδεχτούμε την υπόθεσή μας πρέπει ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής (Coefficient) να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός. Η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής διαπιστώνεται από το t-Statistic ή το Prob. (p-value). Στην τέταρτη και πέμπτη στήλη αντίστοιχα παρουσιάζονται το t-Statistic και το Prob. (p-value) των μοντέλων.

Το p-value σχετίζεται με έναν έλεγχο υποθέσεων και μπορεί να ερμηνευτεί ως μέτρο της αξιοπιστίας που τα παρατηρούμενα δεδομένα δίνουν στην H_0 . Το ενδιαφέρον μας εστιάζεται στην αρχική υπόθεση (H_0) ότι ο συντελεστής (coefficient) της ανεξάρτητης μεταβλητής λαμβάνει την τιμή μηδέν, διότι σε αυτή την περίπτωση η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν επηρεάζει καθόλου την y_i η οποία γίνεται ίση με τη μη συστηματική συνιστώσα του μοντέλου. Άρα ελέγχοντας την H_0 , ουσιαστικά ελέγχουμε αν η x_i συμμετέχει στην παλινδρόμηση ή όχι. Αποδοχή της H_0 σημαίνει ότι η x_i δεν επηρεάζει την y_i . Αντίθετα, απόρριψη της H_0 σημαίνει ότι η x_i όντως επηρεάζει την y_i .

Όταν μας δίνεται το p-value, μπορούμε με μια ματιά να πούμε εάν απορρίπτουμε ή αποδεχόμαστε την υπόθεση ότι ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι μηδέν. Για να απορριφθεί η H_0 και να ισχύει ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή πράγματι επηρεάζει την y_i θα πρέπει το p-value να είναι μικρότερο του επιπέδου σημαντικότητας που ορίζεται για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Το p-value είναι η πιθανότητα η ελεγχοσυνάρτηση t_y να πάρει τιμή μεγαλύτερη από το t-statistic που έχει υπολογιστεί, με την υπόθεση ότι τα σφάλματα κατανέμονται κανονικά ή ότι οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών (coefficients) είναι ασυμπτωτικά κανονικοί.

Εάν ο έλεγχος διεξάγεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ένα p-value μικρότερο από 0,05 είναι ένδειξη για την απόρριψη της H_0 (ότι η τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (coefficient) είναι μηδέν). Έτσι, χαμηλές τιμές του p-value οδηγούν στην απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης αφού εάν το p-value είναι μικρό αυτό υπονοεί ότι είτε η παρατηρούμενη πραγματοποίηση του test statistic συνεισφέρει πολύ λίγο στο ενδεχόμενο είτε η H_0 δεν είναι σωστή. Ο Fisher ενδεικτικά πρότεινε ότι p-values μικρότερες από το 0,05 ή το 0,01 μπορούν να θεωρηθούν ως ασφαλείς ενδείξεις για evidence εναντίον της H_0 , ή με άλλα λόγια ως προσφέρουσες πολύ μικρό βαθμό υποστήριξης της H_0 . Αν το p-value βρίσκεται μεταξύ 0.05 και 0.01 η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται στο 5% αλλά όχι στο 1%.

Θα πρέπει δηλαδή να ισχύει:

$$P(|t(y)| > \text{τιμή t-statistic}) < 0,05$$

Αντίστοιχα, το t-statistic χρησιμοποιείται για να ελέγξει την υπόθεση ότι η τιμή του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής (coefficient) είναι ίση με μηδέν. Για την ερμηνεία του πρέπει να εξετάζεται η τιμή της πιθανότητας (p-value). Το t-statistic υπολογίζεται ως ο λόγος:

$$t\text{-statistic} = \frac{\text{Estimated Coefficient } t}{\text{Standard Error (of coefficient)}}$$

Αν t -statistic $> |2|$ απορρίπτουμε την H_0 , και έχουμε στατιστική σημαντικότητα. Δηλαδή ισχύει ότι και όταν το p -value $< 0,05$.

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2000

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2000	0.003279	2.473.487	0.0158
Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	0.004905	1.784.508	0.0787
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2000	0.002749	1.861.415	0.0670
	P/E Κλάδου	0.002465	0.820896	0.4146
Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.000329	0.216040	0.8296
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	-0.000323	-0.208705	0.8353
	P/E Κλάδου	0.005047	1.770.810	0.0811

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα, στατιστική σημαντικότητα (t -statistic $> |2|$ ή p -value $< 0,05$) έχουμε στο πρώτο μοντέλο αφού το t -statistic ισούται με 2,4 ενώ το p -value με 0,0158, όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E της εταιρίας για την τρέχουσα περίοδο, επομένως απορρίπτουμε την H_0 . Αυτό σημαίνει ότι το P/E της εταιρίας όντως επηρεάζει τις αποκλίσεις των κερδών. Άρα η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών) επηρεάζεται και μάλιστα θετικά από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση). Στο δεύτερο μοντέλο όπου ως ανεξάρτητη μεταβλητή έχουμε ορίσει τον δείκτη P/E του κλάδου παρατηρούμε ότι το t -Statistic είναι μικρότερο από το 2 ενώ το Prob (p -value) είναι λίγο υψηλότερο από το επίπεδο σημαντικότητας του 5%. Οπότε το μοντέλο 1 είναι σαφώς πολύ καλύτερο από το μοντέλο 2.

Στο τρίτο μοντέλο εκτός από το P/E της εταιρίας έχουμε και την προσθήκη της δεύτερης ανεξάρτητης μεταβλητής (ο δείκτης P/E του κλάδου) η οποία όμως δεν προσθέτει κάτι στην ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου, αφού ο συντελεστής του δείκτη P/E της εταιρίας είναι οριακά στατιστικά σημαντικός (t -Statistic=0,82089 και Prob.=0,0670) ενώ ο δείκτης P/E του κλάδου δεν είναι στατιστικά σημαντικός αφού παρουσιάζει p -value μεγαλύτερο του 0,05 πράγμα που σημαίνει ότι ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής λαμβάνει την τιμή μηδέν. Επομένως, το P/E του κλάδου δεν έχει θέση στο μοντέλο και στην παλινδρόμηση. Εξακολουθούμε λοιπόν να επιλέγουμε το μοντέλο 1. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε εξετάζοντας και τα άλλα δύο μοντέλα (μοντέλο 4 και μοντέλο 5) αφού για κανένα συντελεστή ανεξάρτητης μεταβλητής δεν πετυχαίνουμε στατιστική σημαντικότητα. Παρατηρούμε δηλαδή ότι στα δύο τελευταία μοντέλα οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών εμφανίζονται ιδιαίτερα ασήμαντοι αφού έχουν p -values πολύ μεγαλύτερα του 0,05. Αυτό σημαίνει ότι οι επιλεγθείσες μεταβλητές δεν έχουν θέση στο μοντέλο.

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2001

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.008469	2.329.528	0.0227
Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	-0.001291	-0.308135	0.7589
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.009265	2.472.383	0.0159
	P/E Κλάδου	-0.003731	-0.896170	0.3733
Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.001627	1.116.305	0.2681
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.001643	1.119.867	0.2667
	P/E Κλάδου	-0.001443	-0.344878	0.7312

Όπως παρατηρούμε στο μοντέλο 1, όπου ως ανεξάρτητη μεταβλητή έχουμε θέσει το δείκτη P/E της εταιρίας έχουμε στατιστική σημαντικότητα αφού το t-Statistic είναι μεγαλύτερο από 2 (2,329) ή διαφορετικά το Prob. μικρότερο από το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας του 5% (0,0227), επομένως απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση η οποία υποστηρίζει ότι ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι μηδέν. Άρα η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών) επηρεάζεται θετικά από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση. Ωστόσο, δεν συμβαίνει το ίδιο στο επόμενο μοντέλο (μοντέλο 2) όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E του κλάδου, της οποίας ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

Στο μοντέλο 3 όπου έχουμε δύο ανεξάρτητες μεταβλητές (P/E της εταιρίας και P/E του κλάδου) παρατηρούμε ότι η προσθήκη της δεύτερης μεταβλητής (P/E του κλάδου) βελτιώνει την ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου αφού ο συντελεστής του P/E της εταιρίας παρουσιάζει μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα από ότι στο μοντέλο 1 όπου αποτελούσε την μοναδική ανεξάρτητη μεταβλητή. Προχωρώντας στην εξέταση του μοντέλου 4 και του μοντέλου 5, βλέπουμε ότι δεν έχουμε στατιστική σημαντικότητα, αφού οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών εμφανίζονται ιδιαίτερα ασήμαντοι έχοντας p-values πολύ μεγαλύτερα του 0,05. Αυτό σημαίνει ότι οι επιλεχθείσες μεταβλητές δεν έχουν θέση στο μοντέλο.

Τελειώνοντας το σχολιασμό των στατιστικών αποτελεσμάτων της χρήσης 2001 αξίζει να σημειώσουμε ότι τα αποτελέσματα που πήραμε είναι περίπου τα ίδια με αυτά της χρήσης 2000.

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2002

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.003728	2.311.798	0.0238

Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	0.007245	2.338.856	0.0223
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.002444	1.312.783	0.1937
	P/E Κλάδου	0.004856	1356948	0.1794
Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2003	-0.000169	-0.343350	0.7324
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2003	-0.000427	-0.878706	0.3827
	P/E Κλάδου	0.007845	2.469.274	0.0161

Όμοια με τις δύο προηγούμενες χρήσεις διαπιστώνουμε ότι και για το 2002 στο μοντέλο 1 ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής - P/E της εταιρίας - είναι στατιστικά σημαντικός αφού το t-Statistic είναι μεγαλύτερο από 2 (2,311) ή διαφορετικά το Prob. είναι μικρότερο από το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας του 5% (0,0223). Ωστόσο, σε αυτή τη χρήση στατιστική σημαντικότητα έχουμε και στο μοντέλο 2 όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E του κλάδου (t-Statistic=2,338 ή Prob. = 0,0223). Άρα η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών) επηρεάζεται θετικά τόσο από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής - P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση - όσο και από το P/E του κλάδου.

Αντίθετα, στο μοντέλο 3 η προσθήκη και της μεταβλητής P/E του κλάδου δεν προσθέτει κάποια ερμηνευτική αξία στο μοντέλο αφού καμία από τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές δεν εμφανίζουν στατιστική σημαντικότητα. Το ίδιο ισχύει και για το μοντέλο 4. Όμως, στο μοντέλο 5 ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής - P/E του κλάδου- παρουσιάζει μεγάλη στατιστική σημαντικότητα, μεγαλύτερη μάλιστα από αυτή της ανεξάρτητης μεταβλητής του μοντέλου 1. Ωστόσο αυτό παρατηρείται μόνο στη συγκεκριμένη χρήση.

R-squared			
ΜΟΝΤΕΛΑ	2000	2001	2002
Μοντέλο 1	0.081447	0.071947	0.072867
Μοντέλο 2	0.044116	0.001355	0.074455
Μοντέλο 3	0.090460	0.082624	0.097665
Μοντέλο 4	0.000676	0.017491	0.001731
Μοντέλο 5	0.044728	0.019181	0.085000

Ένα άλλο στοιχείο που αξίζει να σχολιάσουμε είναι το R^2 . Το R-squared - όπως το συμβολίζει το EViews - μετρά το ποσοστό της μεταβλητότητας της y_t που ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Όσο πιο κοντά στη μονάδα είναι τόσο πιο επιτυχής είναι η παλινδρόμηση. Μετρά την επιτυχία της παλινδρόμησης στην πρόβλεψη των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής του δείγματος.

Στον παραπάνω πίνακα απεικονίζονται τα R^2 που προκύπτουν από τα πέντε μοντέλα. Παρατηρούμε ότι για το μοντέλο 1 του οποίου ο συντελεστής της

ανεξάρτητης μεταβλητής παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα και για τα τρία έτη, είναι πολύ χαμηλό και κυμαίνεται από 7,1% έως 8,1%. Ωστόσο, το γεγονός ότι το R^2 είναι ιδιαίτερα χαμηλό είναι κάτι αναμενόμενο για μία διαστρωματική παλινδρόμηση.

Σχολιασμός Αποτελεσμάτων από το Logit Μοντέλο

Προκειμένου να ελέγξουμε εάν η τάση του Earnings Management επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής χρησιμοποιούμε το Logit μοντέλο και τρέχουμε τις αντίστοιχες παλινδρομήσεις στο EViews. Επομένως, αφού εισάγουμε τα δεδομένα μας και καθορίσουμε τις μεταβλητές μας, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα (Equation output). Και σε αυτή την περίπτωση, όπως και με τη μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης, σε κάθε ένα από τα μοντέλα η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E της εταιρίας ή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία ή και τα δύο, ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο λόγος της διαφοράς των δημοσιευμένων κερδών μείον τα πραγματικά κέρδη, προς τα πραγματικά κέρδη. Αναλυτικότερα, οι πίνακες του Eviews που προέκυψαν από τις παλινδρομήσεις με το Logit μοντέλο παραθέτονται στο παράρτημα, όπως επίσης και τα δείγματα που χρησιμοποιήθηκαν στις αντίστοιχες παλινδρομήσεις.

Το Logit μοντέλο ανήκει στην οικογένεια των Binary μοντέλων, ενώ στην ίδια κατηγορία ανήκουν επίσης το Probit καθώς και το Extreme value (Gompit). Το Logit μοντέλο βασίζεται στη συνάρτηση της σωρευτικής κατανομής (cumulative distribution) της τυπικής κανονικής κατανομής (standard normal distribution). Σε αυτή την κατηγορία μοντέλων το EViews απαιτεί η εξαρτημένη μεταβλητή να κωδικοποιείται με τις τιμές μηδέν ή ένα (0 ή 1), αφού σε αυτή την κατηγορία μοντέλων η εξαρτημένη μεταβλητή y μπορεί να πάρει μόνο δύο τιμές, παριστάνοντας την πραγματοποίηση ενός γεγονότος, ή την επιλογή μεταξύ δύο εναλλακτικών. Έτσι, θέτουμε $Y = 0$ εάν η εταιρία το έτος που εξετάζουμε δεν έχει προβεί σε Earnings Management ή εάν η ποσοστιαία απόκλιση των δημοσιευμένων από τα πραγματικά κέρδη είναι μικρότερη από 20% αφού σε αυτή την περίπτωση θεωρούμε ότι δεν αλλοιώνεται η πραγματική εικόνα των αποτελεσμάτων χρήσης, και $Y = 1$ εάν η εταιρία πρόβη σε Earnings Management (σε ποσοστό μεγαλύτερο του 20%).

Οι πίνακες που ακολουθούν προκύπτουν από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που τρέξαμε και παρουσιάζουν τα στατιστικά δεδομένα που χρειαζόμαστε προκειμένου να αποφασίσουμε εάν θα αποδεχτούμε ή όχι τις υποθέσεις που αναπτύξαμε προηγουμένως. Οι παρακάτω πίνακες αποτελούνται από πέντε στήλες. Στην πρώτη στήλη αναφέρονται τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στις παλινδρομήσεις, ενώ στη δεύτερη οι ανεξάρτητες μεταβλητές των αντίστοιχων μοντέλων.

Έπειτα, στην τρίτη στήλη (Coefficient) αναγράφονται οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Η ερμηνεία των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι κάπως πολύπλοκη λόγω του γεγονότος ότι οι εκτιμημένοι συντελεστές από ένα binary μοντέλο δεν μπορεί να ερμηνευτούν ως το marginal effect στην εξαρτημένη μεταβλητή. Η κατεύθυνση της επίδρασης μιας αλλαγής της ανεξάρτητης μεταβλητής εξαρτάται μόνο από το πρόσημο του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής. Θετικές τιμές του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής συνεπάγονται ότι καθώς η ανεξάρτητη μεταβλητή αυξάνεται, ταυτόχρονα αυξάνεται και η πιθανότητα ανταπόκρισης, ενώ αρνητικές τιμές συνεπάγονται το αντίθετο.

Προκειμένου να αποδεχτούμε την υπόθεσή μας πρέπει, όπως αναφέραμε και στη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής (Coefficient) να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός. Η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή της ανεξάρτητης μεταβλητής διαπιστώνεται τόσο από το z-Statistic ή το Prob. (p – value).

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2000

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	z-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2000	0.011622	1.927.344	0.0539
Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	0.023334	1.703.938	0.0884
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2000	0.008517	1.299.885	0.1936
	P/E Κλάδου	0.015546	1051952	0.2928
Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.001047	0.171980	0.8635
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	-0.001935	-0.288044	0.7733
	P/E Κλάδου	0.024172	1.731.726	0.0833

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα στατιστική σημαντικότητα (z -statistic $> |2|$ ή p – value $< 0,05$) έχουμε οριακά μόνο στο πρώτο μοντέλο αφού το z -statistic ισούται με 1,93 ενώ το p – value με 0,0539 όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι δείκτης P/E της εταιρίας. Επομένως, απορρίπτουμε την H_0 η οποία υποστηρίζει ότι ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι μηδέν. Αντίθετα, στο μοντέλο 2 η προσθήκη του P/E της αγοράς ως επιπλέον ανεξάρτητης μεταβλητής δεν αυξάνει την ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου. Όμως, στατιστική σημαντικότητα δεν έχουμε ούτε για τα μοντέλα 2, 4 και 5, αφού όπως παρατηρούμε οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών εμφανίζονται ιδιαίτερα ασήμαντοι με p -values πολύ μεγαλύτερα του 0,05. Αυτό σημαίνει ότι οι επιλεγθείσες μεταβλητές δεν έχουν θέση στο μοντέλο. Άρα η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών) επηρεάζεται θετικά μόνο από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση).

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2001

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	z-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.035258	2.169.917	0.0300
Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	-0.001306	-0.090145	0.9282
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2001	0.039048	2.258.284	0.0239
	P/E Κλάδου	-0.012634	-0.766802	0.4432

Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.007678	1.291.682	0.1965
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.007727	1.292.702	0.1961
	P/E Κλάδου	-0.002148	-0.146426	0.8836

Τα αποτελέσματα της χρήσης 2001 δε διαφέρουν από αυτά της χρήσης 2000 αφού και σε αυτή την περίπτωση έχουμε στατιστική σημαντικότητα (z - statistic $> |2|$ ή p - value $< 0,05$) στο πρώτο μοντέλο με ανεξάρτητη μεταβλητή το δείκτη P/E της εταιρίας όπου το z - statistic ισούται με 2,169 ενώ το p - value με 0,030. Ωστόσο, στο δεύτερο μοντέλο η προσθήκη του P/E της αγοράς ως δεύτερης ανεξάρτητης μεταβλητής αυξάνει την ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου, αφού ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής P/E της εταιρίας παρουσιάζει μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα από ότι παρουσίαζε στο μοντέλο 1 όπου και αποτελούσε την μοναδική ανεξάρτητη μεταβλητή. Αντίθετα, στα μοντέλα 2, 4 και 5 και σε αυτή τη χρήση δεν έχουμε στατιστική σημαντικότητα, αφού τα p -values είναι πολύ μεγαλύτερα του 0,05. Αυτό σημαίνει ότι οι επιλεγθείσες μεταβλητές δεν έχουν θέση στο μοντέλο. Και σε αυτή τη χρήση η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών) επηρεάζεται θετικά μόνο από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση).

Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για τη Χρήση 2002

ΜΟΝΤΕΛΑ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	Coefficient	z-Statistic	Prob.
Μοντέλο 1	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.021217	1.902.468	0.0571
Μοντέλο 2	P/E Κλάδου	0.033635	1.750.150	0.0801
Μοντέλο 3	P/E Εταιρίας Χρήσης 2002	0.009505	0.865270	0.3869
	P/E Κλάδου	0.024993	1140102	0.2542
Μοντέλο 4	P/E Εταιρίας Χρήσης 2003	-0.000679	-0.239387	0.8108
Μοντέλο 5	P/E Εταιρίας Χρήσης 2003	-0.001831	-0.627453	0.5304
	P/E Κλάδου	0.036435	1.829.359	0.0673

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα στατιστική σημαντικότητα (z - statistic $> |2|$ ή p - value $< 0,05$) έχουμε οριακά μόνο στο πρώτο μοντέλο αφού το z - statistic ισούται με 1,902 ενώ το p - value με 0,0571 όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι δείκτης P/E της εταιρίας. Αντίθετα, στο μοντέλο 3 η προσθήκη του P/E της αγοράς ως επιπλέον ανεξάρτητης μεταβλητής δεν αυξάνει την ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου. Όμως, στατιστική σημαντικότητα δεν έχουμε ούτε για τα μοντέλα 2, 4 και 5 επομένως, οι επιλεγθείσες μεταβλητές δεν έχουν θέση στο μοντέλο. Ομοίως, λοιπόν και σε αυτό το έτος, η εξαρτημένη μεταβλητή (αποκλίσεις κερδών)

επηρεάζεται θετικά από την τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση).

McFadden R-squared			
ΜΟΝΤΕΛΑ	2000	2001	2002
Μοντέλο 1	0.046194	0.061072	0.049320
Μοντέλο 2	0.039729	8.38E-05	0.036538
Μοντέλο 3	0.059900	0.067327	0.045073
Μοντέλο 4	0.000325	0.020856	0.000644
Μοντέλο 5	0.040699	0.021077	0.041145

Ένα άλλο στοιχείο της παλινδρόμησης αρκετά σημαντικό είναι το McFadden R-squared. Όπως μας παραπέμπει και το όνομά του, πρόκειται για μια αναλογία με το R^2 όπως αναφέραμε στο μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης παραπάνω και μετρά και αυτό το ποσοστό της μεταβλητότητας της y_i που ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Όσο πιο κοντά στη μονάδα είναι τόσο πιο επιτυχής είναι η παλινδρόμηση. Έχει και αυτό την ιδιότητα να βρίσκεται πάντα μεταξύ του μηδέν και του ένα.

Όπως παρατηρούμε το McFadden R-squared κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε όλα τα μοντέλα και για όλα τα έτη, ακόμη και για το μοντέλο 1 στο οποίο ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι στατιστικά σημαντικός και για τα τρία έτη. Ωστόσο, όπως ήδη είπαμε και για τα μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης παραπάνω το χαμηλό McFadden R-squared είναι κάτι αναμενόμενο για μία διαστρωματική παλινδρόμηση.

Συνοπτικά Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα από τον σχολιασμό των παλινδρομήσεων με τα μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα: Παρατηρούμε ότι και για τα τρία έτη ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής του μοντέλου 1 (όπου ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E της εταιρίας για την τρέχουσα περίοδο) είναι θετικός και παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Ωστόσο, στατιστική σημαντικότητα εξακολουθεί να παρουσιάζει και με την προσθήκη δεύτερης μεταβλητής στο μοντέλο 3, τα έτη 2000 και 2001 αλλά όχι το 2002. Αντίθετα, σε κανένα από τα 5 μοντέλα η μεταβλητή P/E του κλάδου δεν παρουσιάζει συστηματικά και για τα τρία εξεταζόμενα έτη στατιστική σημαντικότητα. Ωστόσο, ακόμη και στις περιπτώσεις που η μεταβλητή αυτή παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα, δεν είναι περισσότερο στατιστικά σημαντική από ότι η μεταβλητή P/E της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση.

Από τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός στον οποίο μία εταιρία προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη της P/E της εταιρίας, και επομένως ισχύει η υπόθεση H_{1a} για την περίπτωση όμως όπου ως P/E χρησιμοποιούμε αυτό της τρέχουσας περιόδου της εταιρίας. Από την άλλη μεριά απορρίπτουμε την υπόθεση H_{1b} σύμφωνα με την οποία ο βαθμός στον οποίο μία

εταιρία προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη P/E του κλάδου ή διαφορετικά αποδεχόμαστε την υπόθεση H_{1a} ως στατιστικά περισσότερο ισχυρή σε σχέση με την H_{1b} .

Αντίστοιχα, προχωρώντας στην σύνοψη των σχολιασμών που κάναμε για τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων των μοντέλων μας με τη Logit μέθοδο διαπιστώνουμε τα εξής: Ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής του μοντέλου 1 (ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/E της εταιρίας στην τρέχουσα περίοδο) είναι θετικός και παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα συστηματικά και για τα τρία εξεταζόμενα έτη, ενώ η προσθήκη επιπλέον μεταβλητής (P/E του κλάδου) δεν αυξάνει την ερμηνευτική δύναμη του μοντέλου. Επιπλέον, η μεταβλητή P/E του κλάδου της εταιρίας δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα σε καμία από τις τρεις χρήσεις.

Από το παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη της P/E της εταιρίας, συνεπώς αποδεχόμαστε την υπόθεση H_{2a} για την περίπτωση όπου χρησιμοποιούμε το P/E της τρέχουσας περιόδου. Αντιθέτως, δεν αποδεχόμαστε την υπόθεση H_{2b} , κατά την οποία η τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management συσχετίζεται θετικά με το δείκτη P/E του κλάδου.

Επομένως, το επίπεδο της τιμής της μετοχής των εισηγμένων εταιριών σε περίοδο πτώσης στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο, μπορεί να επηρεάσει τόσο το βαθμό όσο και την τάση μιας εταιρίας να προχωρεί σε Earnings Management.

Αποδεχόμενοι τις υποθέσεις H_{1a} και H_{2a} ουσιαστικά βρίσκουμε ότι καθώς το P/E της εταιρίας για την τρέχουσα περίοδο αυξάνεται, ταυτόχρονα αυξάνεται και ο βαθμός και η τάση για Earnings Management. Ένας υψηλός δείκτης P/E μπορεί να σημαίνει δύο πράγματα. Η ότι οι επενδυτές αγοράζουν τη μετοχή διότι έχουν εμπιστοσύνη στην ικανότητα της εταιρίας να διατηρήσει και να βελτιώσει τα κέρδη της ή ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Ωστόσο, λόγω της εξεταζόμενης περιόδου 2000 – 2002 (η μεγάλη πτώση στο Χ.Α.Α. μετά το σκάσιμο της φούσκας) είναι περισσότερο πιθανό να ισχύει η πρώτη περίπτωση. Επομένως, οι εταιρίες έχουν κίνητρο να προβαίνουν σε ενέργειες (Earnings Management) ώστε να δημοσιεύουν υψηλά κέρδη για να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες των επενδυτών και κατ' επέκταση να στηρίζουν την τιμή μετοχής.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματά μας με αυτά που βρήκε στο άρθρο του ο Ταο ΙΑΟ (2002) η πρώτη διαφορά του βλέπουμε είναι ότι ο Ταο ΙΑΟ μπορούσε να αποδεχθεί και τις τέσσερις υποθέσεις ως στατιστικά σημαντικές, αλλά τις υποθέσεις H_{1b} και H_{2b} τις χαρακτήριζε ως στατιστικά ισχυρότερες. Ωστόσο, αυτή η διαφορά μας με τον Ταο ΙΑΟ δεν μας προκαλεί ιδιαίτερα μεγάλη κατάπληξη αφού για την εξεταζόμενη περίοδο μας όπου είχαμε την μεγάλη πτώση στο Χ.Α.Α. δεν φαίνεται παράλογο οι εταιρίες να είχαν ως σημείο αναφοράς για την απόφασή τους αν θα προβούν σε Earnings Management το P/E της εταιρίας τους και όχι του κλάδου.



10. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η πεποίθηση ότι οι εταιρίες «πειράζουν» τα λογιστικά κέρδη είναι ευρέως διαδεδομένη από τους χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και υποστηρίζεται από συνεχώς και περισσότερες εμπειρικές έρευνες. Ουσιαστικά, η ευρεία χρήση λογιστικών πληροφοριών από τους επενδυτές και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές για την αποτίμηση των μετοχών μπορεί να δημιουργήσει κίνητρο για τους μάνατζερς να προβούν σε Earnings Management σε μία προσπάθεια να επαληθεύσουν τις προσδοκίες της κεφαλαιαγοράς και έτσι να επηρεάσουν τη βραχυπρόθεσμη απόδοση της μετοχής καθώς και την αντίληψη των επενδυτών για τον κίνδυνο της εταιρίας.

Ο βασικότερος λόγος γιατί η έρευνα σχετικά με την ύπαρξη σχέσης μεταξύ τιμής μετοχής και Earnings Management άρχισε να αναπτύσσεται μόλις τα τελευταία χρόνια είναι ότι οι ακαδημαϊκοί συχνά στηρίζονταν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς προκειμένου να υποστηρίξουν ότι το Earnings Management δεν έχει σημασία αφού αποκαλύπτεται πλήρως από τους επενδυτές. Όμως, εάν οι αγορές ήταν πράγματι τέλειες, η διακύμανση των κερδών δε θα είχε κόστος για τους μάνατζερς και τις εταιρίες τους, και έτσι, δε θα είχαν κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη τους. Ωστόσο, πολλές φορές είναι δύσκολο να γίνουν κατανοητές οι υπερβολικές (αρνητικές) αντιδράσεις των τιμών των μετοχών στις μικρές αποκλίσεις από τις προβλέψεις κερδών των αναλυτών, ειδικά όταν η διαφορά είναι συχνά μόνο μερικά cents. Οι αντιδράσεις αυτές υποδηλώνουν έναν κόσμο όπου οι επενδυτές χρησιμοποιούν απλές μεθόδους για να μετρήσουν την οικονομική απόδοση, υποδηλώνοντας ότι το κόστος απόκτησης πληροφοριών είναι υψηλό.

Ένα άλλο επιχείρημα είναι ότι κάποιοι - κυρίως μικροί - επενδυτές στα Χρηματιστήρια βασίζονται περισσότερο ή και αποκλειστικά σε απλά νούμερα όπως είναι τα κέρδη που δημοσιεύονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις επειδή έχουν περιορισμένη ικανότητα πρόσβασης σε πιο εξεζητημένες πληροφορίες, πράγμα που οδηγεί τις εισηγμένες εταιρίες να προβαίνουν σε Earnings Management για να υπερκαλύψουν αυτούς τους στόχους κερδών. Ωστόσο, τα παραπάνω συχνά υποδηλώνουν την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης.

Ασύμμετρη πληροφόρηση έχουμε όταν μόνο οι μάνατζερς μπορούν να δουν ποια είναι τα πραγματικά κέρδη και επομένως και η πραγματική αξία της μετοχής της. Εφόσον οι επενδυτές δεν μπορούν να παρατηρήσουν τα πραγματικά κέρδη, πρέπει να προσπαθήσουν να τα συμπεράνουν από τα δημοσιευμένα λογιστικά κέρδη. Αυτό δίνει ένα κίνητρο στους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν τις καταστάσεις των κερδών ώστε να επηρεάσουν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με την αξία της εταιρίας και της μετοχής της.

Πολλές έρευνες ασχολήθηκαν με την αντίδραση της τιμής της μετοχής στις αλλαγές των λογιστικών μεθόδων ώστε να ελέγξουν διεξοδικά εάν οι επενδυτές στέκονται στα κέρδη ή είναι περισσότερο έμπειροι (sophisticated) όσον αφορά τη διαδικασία παραγωγής των λογιστικών πληροφοριών. Ωστόσο, οι περισσότερες έρευνες για τα κίνητρα χρήσης του Earnings Management που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο επικέντρωσαν σε περιόδους όπου υπήρχε μεγαλύτερη πιθανότητα χρήσης Earnings Management για λόγους που σχετίζονται με το Χρηματιστήριο. Οι περισσότερες από αυτές τις έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει σχέση μεταξύ τιμής μετοχής και Earnings Management, ανεξάρτητα εάν οι μάνατζερς προχωρούν σε Earnings Management είτε για να παράσχουν στους επενδυτές

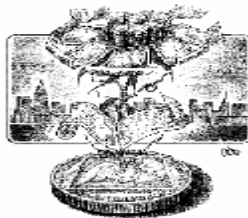
περισσότερη πληροφόρηση σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας είτε για να αποπροσανατολίσουν τους επενδυτές παρουσιάζοντάς τους αυτό που θέλουν να δουν, όπως μια ωραία σταθερή αύξηση κερδών.

Είναι γεγονός ότι οι μάνατζερς των εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζουν μια αυξανόμενη πίεση να δημοσιεύουν εξομαλυσμένη σειρά κερδών αφού έχει αποδειχθεί ότι εταιρίες με μακροχρόνιες διαδοχικές αυξήσεις στα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή (EPS) τείνουν να έχουν υψηλή αποτίμηση των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο και το premium αυτό αυξάνεται όσο συνεχίζεται η αύξηση των κερδών, ενώ μειώνεται όταν αυτή η συνεχιζόμενη αύξηση των κερδών παύει να ισχύει. Επίσης, οι εταιρίες έχουν υψηλή αποτίμηση όταν οι επενδυτές αναμένουν από αυτές υψηλά κέρδη. Αν οι εταιρίες δημοσιεύσουν υψηλά κέρδη, οι επενδυτές θα αποτιμήσουν την εταιρία υψηλότερα, επειδή αναμένουν ότι αυτό το επίπεδο κερδών θα διατηρηθεί και στο μέλλον.

Οι εταιρίες του δείγματος που χρησιμοποιήσαμε στην έρευνά μας, προχωρούν σε Earnings Management προκειμένου να παρουσιάσουν μια σταθερότερη πορεία στα κέρδη εξομαλύνοντας τις διακυμάνσεις. Επιπλέον, ανεξάρτητα από την ισχύ των υποθέσεων προς εξέταση, παρατηρούμε ότι η πτώση της τιμής της μετοχής οδήγησε τις εταιρίες σε Earnings Management αφού οι περισσότερες εταιρίες προσπάθησαν με διάφορους τρόπους να κρύψουν τις ζημιές που προέκυψαν από υποτίμηση της αξίας των χρεογράφων ή συμμετοχών τους σε άλλες εισηγμένες εταιρίες.

Τόσο από την ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας όσο και από την έρευνά μας για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 2000-2002, προκύπτει ότι στην πραγματικότητα δεν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αλλά η Functional Fixation Hypothesis. Συγκεκριμένα, ακολουθώντας τη μεθοδολογία που αναπτύξαμε στο ένατο κεφάλαιο καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι το επίπεδο της τιμής της μετοχής των εταιριών σε περίοδο πτώσης στις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο, όπως είναι η τριετία 2000-2002, επηρεάζει τόσο το βαθμό όσο και την τάση μιας εταιρίας να προβαίνει σε Earnings Management. Στο ίδιο συμπέρασμα είναι καταλήξει άρθρο του και ο Ταο JIAO (2002), ο οποίος όμως υποστήριξε ότι το επίπεδο τιμών του κλάδου έχει μεγαλύτερη επίδραση από ότι η τιμή της μετοχής της εταιρίας.

Εφόσον λοιπόν μιλάμε για μία μη αποτελεσματική αγορά, έχουμε ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης, επομένως μόνο οι μάνατζερς μπορούν να δουν ποια είναι τα πραγματικά κέρδη και η πραγματική αξία της μετοχής της. Εφόσον οι επενδυτές δεν μπορούν να παρατηρήσουν τα πραγματικά κέρδη αυτό δίνει ένα κίνητρο στους μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν τις καταστάσεις των κερδών ώστε να επηρεάσουν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με την αξία της εταιρίας και της μετοχής της. Το παραπάνω συμπέρασμα μπορεί να είναι αρκετά σημαντικό για έναν επενδυτή, ιδιαίτερα εάν αυτός δεν είναι αρκετά έμπειρος (sophisticated), και στέκεται περισσότερο στα λογιστικά νούμερα κερδών που δημοσιεύουν οι εταιρίες προκειμένου να αποτιμήσει κάποια μετοχή και να λάβει τις επενδυτικές του αποφάσεις.

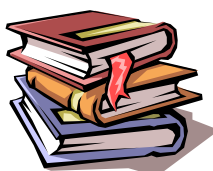


11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Abarbanell J., R. Lehavy, 1998, "*Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts Earnings Forecast Errors?*", Journal of Accounting Research, 41(1): 1.
2. Arya Anil, Clover C. Jonathan, Sunder Shyam, 2002, "*Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?*", Yale ICF Working Paper No. 02-37.
3. Barth, M. E., J. A. Elliott, M. W. Finn, 1999, "*Market rewards associated with patterns of increasing Earnings*", Journal of Accounting Research, 37: 387-413.
4. Beneish D. Messod, 2001, "*Earnings Management: A Perspective*", Working Paper, Indiana University.
5. Breton Gaetan, Stolowy Herve, 2000, "*A Framework for the Classification of Accounts Manipulations*", Working Paper, University du Québec à Montreal and HEC School of Management (Groupe HEC).
6. Brown P.R., 1999, "*Earnings management: A subtle (and troublesome) twist to earnings quality*", Journal of Financial Statement Analysis, 4(2) (Winter): 61-63.
7. Burgstahler David, Hail Luzi, Leuz Christian, 2003, "*The importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms*", Working Paper, University of Washington/Seattle, University of Zurich and University of Pennsylvania.
8. Burgstahler David, Dichev I., 1997, "*Earnings Management to avoid Earnings Decreases and Losses*", Journal of Accounting & Economics, Vol. 24, No 1, 99-126.
9. Chaney Paul K., Lewis Craig M., 1995, "*Earnings Management and the firm valuation under asymmetric information*", Journal of Corporate Finance, Vol.1, 319-345.
10. Charitou Andreas, Lambertides Neophitos, 2003, "*Earnings management prior to bankruptcy*", Working Paper.
11. Chen C. W. Kevin, Schoderbek P. Michael, 2000, "*The 1993 Tax Rate Increase and Deferred Tax Adjustments: A Test of Functional Fixation*", Journal of Accounting Research, Vol. 38 No 1 (Spring).
12. Chung Richard, Firth Michael, Kim Jeong-Bon, 2002, "*Institutional monitoring and opportunistic earnings management*", Journal of Corporate Finance, 8 29–48.

13. Dechow P., D. Skinner, 2000, “*Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators,*” *Accounting Horizons*, June 2000, 235–250.
14. Erickson Merle, Wang Shiing-wu, 1999, “*Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers*”, *Journal of Accounting and Economics*, 27 149 - 176.
15. Healy P., J. Wahlen, 1999, “*A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*”, *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
16. Hirst D. Eric, Hopkins E. Patrick, 1998, “*Comprehensive Income Reporting and Analyst’s Valuation Judgments*”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 36 Supplement.
17. Kasanen Eero, Kinnunen Juha, Niskanen Jyrki, 1996, “*Dividend – based Earnings Management: Empirical evidence from Finland*”, *Journal of Accounting and Economics*, 22 283-312.
18. Kasznik Ron, Spring 1999, “*On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management*”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No 1, 57-81.
19. Kirschenheiter, M., and N. Melumad, 2002, “*Can ‘Big Bath’ and Earnings Smoothing Coexist as Equilibrium Financial Reporting Strategies?*”, *Journal of Accounting Research*, vol. 40, no. 3, pp. 761-796.
20. Kothari S.P., 2001, “*Capital markets research in accounting*”, *Journal of Accounting & Economics* Vol.31, 105-231.
21. Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki, 2002, “*Earnings management and investor protection: An international comparison*”, Forthcoming in *Journal of Financial Economics*.
22. Marquardt A. Carol & Wiedman I. Christine, 2002, “*How are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals*”, Working Paper, New York University and University of Western Ontario.
23. Myers A. Linda & Skinner J. Douglas, 1999, “*Earnings Momentum and Earnings Management*”, Working Paper, University of Michigan.
24. Park Y. W., Hyun-Han Shin, 2003, “*Board composition and earnings management in Canada*”, *Journal of Corporate Finance*, 185, 1 - 27.

25. Patten M. Dennis, Trompeter Greg, 2003, “*Corporate responses to political costs: An examination of the relation between environmental disclosure and earnings management*”, Journal of Accounting and Public Policy, 22 83-94.
26. Rajgopal Shivaram, Venkatachalam Mohan, Jiambalvo James, 1999, “*Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings?*”, Working Paper, University of Washington and Graduate School of Business.
27. Roosenbooma Peter, Tjalling van der Gootb, Gerard Mertensa, 2003, “*Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands*”, The International Journal of Accounting, 38 243–266.
28. Rutledge W. Robert, 1995, “*Does Management Engage in the Manipulation of the Earnings?*” *The Case of SFAS 52*”, Journal of International Accounting Auditing & Taxation, 4(1): 69-86.
29. Tao JIAO, 2002, “*Stock Market Bubbles and Earnings Manipulation: Model and Evidence from China’s Stock Market*”, Working Paper, Shanghai Jiao Tong University.
30. Teixeira Alan, 2002, “*Assessing the Impact of a Change in the Level of Manager Discretion on the Informativeness of Earnings*”, Working Paper.
31. Trueman, Brett and Sheridan Titman, 1988, “*An Explanation for Accounting Income Smoothing*”, Journal of Accounting Research, 26 (Supplement): 127-39.
32. Vairam Arunachalam, Grant Beck, 2002, “*Functional Fixation revisited: the effects of feedback and a repeated measures design on information processing changes in response to an accounting change*”, Accounting, Organizations and Society 27 1-25.
33. Zarowin Paul, 2002, “*Does Income Smoothing Make Stock Prices More Informative?*”, Working Paper, New York University.
34. Αληφαντή Στ. Γεωργίου (2001), “*Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης*”, Εκδόσεις «ΠΙΑΜΙΣΟΣ».
35. Αληφαντή Στ. Γεωργίου (2003), “*Χρηματοοικονομική Λογιστική*”, Εκδόσεις «ΠΙΑΜΙΣΟΣ».



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΕΥΜΕΝΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Οι αρχές και κανόνες συντάξεως των ισολογισμών των Α.Ε. και Ε.Π.Ε. περιλαμβάνονται στο Κ.Ν. 2190/1920. Σε αυτές βασιζόμαστε προκειμένου να προχωρήσουμε στην αναμόρφωση των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων στηριζόμενοι στις σημειώσεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών. Κατά την άποψη του Υπουργείου Εμπορίου η μη εφαρμογή του Κ.Ν. 2190/1920 σχετικά με τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να θεωρηθεί ως τυπική παράβαση του Κ.Ν. 2190/1920.

Αποτίμηση Συμμετοχών και Χρεογράφων

Για την αποτίμηση των συμμετοχών και χρεογράφων σύμφωνα με το άρθρο 43 παρ. 6 του Ν.2190/1920 εφαρμόζονται τα ακόλουθα:

α. Οι μετοχές ανωνύμων εταιρειών, οι ομολογίες και τα λοιπά χρεόγραφα, καθώς και οι συμμετοχές σε επιχειρήσεις που δεν έχουν την μορφή ανώνυμης εταιρείας, αποτιμούνται στην κατ' είδος χαμηλότερη τιμή, μεταξύ της τιμής κτήσεως τους και της τρέχουσας τιμής τους.

β. Ως τρέχουσα τιμή, για την εφαρμογή αυτού του Νόμου, θεωρείται :

(βα) Για τους εισηγμένους στο Χρηματιστήριο τίτλους (μετοχές, ομολογίες κ.λπ.), ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής τιμής τους κατά τον τελευταίο μήνα της χρήσεως.

(ββ) Για τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ο μέσος όρος της καθαρής τιμής τους κατά τον τελευταίο μήνα της χρήσεως.

(βγ) Για τις μετοχές ανωνύμων εταιρειών, που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, τις συμμετοχές σε άλλες (πλην ΑΕ) επιχειρήσεις και τους τίτλους με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων των άλλων αυτών επιχειρήσεων, που συντάσσουν οικονομικές καταστάσεις συμφωνά με τις διατάξεις αυτού του Νόμου, η εσωτερική λογιστική αξία των μετοχών ή των συμμετοχών ή των τίτλων των επιχειρήσεων αυτών, όπως προκύπτει από το νόμιμα συνταγμένο τελευταίο ισολογισμό τους.

γ. Για την τιμή κτήσεως των συμμετοχών και χρεογράφων εφαρμόζονται τα οριζόμενα στις περ. 2 και 3, της παρ. 2.2.112 του άρθρου 1 του Π.Δ. 1123/1980. Για την μέθοδο υπολογισμού της τιμής κτήσεως των συμμετοχών και χρεογράφων, εφαρμόζεται η περ. β' της επόμενης παρ. 7.

δ. Όταν η τρέχουσα τιμή είναι μικρότερη της τιμής κτήσεως η διαφορά χρεώνεται στο λογαριασμό 68.01 «Προβλέψεις για Υποτιμήσεις Συμμετοχών και Χρεογράφων» του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου του Π.Δ. 1123/1980, με πίστωση αντίστοιχων αντίθετων λογαριασμών προβλέψεων κατά κατηγορία τίτλων, που δημιουργούνται στους λογαριασμούς 18.00.99, και 34.99 του ίδιου Π.Δ.

Κατά τον επανυπολογισμό των προβλέψεων, που γίνεται στο τέλος κάθε επόμενης χρήσεως, σύμφωνα με τα παραπάνω αναπροσαρμόζονται τα ποσά των προβλέψεων, που εμφανίζονται στους πιο πάνω αντίθετους λογαριασμούς, με βάση τα δεδομένα της νέας χρήσεως σε ύψος που καλύπτει τις υποτιμήσεις των στοιχείων αυτών, είτε με χρέωση των υπολογαριασμών του λογαριασμού 68 (σηματισμός συμπληρωματικής πρόβλεψης), είτε με πίστωση των υπολογαριασμών του

λογαριασμού 84.00 «Έσοδα από Αχρησιμοποίητες Προβλέψεις Προηγούμενων Χρήσεων» του Π.Δ. 1123/1980.

Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων

Η εταιρεία κάνοντας χρήση των ευνοϊκών διατάξεων του άρθρου 37 του φορολογικού νόμου 2874/2000 επιβάρυνε τα αποτελέσματα της Χρήσεως 1 μόνο με το 1/5, ήτοι ποσό € 2.000.000 από τη συνολική ζημία ύψους € 10.000.000 που προήλθε από την πώληση και αποτίμηση μετοχών και αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων μέσα στη χρήση. Το υπόλοιπο, (4/5) ήτοι ποσό € 8.000.000 καταχωρήθηκε στο λογαριασμό «Λοιπά έξοδα πολυετούς απόσβεσης» και αποσβέσθηκε ισόποσα στις επόμενες τέσσερις χρήσεις, σε αντίθεση με τις οικείες διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, περί ολοσχερούς αποσβέσεως του συνόλου της ζημίας, σε βάρος των αποτελεσμάτων της παρούσης χρήσεως.

	Χρήση 1	Χρήση 2	Χρήση 3	Χρήση 4	Χρήση 5
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX
Μείον: Ζημίες από Πώληση & Αποτίμηση Μετοχών	(8.000)				
Πλέον: Απόσβεση 1/5 Ζημιών από Πώληση & Αποτίμηση Μετοχών που μεταφέρθηκαν στα "Λοιπά Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης"		2.000	2.000	2.000	2.000

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

Πρόβλεψη Υποτίμησης Χρεογράφων

Η παρούσα χρήση έπρεπε να επιβαρύνεται με το ποσό των 50.000 € ως πρόβλεψη υποτίμησης. Η εταιρεία δεν θεώρησε σκόπιμο να εγγράψει το ανωτέρω ποσό στα αποτελέσματα χρήσεως διότι έκρινε ότι η πραγματική αξία των μετοχών που είχε στην κατοχή της είναι η αξία κτήσεως και όχι η τρέχουσα που οφείλεται σε μια αρνητική συγκυρία του Χ.Α.Α.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Μη διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	(50.000)

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

Διαχείριση της Διαφοράς Υποτίμησης Χρεογράφων

Η εταιρεία στην παρούσα χρήση αποτίμησε τα χρεόγραφα, εκτός των ιδίων μετοχών, στην κατ' είδος χαμηλότερη τιμή, μεταξύ της αξίας κτήσεώς τους και της τρέχουσας τιμής, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 43 του Κ.Ν. 2.190/1920. Από την αποτίμηση προέκυψε ζημία € 1.090.000, η οποία συμψηφίστηκε κατά € 10.000 με αποθεματικό από πώληση μετοχών που είχε σχηματιστεί σε προηγούμενες χρήσεις και κατά το υπόλοιπο, € 1.080.000 με την υπεραξία από την αναπροσαρμογή των ακινήτων.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Διαφορά Αποτιμήσεως Χρεογράφων	(1.090.000)

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

Η εταιρία κάνοντας χρήση του Ν.2992/2002 για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας συμψηφισε απευθείας στα ίδια κεφάλαια ζημίες από χρεόγραφα ποσού €144.000 περίπου, με συνέπεια τα αποτελέσματα της κλειόμενης χρήσης να εμφανίζονται αυξημένα κατά το ποσό αυτό.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Ζημίες από Χρεόγραφα που μεταφέρθηκαν απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια	(144.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Επιβάρυνση των Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης με Ζημία από
Αποτίμηση Μετοχών

Το συνολικό ποσό της ζημίας από αποτίμηση κατά την 31/12/2000 μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ ανέρχεται σε € 5.000.000 περίπου και κατ' εφαρμογή του άρθρου 37 του Ν. 2874/29.12.2000 καταχωρήθηκε στο λογαριασμό «έξοδα Ιδρύσεως και Πρώτης Εγκαταστάσεως» και τα αποτελέσματα επιβαρύνθηκαν με 1.000.000 περίπου (1/5 της προκύψασας διαφοράς).

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Μη Καταλογισθείσα Πρόβλεψη Υποτίμησης Χρεογράφων (Ν. 2.874/20-10-2000)	(5.000.000)
Πλέον: Απόσβεση 1/5 Διαφοράς Αποτίμησης Χρεογράφων	1.000.000
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Σχηματισμός Πρόβλεψης για Αποζημίωση Προσωπικού

Στην παράγραφο 14 άρθρ. 42ε του Κ.Ν. 2190/20 αναφέρεται η υποχρέωση του σχηματισμού στο τέλος κάθε χρήσης προβλέψεως για αποζημίωση του προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία, που να καλύπτει τουλάχιστον την αποζημίωση λόγω συνταξιοδότησης. Στο συγκεκριμένο θέμα προκλήθηκε σύγχυση επειδή η Γνωμοδότηση αριθ. 205/1988 των Νομικών Συμβούλων του Κράτους ερμήνευσε ότι η σχετική υποχρέωση για πρόβλεψη αφορά το προσωπικό που στο τέλος της χρήσεως έχει συμπληρώσει τις προϋποθέσεις για συνταξιοδότηση. Επειδή η ερμηνεία που δόθηκε με την Απόφαση 205/1988 δεν μπορεί λόγω Κοινοτικού Δικαίου να τροποποιήσει το Ν.2190/20 καθίσταται μέχρι σήμερα ανενεργή και μη εφαρμόσιμη. Έτσι, στις περιπτώσεις όπου δεν εφαρμόστηκε αυτό που προβλέπει ο Κ.Ν. 2190/1920 οι ορκωτοί ελεγκτές προχώρησαν σε ανάλογη παρατήρηση στο πιστοποιητικό τους.

Μη διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

Από τον έλεγχο προέκυψε ότι η εταιρεία, βασιζόμενη στην υπ' αριθμόν 205/1988 γνωμοδότηση της Ολομέλειας των Νομικών Συμβούλων Διοικήσεως και το άρθρο 10 του Ν. 2065/92, δε σχημάτισε πρόβλεψη αποζημίωσης, λόγω συνταξιοδότησης για το σύνολο του προσωπικού της. Με βάση τη διάταξη αυτή, δεν υπήρχε υποχρέωση σχηματισμού οποιασδήποτε πρόβλεψης στη χρήση αυτή, επειδή κανένας από το προσωπικό δε θεμελιώνει δικαίωμα συνταξιοδότησης μέσα στην επόμενη χρήση. Εάν σχημάτιζαν πρόβλεψη για το σύνολο του προσωπικού του ομίλου, σύμφωνα με το Κ.Ν.2190/1920, το ύψος αυτής θα ανερχόταν σε ευρώ 268.000 περίπου, από το ποσό

αυτό ευρώ 128.000 αφορούν τις προηγούμενες χρήσεις και 140.000 ευρώ την παρούσα χρήση.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	(140.000)
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Αποσβέσεις Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων

Με την ισχύουσα νομοθεσία και για ισολογισμούς που κλείνουν μετά τις 30/12/1997 (άρθρο 31 Ν.2238/1994 παρ. 1 περ. στ' όπως αντικαταστάθηκε με την παρ.1 του άρθρου 29 του Ν.2556/1997) οι αποσβέσεις είναι υποχρεωτικές. Οι ισχύοντες συντελεστές αποσβέσεων ορίστηκαν με το Π.Δ.100/16-4-1998 (ΦΕΚ Α' 96/5-5-1998) και ισχύουν για ισολογισμούς ή διαχειρίσεις που κλείνουν από 30/6/1998 και μετά. Οι συντελεστές αποσβέσεως αφορούν όλες τις επιχειρήσεις ανεξάρτητα από το αντικείμενο εργασιών τους (εμπορία, παραγωγή και πώληση προϊόντων, παροχή υπηρεσιών, ελευθέριο επάγγελμα, γεωργική εκμετάλλευση κλπ.). Ως βάση υπολογισμού των τακτικών αποσβέσεων λαμβάνεται η αξία κτήσης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προσαυξημένη με τις δαπάνες προσθηκών και βελτιώσεων ή η αναπροσαρμοσμένη αξία τους όπως αυτή η αξία προκύπτει από την αναπροσαρμογή ανά τετραετία με βάση το Ν.2065/92.

Δεν επιτρέπεται ο λογισμός αποσβέσεων με συντελεστές μεγαλύτερους από εκείνους που προβλέπονται από την κείμενη νομοθεσία. Επίσης δεν επιτρέπεται ο λογισμός αποσβέσεων με συντελεστές μικρότερους από τους ελάχιστους συντελεστές που η κείμενη νομοθεσία προβλέπει ως υποχρεωτικούς (Ε.Γ.Λ.Σ.. παρ. 2.2.102, περ. 8). Στην περίπτωση που οι εταιρίες πραγματοποιούν αποσβέσεις με διαφορετικούς από τους προβλεπόμενους συντελεστές, οι ορκωτοί ελεγκτές προχωρούν σε ανάλογη παρατήρηση στο πιστοποιητικό που εκδίδουν.

Διενέργεια Πρόσθετων Αποσβέσεων

Η εταιρεία στην παρούσα χρήση, σε αντίθεση με την προηγούμενη χρήση, κάνοντας χρήση του αναπτυξιακού νόμου 1892/1990, διενήργησε πρόσθετες αποσβέσεις συνόλου €3.200.000 οι οποίες επιβάρυναν τα αποτελέσματα χρήσης με € 1.800.000 (€3.200.000 μείον επιχορηγήσεις παγίων €1.400.000).

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Πλέον: Διενεργηθείσες Πρόσθετες Αποσβέσεις	1.800.000
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Μη Διενεργηθείσα Διαφορά Αποσβέσεων

Μη διενεργηθείσες αποσβέσεις ύψους 662.000 € Η εταιρεία δεν διενήργησε τις ανωτέρω αποσβέσεις διότι έκρινε ότι αφορούν πάγια τα οποία στην παρούσα χρήση δεν χρησιμοποιήθηκαν και εάν καταχωρούντο θα επιβάρυναν αδικώς το πραγματικό αποτέλεσμα της εταιρείας.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
--	-----

Μείον: Μη Διενεργηθείσα Διαφορά Αποσβέσεων (662.000)
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

**Διαχωρισμός Εξόδων Πολυετούς απόσβεσης
και Εξόδων Χρήσεως**

Έξοδα πολυετούς απόσβεσης είναι εκείνα που γίνονται για την ίδρυση και αρχική οργάνωση της οικονομικής μονάδας, την απόκτηση διαρκών μέσων εκμετάλλευσης καθώς και για την επέκταση και αναδιοργάνωσή της. Τα έξοδα αυτά εξυπηρετούν την οικονομική μονάδα για μεγάλη χρονική περίοδο – οπωσδήποτε μεγαλύτερη από ένα έτος – και για το λόγο αυτό αποσβένονται τμηματικά (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ. 2.2.110, περ. 11 και άρθρο 42ε, παρ. 1, Ν 2190/1920). Έξοδα πολυετούς απόσβεσης είναι και τα έξοδα ιδρύσεως και πρώτης εγκαταστάσεως τα οποία συμβάλλουν στην πραγματοποίηση εσόδων όχι μόνο στην χρήση που πραγματοποιούνται οι δαπάνες αλλά σε περισσότερες χρήσεις. Για το λόγο αυτό οι δαπάνες αυτές είναι δυνατόν να αποσβένονται σε περισσότερες από μία χρήσεις. Τα έξοδα αυτά μπορεί να πραγματοποιούνται είτε κατά την ίδρυση είτε και μεταγενέστερα για την επέκταση της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας.

Σύμφωνα με την αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων, κάθε χρήση ή περίοδος είναι αυτοτελής και ανεξάρτητη των άλλων χρήσεων μη επιτρεπομένου του συμψηφισμού των αποτελεσμάτων της κλειόμενης χρήσεως προς τα αντίστοιχα των προηγούμενων χρήσεων. Έτσι, τα έξοδα και τα έσοδα που αφορούν τη χρήση λογίζονται σε αυτή, ανεξάρτητα από το χρόνο της είσπραξής τους ή της πληρωμής τους, δηλαδή εφαρμόζεται η αρχή του δεδουλευμένου εσόδου και εξόδου. Συνεπώς τα έσοδα και κέρδη θα καταχωρούνται στη χρήση εντός της οποίας κτήθηκαν τα δε έξοδα και οι ζημίες θα καταχωρούνται στη χρήση την οποία βαρύνουν με εξαίρεση τις ζημίες της προερχόμενες από εμπορικές, γεωργικές, βιομηχανικές, βιοτεχνικές, μεταλλευτικές και ξενοδοχειακές επιχειρήσεις οι οποίες, όταν δεν καλύπτονται από τα κέρδη της χρήσεως που προέκυψαν, μπορούν να μεταφερθούν για συμψηφισμό στις πέντε επόμενες χρήσεις.

Μη Διενεργηθείσα Απόσβεση Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης

Η εταιρεία δε διενήργησε αποσβέσεις επί των εξόδων πολυετούς απόσβεσης. Αν διενεργούσε αποσβέσεις, επ' αυτών με βάση τον προβλεπόμενο από το Ν. 2238/1994 συντελεστή αυτές θα ανέρχονταν στο ποσό € 1.500.000 περίπου με ισόποση επιβάρυνση των αποτελεσμάτων χρήσεων και των ιδίων κεφαλαίων.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων XXX
Μείον: Μη Διενέργεια Αποσβέσεων επί των Εξόδων (1.500.000)
Πολυετούς Απόσβεσης
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

Αναγνώριση Εσόδων Χρήσεως

Έσοδα από παροχή υπηρεσιών τηλεηχοπληροφόρησης ύψους 253.000 ευρώ δεν τιμολογήθηκαν στην κλειόμενη χρήση, ενώ το αντίστοιχο κόστος έχει περιληφθεί σε αυτήν.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Πλέον: Κέρδη Χρήσης που δεν έχουν Λογιστικοποιηθεί μέσα στη Χρήση	253.000
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Κόστος Προσθηκών

Στο κονδύλι «Κτίρια & Τεχνικά Έργα» του ισολογισμού, περιλαμβάνονται προσθήκες αξίας € 1.200.000 που πραγματοποιήθηκαν στις χρήσεις 2001 και 2002, πριν δηλαδή την ημερομηνία πώλησης του κτιρίου των κεντρικών γραφείων της εταιρείας στην παρούσα χρήση. Το κόστος των προσθηκών αυτών θα έπρεπε να μειώσει ανάλογα το κέρδος από την πώληση του ανωτέρω ακινήτου. (Αναφέρεται σε πράξη πώλησης και επαναγοράς παγίων (χρηματοδοτική μίσθωση) επί ακινήτου σε προσυμφωνημένη τιμή η οποία ήταν σαφώς χαμηλότερη από το κόστος κατασκευής και την εμπορική αξία του ακινήτου. Οι αναφερόμενες προσθήκες περιλαμβάνονται στα πάγια της εταιρίας και αποσβένονται σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις).

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Έκτακτα έξοδα από Προσθήκες Κτιρίων	(1.200.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Επισφαλείς και Ανεπίδεκτες Είσπραξης Απαιτήσεις

Η πιθανή ζημία της επιχειρήσεως, λόγω χαρακτηρισμού απαίτησης ως επισφαλούς, θα καταχωρηθεί στα βιβλία της με το σχηματισμό προβλέψεως. Οι προβλέψεις που αφορούν υποτιμήσεις πελατών (και χρεωστών) σχηματίζονται στο ύψος που καλύπτει τις υποτιμήσεις των στοιχείων αυτών, κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού, και εμφανίζονται στο Ενεργητικό του ισολογισμού αφαιρετικά από τα στοιχεία στα οποία αναφέρονται (άρθρο 42ε παρ. 14, Κ.Ν. 2190/1920).

Το άρθρο 42^ε του Κ.Ν. 2190/1920 στην παρ. 14 αναφέρει ότι οι προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα προορίζονται να καλύψουν ζημίες, δαπάνες ή υποχρεώσεις της κλειόμενης και των επόμενων χρήσεων, που διαφαίνονται σαν πιθανές κατά την ημέρα συντάξεως του ισολογισμού, αλλά δεν είναι γνωστό το ακριβές μέγεθός τους ή ο χρόνος στον οποίο θα προκύψουν. Οι προβλέψεις αυτές σχηματίζονται κάθε χρόνο σε ύψος που καλύπτει τα αναγκαία όρια και εμφανίζονται στο Ενεργητικό του ισολογισμού αφαιρετικά από τα στοιχεία στα οποία αναφέρονται. Ο σχηματισμός των προβλέψεων είναι υποχρεωτικός κατά την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων (άρθρο 43, παρ. 1, περ. γ' του Κ.Ν. 2190/1920), ανεξάρτητα από το αν κατά τη χρήση προκύπτει καθαρό κέρδος ή ζημία.

Ανεπίδεκτες εισπράξεως απαιτήσεις είναι εκείνες που δεν θεωρείται πιθανή η είσπραξή τους. (Σ.τ.Ε. 3083/1973 Δ.Φ.Ν.1984). Η πιθανότητα της μη εισπράξεως κρίνεται ανάλογα με τις συντρέχουσες για κάθε απαίτηση περιστάσεις, οι οποίες αφορούν κυρίως την αφερεγγυότητα του οφειλέτη. (Σ.τ.Ε. 2565/1974, και 3662/1977 Δ.Φ.Ν. 1984). Όταν διαπιστωθεί ότι οι οφειλέτες είναι αφερέγγυοι, ως στερούμενοι παντελώς περιουσιακών στοιχείων, θα χαρακτηρισθούν ως ανεπίδεκτοι εισπράξεως και θα επιβαρύνουν τα αποτελέσματα της κλειόμενης χρήσεως. Ο Κ.Ν. 2190/1920 απαιτεί όπως οι απαιτήσεις που είναι ανεπίδεκτες εισπράξεως αποσβένονται ολοσχερώς. (άρθρο 43, παρ. 8, περ. α')

Μη διενεργηθείσα Επιπλέον Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις

Η σχηματισμένη πρόβλεψη € 300.000 περίπου για επισφαλείς απαιτήσεις € 900.000 περίπου που περιλαμβάνονται στο λογαριασμό «Επισφαλείς Επιδικοί Πελάτες & Χρεώστες» κατά τη γνώμη μας δεν επαρκεί για να καλύψει την ενδεχόμενη απώλεια μέρους αυτών κατά την είσπραξή τους.

€900.000 - €300.000 = €600.000

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Διαφορά μη διενεργηθείσας Πρόβλεψης (6.000.000) από Επισφαλείς Απαιτήσεις	
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Μη Σχηματισμός Πρόβλεψης για Στάσιμα Υπόλοιπα Απαιτήσεων

Υπόλοιπα απαιτήσεων και προκαταβολών συνολικού ύψους 148.000 ευρώ παραμένουν στάσιμα από την προηγούμενη χρήση. Επειδή η Διοίκηση της εταιρείας εκτιμά ότι αυτά θα ρευστοποιηθούν δεν προέβη στο σχηματισμό ανάλογης πρόβλεψης.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	(148.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Αποτίμηση Αποθεμάτων

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 43 (παρ. 7, περ. α, εδάφιο πρώτο) του Κ.Ν. 2190/1920, όπως αυτό τροποποιήθηκε με την παρ.2, του άρθρου 3, του Π.Δ. 367/1994, τα αποθέματα εκτός από τα υπολείμματα, τα υποπροϊόντα και τα ελαττωματικά προϊόντα αποτιμούνται στην κατ' είδος χαμηλότερη τιμή, μεταξύ της τιμής κτήσεως ή του κόστους παραγωγής τους και της τιμής στην οποία η επιχείρηση δύναται να τα αγοράσει (τρέχουσα τιμή αγοράς) ή να τα παράγει (τρέχουσα τιμή αναπαραγωγής) κατά την ημέρα κλεισίματος του ισολογισμού. Εάν η τρέχουσα τιμή αγοράς ή αναπαραγωγής είναι χαμηλότερη από την τιμή κτήσεως ή το ιστορικό κόστος παραγωγής, αλλά μεγαλύτερη από την καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία, τότε η αποτίμηση γίνεται στην καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία.

Οι προβλέψεις που αφορούν υποτιμήσεις αποθεμάτων σχηματίζονται σε ύψος που καλύπτει τις υποτιμήσεις των στοιχείων αυτών, κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού, και εμφανίζονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, αφαιρετικά από τα στοιχεία στα οποία αναφέρονται (άρθρο 42ε, παρ. 14, Ν. 2190/1920).

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω ο Ν.2190/20 θέλει να σχηματίζονται προβλέψεις οι οποίες θα καλύψουν οποιαδήποτε ζημία ή κίνδυνο που πιθανόν θα επιβαρύνει την οικονομική κατάσταση κάποιας επιχείρησης. Η φιλοσοφία δηλαδή του νόμου είναι ότι οι πιθανές ζημιές και οι πιθανοί κίνδυνοι πρέπει να καλύπτονται στο σύνολο τους και πρέπει να σχηματίζεται πρόβλεψη σε βάρος της κλειόμενης χρήσης μόλις κάποιος κίνδυνος είναι ορατός έστω και αν οι ενδείξεις άρχισαν να

διαφαίνονται μετά το τέλος της κλειόμενης χρήσης αλλά μέσα στην περίοδο περάτωσης του ισολογισμού.

*Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα
& Βραδέως Κινούμενα Αποθέματα*

Η εταιρία δεν έχει σχηματίσει πρόβλεψη για τη ζημιά που θα υποστεί από τη μη ρευστοποίηση ή ρευστοποίηση χαμηλότερη του κόστους, ακινήτων, βραδέως κινούμενων αποθεμάτων συνολικού ποσού €8.110 περίπου, από το οποίο μέρος €24.090 αφορά τη κλειόμενη χρήση.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Αποθεμάτων	(24.090)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Αλλαγή Μεθόδου Αποτίμησης Αποθεμάτων

Η εταιρεία, μετέβαλε τον τρόπο αποτίμησης των αγοραζομένων αποθεμάτων. Από την αιτία αυτή αυξήθηκαν τα αποτελέσματα της παρούσας χρήσης κατά € 20.000 περίπου.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Αύξηση Αποθεμάτων	(20.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

<i>GOODWILL</i>

Η υπεραξία της οικονομικής μονάδας (ή το Goodwill) αποσβένεται , είτε εφάπαξ, είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες χρήσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνουν τα πέντε έτη (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ. 2.2.110, περ. 3 και άρθρο 43, παρ., 4β, Ν. 2190/1920).

Απόσβεση του Goodwill

Από τη συγχώνευση προέκυψε υπεραξία επιχειρήσεως (Goodwill) €14.000.000 η οποία θα αποσβεστεί εντός εικοσαετίας σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, αντί της πενταετίας που προβλέπουν οι ισχύουσες διατάξεις του Κ.Ν. 2.190/1920.

$$14.000.000 / 20 = 700.000$$

$$14.000.000 / 5 = 2.800.000$$

$$2.800.000 - 700.000 = 2.100.000$$

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Διαφορά Απόσβεσης Υπεραξίας σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2.190/1920	(2.100.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές

Ο τρόπος χειρισμού των συναλλαγματικών διαφορών που προκύπτουν είτε από απαιτήσεις, είτε από υποχρεώσεις, είτε από λοιπά περιουσιακά στοιχεία σε ξένο νόμισμα προβλέπεται και από την εμπορική νομοθεσία (Ν.2190/20) και από την φορολογική νομοθεσία (άρθρο 28 Κ.Β.Σ.) οι διατάξεις των οποίων είναι εναρμονισμένες μαζί τους. Ειδικά οι διατάξεις του Ν.2190/20 και του Κ.Β.Σ. προβλέπουν ανά κατηγορία συναλλαγματικών διαφορών τα παρακάτω:

Οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν κατά την πληρωμή ή την αποτίμηση σε δραχμές των υποχρεώσεων από δάνεια ή πιστώσεις σε ξένο νόμισμα, εφόσον τα δάνεια ή οι πιστώσεις αυτές χρησιμοποιήθηκαν αποκλειστικά για την απόκτηση παγίων περιουσιακών στοιχείων, καταχωρούνται στο λογαριασμό της κατηγορίας των εξόδων εγκατάστασης (πολυετούς απόσβεσης) «συναλλαγματικές διαφορές δανείων για κτήσεις παγίων στοιχείων» και αποσβένονται τμηματικά, ανάλογα με την υπόλοιπη κανονική χρονική διάρκεια του δανείου ή της πίστωσης, όπως ορίζεται από τις σχετικές διατάξεις της περιπτ. 23 της παρ. 2.2.110 του άρθρου 1 του Π.Δ. 1123/1980 «Περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου» (ΦΕΚ Α' 75/1980), όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε με τη διάταξη της παρ. 12 του μοναδικού άρθρου του Π.Δ. 502/1984 «τροποποίηση και συμπλήρωση των διατάξεων του Π.Δ. 1123/1980» (ΦΕΚ Α' 179/1984).

Η αποτίμηση των λοιπών απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε Ξ.Ν. γίνεται με βάση τις διατάξεις της παρ. 2.3.2. του Ε.Γ.Λ.Σ. Η διάταξη αυτή είναι βασική αφού σε αυτήν παραπέμπει ο Κ.Β.Σ. καθώς επίσης και ο εμπορικός νόμος 2190/1920. Έτσι, οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν κατά την είσπραξη ή την πληρωμή απαιτήσεων και υποχρεώσεων αντίστοιχα, είτε μακροπροθέσμων είτε βραχυπροθέσμων απαιτήσεων και υποχρεώσεων καταχωρούνται απευθείας στα αποτελέσματα της χρήσεως (στους λογ/σμούς "81.00.04" και "81.01.04").

Τμηματική Απόσβεση των Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών

Σε εφαρμογή της εγκυκλίου του Υπουργείου Οικονομικών 1104968/Π1286/6.12.2000, μέρος (2/3) από τις χρεωστικές συναλλαγματικές διαφορές που προέκυψαν στην Χρήση 1 από την εξόφληση και αποτίμηση υποχρεώσεων σε € ποσό 9.0000 δεν βάρυναν τα αποτελέσματα χρήσης, αλλά μεταφέρθηκαν στον λογαριασμό του ενεργητικού «Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως» και επιβάρυναν ισόποσα τα αποτελέσματα των δύο επόμενων χρήσεων.

	Χρήση 1	Χρήση 2	Χρήση 3
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX	XXX	XXX
Μείον: Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές από Εξόφληση & Αποτίμηση Υποχρεώσεων σε €	(9.000)		
Πλέον: Απόσβεση 1/3 Συν/κών διαφορών που μεταφέρθηκαν στα "Λοιπά Έξοδα εγκαταστάσεως"		4.500	45.000
<hr/>			
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων			

Στα «Έξοδα Επόμενων Χρήσεων» έχουν καταχωρηθεί συναλλαγματικές διαφορές προηγούμενων χρήσεων €29.000. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν. 2.190/1920 το

ανωτέρω ποσό θα έπρεπε να έχει επιβαρύνει κατά € 11.000 τα αποτελέσματα της κλειόμενης χρήσεως και κατά €18.000 τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Ζημία από Αποτίμηση Υποχρεώσεων σε Ξ.Ν.	(11.000)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	

Μισθωτικά Δικαιώματα Χρήσεως Ακινήτου

Στην περίπτωση μισθωτικών δικαιωμάτων (δηλαδή μεταβίβασης από τον μισθωτή ακινήτου στην οικονομική μονάδα των μισθωτικών του δικαιωμάτων σε ορισμένο ακίνητο) που απορρέουν από σχετική σύμβαση μισθώσεως και το νόμο που ισχύει κάθε φορά, η αξία που καταβάλλεται στο μισθωτή αυτό ως αποζημίωση για τη μεταβίβαση των δικαιωμάτων του καταχωρείται στη χρέωση οικείου υπολογαριασμού του 16.05 και αποσβένεται σε ισόποσες δόσεις μέσα στο χρόνο ισχύος του μισθωτικού δικαιώματος (Ε.Γ.Λ.Σ. παρ. 2.2.100, περ. 7).

Απόσβεση Κόστους Κτήσεως

Μισθωτικών Δικαιωμάτων Χρήσεως Ακινήτου

Το κόστος κτήσεως των μισθωτικών δικαιωμάτων χρήσεως ακινήτου, το οποίο αποκτήθηκε το 1997 (€193.690,39) αποσβέσθηκε εφάπαξ το 1997 σύμφωνα με το δικαίωμα που παρέχεται από τις φορολογικές διατάξεις. Σύμφωνα, όμως, με το Κ.Ν. 2190/1920 και το Ε.Γ.Λ.Σ. η απόσβεση του κόστους αυτού έπρεπε να γίνει μέσα στο συμβατικό χρόνο χρησιμοποίησης του συμβατικού δικαιώματος. Εάν η εταιρεία είχε εφαρμόσει τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920 και του Ε.Γ.Λ.Σ το αναπόσβεστο υπόλοιπο του κόστους κτήσεως των μισθωτικών δικαιωμάτων κατά την 31.12.2002 θα ήταν €105.650 περίπου τα κέρδη χρήσεως θα ήταν μειωμένα κατά € 16.100 περίπου τα δε ίδια κεφάλαια της χρήσης θα ήταν αυξημένα κατά €61.800 περίπου.

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης προ Φόρων	XXX
Μείον: Αποσβέσεις Μισθωτικών Δικαιωμάτων	(16.100)
<hr/>	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	



Δ. ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ

1	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'379'915.83	2'730'518.69	1'635'050.97
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	79'236.98	107'116.65	91'600.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	17'165.50	-17'165.50	195'897.48
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις	13'987.84	18'039.85	98'793.01
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000	25'759.62		
	Πλέον:			
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	272'330.77	390'859.88	118'529.11
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'516'096.66	3'013'387.57	1'367'289.59

2	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'169'190.71	3'210'773.02	1'248'546.36
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες	13'043'269.04	359'457.08	5'096'943.02
	Ζημία Από Αποτίμηση & Αγοροπωλησία Συμμετοχών & Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια	5'858'242.69	-2'771'125.84	4'961'097.20
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	3'251'793.54	-41'085.84	-202'183.56
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	363'022.74		
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές από Αποτίμηση σε €Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	241'960.06		

Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές από Αποτίμηση σε Γιέν Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως

164'200.87

Πλέον:

Απόσβεση Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Προηγούμενων Χρήσεων

678'609.77

203'080.48

203'080.31

Ζημία Από Πώληση & Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Χρήσης 2000

202'347.95

202'347.96

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

-19'074'688.47

6'068'956.06

-8'201'882.04

3

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.

(ποσά σε €)

2000

2001

2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

3'578'358.99

1'347'422.46

1'602'263.66

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών

12'424'763.08

16'190'787.10

19'411'763.50

Πλέον:

Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων

224'999.67

237'326.01

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

-8'621'404.42

-14'606'038.62

-17'809'499.84

4

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ SEAFARM IONIAN A.E.

(ποσά σε €)

2000

2001

2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

2'570'341.11

2'550'686.91

335'604.89

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και άλλων Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων

21'423'330.89

19'369'038.88

5'611'005.23

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

22'010.27

19'000.00

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ζημία από μη Είπραξη

Καθυστερούμενων Απαιτήσεων

366'837.86

953'778.43

659'383.71

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

-19'219'827.64

-17'794'140.68

-5'953'784.05

ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ

5	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. "			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'987'308.01	1'533'355.44	1'227'694.07
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Συμμετοχών που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια	2'281'022.64	49'131.43	236'730.68
	Διαφορά Διενεργηθείσας Απόσβεσης	249'449.74	733'675.72	807'267.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	14'674	5'869.41	42'000.00
	Σχηματισμός Πρόβλεψης για Ενδεχόμενη Επιβάρυνση από μη Μετατροπή Ομολογιών σε Μετοχές			289'000.00
	Ζημία από Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	450'103.31		
	Μη Διενεργηθείσα Απόσβεση Εξόδων πολυετούς Απόσβεσης	278'796.77		
	Πλέον:			
	Απόσβεση Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσεως 1999 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	1'013'410.34		
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-273'327.63	744'678.89	-147'303.61
6	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	6'456'181.00	6'978'391.19	8'556'940.91
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	493'030.08	152'969.92	52'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις			962'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	64'563.46	82'374.91	71'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	586'940.57	147'059.43	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	5'311'646.89	6'595'986.93	7'471'940.91

7	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	93'700'976.23	88'654'377.57	36'044'980.87
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	93'700'976.23	88'654'377.57	36'044'980.87
8	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΒΑΛ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	32'811'756.46	29'984'504.13	13'232'514.59
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών			14'900'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	32'811'756.46	29'984'504.13	-1'667'485.41
9	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΤΕΜ Α.Ε. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΛΑΦΡΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	6'402'740.81	6'678'904.26	7'161'590.35
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	6'402'740.81	6'678'904.26	7'161'590.35
10	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΙΧΑΗΛ ΜΑΪΛΗΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	11'667'516.00	5'904'348.00	4'029'130.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		20'249'449.74	23'940'550.26
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	83'680.12	101'737.34	75'000.00
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	2'034'674.24		
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές χρήσης 2000	904'109.13		
	Πλέον:			

Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Χρεογράφων Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης		581'388.11	581'388.11
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		617'772.56	617'772.56
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	8'645'052.51	-13'247'678.41	-18'787'259.58

11	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	17'638'742.16	16'004'863.84	38'479'071.67
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			80'000.00
	Ωφέλεια από αλλαγής μεθόδου Αποτίμηση των Αποθεμάτων			8'700'000.00
	Ζημία από Υποτίμηση Συμμετοχών που δεν επιβάρυνε τα Αποτελέσματα Χρήσης	14'121'367.15	9'884'171.89	-3'503'539.04
	Ζημία από Πώληση Συμμετοχών που μεταφέρθηκε στο Πίνακα Διάθεσης Αποτελεσμάτων	26'049.36		
	Πλέον:			
	Απόσβεση Υπολοίπου από Πρόβλεψη Συμμετοχών & Ζημία από Πώληση Συμμετοχών που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολ Απόσβεσης	782'463.94	782'463.94	782'463.94
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'273'789.59	6'903'155.89	33'985'074.65

12	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	20'581'553.42	26'064'972.00	12'540'488.95
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Συμμετοχών που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια			44'258'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	167'278.06	134'000.00	290'000.00
	Πλέον:			
	Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Συμμετοχών που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	331'000.00	331'000.00	331'000.00

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων **20'745'275.36** **26'261'972.00** **-31'676'511.05**

13	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ FITCO Α.Ε.			
	(ποσά σε χιλ. €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'936'230.07	1'261'695.46	181'783.25
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	140'865.74	3'134.26	31'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	26'000.00	32'721.94	34'000.00
	Πλέον:			
	Διαφορά από Επισφαλείς Απαιτήσεις	117'388.11	8'611.89	-3'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα (Κέρδη) προ Φόρων	1'886'752.45	1'234'451.14	113'783.25

ΠΟΤΟΠΟΙΑ

14	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'329'813.56	1'480'194.61	2'251'837.41
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια			70'470.29
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		23'477.62	10'800.00
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	153'917.83		
	Πλέον:			
	Αποσβέσεις Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσεως 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	50'792.88	50'792.88	52'332.05
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'226'688.61	1'507'509.88	2'222'899.17

ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ

15	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	246'410'066.28	41'296'165.29	106'226'908.91
Μείον:			
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	246'410'066.28	41'296'165.29	106'226'908.91

16	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	126'641'209.63	95'017'996.43	83'831'643.09
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	1'065'297.14	3'700'000.00	5'100'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υπολοιπόμενο Ποσό σε Ιδιωτική Ασφαλιστική Εταιρία			11'200'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			2'700'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	125'575'912.49	91'317'996.43	64'831'643.09

ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ

17	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ FOLLI-FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	13'402'901.40	8'225'967.05	6'703'653.56
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων	1'702'705.73	1'129'553.31	5'896'576.93
	Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών & Χρεογράφων επιβάρυνε απευθείας μόνο τα Ίδια Κεφάλαια	861'176.20	2'472'602.02	3'665'836.70
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000	177'324.96		
	Πλέον:			
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		88'662.48	88'662.48
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	10'661'694.51	4'712'474.20	-2'770'097.59

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ

18	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.Α. - "DROMEAS"			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'004'901.42	4'112'812.80	602'860.01
Μείον:			
Ζημία από Αποτίμηση Συμμετοχών που επιβάρυνε απευθείας τα Ίδια Κεφάλαια		520'033.10	274'565.89
Ζημία Αποτίμησης Μετοχών μη Εισηγμένων στο Χ.Α.Α.Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	50'448.83		
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Μετοχών μη Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης		10'089.77	10'089.77
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'954'452.59	3'602'869.46	338'383.89

ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ

19	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'381'312.87	3'169'184.56	2'348'668.88
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		26'412.33	56'966.25
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'381'312.87	3'142'772.23	2'291'702.63

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ

20	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	106'701'502.00	128'189'256.31	102'826'087.09
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ που επιβάρυνε μόνο τα Ίδια Κεφάλαια	145'267'791.64	132'061'628.76	-251'429'420.40
	Ζημία από Πώληση Μετοχών που επιβάρυνε μόνο τα Ίδια Κεφάλαια		10'858'400.59	
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες και Απλές Επιχειρήσεις		72'487'160.67	21'012'839.33
	Διαφορά Απόσβεσης Goodwill με συντελεστή 20% αντί 5%		1'320'616.29	1'320'616.29

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			6'249'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-38'566'289.64	-77'680'149.41	325'673'051.87

21	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΑ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'473'759.58	1'388'700.66	2'758'643.49
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις		146'735.14	302'266.74
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	58'694.05	6'068'965.52	
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Αποθεμάτων		223'037.42	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'415'065.53	-5'050'037.42	2'456'376.75

ΚΑΛΩΔΙΑ

22	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'000'334.73	4'470'715.02	1'422'386.87
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	96'845.19	140'865.74	154'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	569'332.36	-52'824.65	-18'507.70
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'334'157.18	4'382'673.93	1'286'894.57

ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

23	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΡΚΑΔΙΑΣ - Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε."			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	11'879'173.05	10'052'035.75	9'778'750.07
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		96'845.19	433'789.19
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	20'542.92		9'880.00

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επίδικες Απαιτήσεις Τρίτων	472'487.16		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	11'386'142.97	9'955'190.55	9'335'080.88

24 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΚΑ Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	9'150'743.55	13'986'044.44	15'271'625.03
Μείον:			
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια		4'477'507.00	7'233'359.00
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης τη Χρήση 2000	4'795'304.47		
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες	15'079'271.90	3'305'458.00	341'513.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	149'669.84	138'811.45	
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης		1'198'383.79	1'198'383.79
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-10'873'502.66	7'262'651.79	8'895'136.82

25 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΝΑΣΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'355'905.37	1'372'412.58	1'242'654.08
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			12'800.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		940'104.75	56'395.25
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'355'905.37	432'307.83	1'173'458.83

26 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "SPIDER" ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'339'504.04	1'127'054.78	2'323'541.69

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	393'398.41	349'027.29	920'199.89
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	26'506.24	6'823.52	86'021.14
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'919'599.39	771'203.97	1'317'320.66

ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ - ΤΣΙΜΕΝΤΑ

27	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	36'383'080.00	57'902'868.00	76'036'460.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	9'097'578.87	4'282'421.13	10'140'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	27'285'501.13	53'620'446.87	65'896'460.00
28	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'565'000.13	2'182'688.72	2'610'715.39
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		14'459.00	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'565'000.13	2'168'229.72	2'610'715.39
29	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'220'382.58	1'280'103.77	1'409'337.03
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	3'121'528.33	1'086'220.79	156'962.08
	Πρόβλεψη για Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μείωσαν απευθείας τα Ίδια Κεφάλαια	5'859.01	32'518.64	21'807.66
	Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	256'207.08		

Πλέον:

Απόσβεση 1/3 Συναλλαγματικών Διαφορών Προηγούμενων Χρήσεων που είχαν μεταφερθεί στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

192'330.44	251'384.86	129'469.08
-1'970'881.40	412'749.20	1'360'036.37

30

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ Α.Ε.
--

(ποσά σε €)

2000	2001	2002
-------------	-------------	-------------

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

93'155'455.00	116'103'847.00	128'732'945.00
---------------	----------------	----------------

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

9'977'989.72	13'200'000.00	14'800'000.00
--------------	---------------	---------------

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών

15'263'389.58	17'536'610.42	23'800'000.00
---------------	---------------	---------------

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

67'914'075.70	85'367'236.58	90'132'945.00
----------------------	----------------------	----------------------

31

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ F.H.L Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε

(ποσά σε €)

2000	2001	2002
-------------	-------------	-------------

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

2'539'441.47	5'149'780.50	4'301'117.05
--------------	--------------	--------------

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών

9'113'123.21	2'364'914	1'618'320.20
--------------	-----------	--------------

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

76'302.27	6'107.78
-----------	----------

Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα

Εγκατάστασης

2'426'999.27

Πλέον:

Απόσβεση Συναλλαγματικών Διαφορών Προηγούμενων Χρήσεων που είχαν μεταφερθεί στα Έξοδα Εγκατάστασης

807'043.29	898'019.08	826'000.00
------------	------------	------------

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

-8'193'637.72	3'606'583.01	3'502'689.07
----------------------	---------------------	---------------------

ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ

32

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε.
--

(ποσά σε €)

2000	2001	2002
-------------	-------------	-------------

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

3'068'357.01	1'771'715.44	1'144'742.88
--------------	--------------	--------------

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο
Χ.Α.Α. και Μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1'808'423.75 236'088.87 2'537'915.35

Πλέον:

Διενέργεια Πρόσθετων Αποσβέσεων

244'978.86 366'193.85

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

1'259'933.26 1'780'605.44 -1'026'978.62

33

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

(ποσά σε €)

2000 2001 2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

686'319.70 502'847.67 532'257.71

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

26'412.32 23'477.62 76'897.29

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών
σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις

786'258.55 723'912.82

Πλέον:

Απόσβεση Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσης 1998 που είχαν
μεταφερθεί στους Μεταβατικούς Λογαριασμούς για Ζετή Απόσβεση

23'286.79

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

683'194.17 -306'888.50 -268'552.40

34

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "FLEXORACK" Α.Β.Ε.Ε.

(ποσά σε €)

2000 2001 2002

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης

2'415'386.98 1'176'756.49 1'378'183.04

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού

50'577.00

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε
Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις

150'840.73

Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών

643'286.86 1'073'807.78 566'308.36

Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν
στις Δαπάνες Πολυετούς Απόσβεσης

57'674.42

Πλέον:

Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		28'837.21	28'837.20
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'714'425.70	131'785.91	639'294.15

ΧΗΜΙΚΑ

35	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'302'575.46	4'959'045.96	4'074'998.83
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	5'302'575.46	4'959'045.96	4'074'998.83

ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ

36	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'593'128.17	143'569.85	1'544'591.84
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	164'343.36	167'278.06	119'300.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	1'467'351.43	1'173'881.14	612'767.42
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών μη Εισηγμένων	5'337'705.39	1'193'180.69	-1'343'763.08
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Βραδέως Κινούμενα Αποθέματα			100'000.00
	Ζημία από Αποτίμηση μετοχών Εισηγμένων που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια		50'771.57	
	Ζημία από Αποτίμηση μετοχών Εισηγμένων που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	176'298.68		
	Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Ασώματων Ακινήτοποιήσεων & Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης		1'129'289.13	
	Πλέον:			
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσεως 1999	124'724.87	124'724.87	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-2'427'845.81	-3'446'105.88	2'056'287.49

37 ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε."			
(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'544'604.55	5'266'427.19	1'876'588.07
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	8'796'237.39	-845'978.58	908'994.21
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις	402'060.39	59'475.65	1'147'031.77
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Απαιτήσεις σε Καθυστέρηση Πρόβλεψη Εσόδων από Μερίσματα Χρήσεως	205'429.20	76'302.27	318'268.53
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		158'473.95	216'931.05
Πλέον:			
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	334'548.42	334'548.43	
Αποσβέσεις Προηγούμενων Χρήσεων	191'935.52		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'332'638.49	93'003.08	-2'814'637.49

38 ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΜΑΚΟ MEDIA NET			
(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'370'762.21	593'268.24	738'173.54
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Εταιρείες υπό Εκκαθάριση		2'202'754.54	-2'095'954.54
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			579'900.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Αποθεμάτων		293'470.29	148'200.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		64'563.46	23'200.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	1'167'223.79	319'560.54	1'924'215.67
Μη Διενεργηθείσα Απόσβεση Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης		167'865.00	
Πλέον:			
Απόσβεση 1/3 Συναλλαγματικών διαφορών Χρήσης 1999	56'650.54	56'650.54	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'260'188.95	-2'398'295.06	158'612.42

39	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'031'336.29	13'334.73	2'772'690.90
	Μείον:			
	Ζημία από Υποτίμηση Συμμετοχών και Χρεογράφων που δεν επιβάρυναν τα Αποτελέσματα Χρήσης		9'746'567.15	-9'385'225.68
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		880'410.86	600'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'031'336.29	-10'613'643.28	11'557'916.58

ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ

40	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΙΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΩΝ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	307'073.06	348'795.10	217'874.03
	Μείον:			
	Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσεως 2000 που μεταφέρθηκαν στα λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως για Ζετή Απόσβεση	2'518'082.66		
	Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Ενσώματων Ακινητοποιήσεων			590'600.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών			122'095.34
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	73'367.57	72'320.02	79'426.70
	Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Εξόδων Εγκατάστασης	2'108'269.02	2'283'198.83	
	Πλέον:			
	Φόροι και Τέλη Προηγούμενων Χρήσεων			380'661.00
	Αποσβέσεις Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσεως 2000 που είχαν μεταφερθεί στα Έξοδα Εγκαταστάσεως		0.00	0.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'392'646.19	-2'006'723.75	-193'587.01

41	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ PAPERPACK - ΤΣΟΥΚΑΛΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	751'124.18	595'491.07	310'017.40

Μείον:

Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων επιβάρυνε απευθείας μόνο τα Ίδια Κεφάλαια		482'019.99	-277'523.81
Διαφορά Απόσβεσης Υπεραξίας (Goodwill) με ποσοστό 5% αντί 20%			332'173.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	3'836'787.35	-1'136'787.35	1'200'000.00
Έξοδα Κοινοπρακτικού Δανείου που μετεφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης			120'000.00
Πρόβλεψη Αποζημίωσης Προσωπικού Απορροφηθείσας Εταιρίας Χρήσης 2001 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως		180'550.00	
Ζημία Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	624'890.00		
Πλέον:			
Απόσβεση Πρόβλεψης Αποζημίωσης Προσωπικού Απορροφηθείσας Εταιρίας Χρήσης 2001 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξ. Εγκαταστάσεως			45'137.00
Απόσβεση Ζημίας Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως		124'977.82	124'977.82
Απόσβεση Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσης 2000		18'388.76	18'388.76
Απόσβεση Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσης 1998	28'717.64		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-3'681'835.53	1'213'075.01	-876'128.22

ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ

42	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Κέρδη προ φόρων δημοσιευμένων αποτελεσμάτων χρήσης	622'643.50	2'134'179.44	899'819.33
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	5'270'726.34		
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που επιβάρυνε απευθείας μόνο τα Ίδια Κεφάλαια		-2'999'289.91	-1'391'332.63
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	253'000.00	103'455.61	30'000.00

Πλέον:

Απόσβεση Αποτίμησης Χρεογράφων Προηγούμενων Χρήσεων που είχε μεταφερθεί στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	1'054'145.27	1'054'145.27	1'054'145.27
Διενεργηθείσες επιπλέον αποσβέσεις	2'426'999.27		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-1'419'938.31	6'084'159.01	3'315'297.23

43

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	7'953'711.77	4'701'452.32	355'528.03
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Χρεογράφων	5'282'465.15	1'173'881.14	-2'046'197.32
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		337'490.83	600'269.99
Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου που μεταφέρθηκαν στα Αποτελέσματα προς Διάθεση		1'174'227.11	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'671'246.62	2'015'853.24	1'801'455.36

ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ

44

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΦΟΙ Ι & Δ ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ" ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	812'120.00	455'182.28	984'213.43
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών			128'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	35'216.43		65'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	776'903.57	455'182.28	791'213.43

ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ

45

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ " ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'681'330.42	5'343'223.40	6'420'450.32

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		3'500'000.00	1'800'000.00
Διενέργεια Πρόσθετων Αποσβέσεων			525'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα Υπόλοιπα Απαιτήσεων	557'593.54	-182'593.54	

Πλέον:

Αποσβέσεις Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών που μεταφέρθηκαν στις Δαπάνες Πολυετούς Απόσβεσης		520'000.00	197'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'123'736.87	2'545'816.94	4'292'450.32

46	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "ΕΛΦΙΚΟ" Α.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'995'169.68	587'572.25	346'712.50
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	53'411.89	41'842.12	38'952.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'941'757.79	545'730.13	307'760.50

47	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΪΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'771'703.07	1'394'209.86	282'331.13
	Μείον:			
	Συναλλαγματικές Διαφορές που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Εγκαταστάσεως	5'727'528.69		
	Πλέον:			
	Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	1'909'176.23	1'909'176.23	1'909'176.23
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'953'350.61	3'303'386.09	2'191'507.36

48	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΓΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	824'173.94	932'783.72	193'298.15
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		-10'318.42	10'947.84

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα Αποθέματα	32'586.94	-12'965.52	24'093.58
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	791'587.00	956'067.65	158'256.74

49	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'475'574.84	2'073'857.92	1'290'534.49
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		210'719.75	545'001.00
	Εκπτώσεις λόγω Τζίρου επί των Αγορών α' Υλών που θα έπρεπε να οδηγήσει σε Μείωση των Αποθεμάτων		452'228.57	
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		61'629.16	37'512.84
	Τόκοι Βραχυπρόθεσμων Δανείων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	313'362.00		
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	65'385.00		
	Πλέον:			
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		55'125.09	55'125.09
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'096'827.84	1'404'405.53	763'145.74

50	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'635'200.23	2'702'253.92	2'782'895.96
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		19'589	58'813.48
	Πλέον:			
	Έσοδα Μερισμάτων από Συμμετοχή σε Α.Ε. που δεν καταχωρήθηκαν στα Αποτελέσματα της Παρούσας Χρήσης			149'669.84
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'635'200.23	2'682'664.58	2'873'752.32

ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΠΝΟΥ

51	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	35'890'247.24	36'240'026.34	40'960'637.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών μη Εισηγμένων στο Χ.Α.Α.		17669845.93	4410073.382
	Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που επιβάρυνε απευθείας τα Ίδια Κεφάλαια		6074834.923	
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	751283.9325		
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	35'138'963.31	12'495'345.49	36'550'563.62

ΤΡΟΦΙΜΑ

52	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΑΪΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	23'796'264.20	16'939'992.45	20'643'925.55
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	3101393.98	1'860'000.00	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	20'694'870.22	15'079'992.45	20'643'925.55

53	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΜΠΑΡΜΑ ΣΤΑΘΗΣ Α.Ε.)			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'996'543.86	4'434'207.03	5'715'095.95
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	7'882'471.01	6'670'866.96	1'572'212.52
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	108'584.01	223'037.42	151'138.82
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-3'994'511.15	-2'459'697.35	3'991'744.61

54	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	952'300.87	9'233'849.60	5'961'312.75

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			495'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα Αποθέματα	1'672'780.63	-757'153.34	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-720'479.76	9'991'002.94	5'466'312.75

55

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΕΚΑ Α.Ε.

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'481'466.09	1'220'765.27	763'100.61
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	3'183'929.12	1'488'099.88	643'735.00
Διαφορά Πραγματοποιηθέντων Αποσβέσεων			24'500.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			42'000.00
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	711'665.44		
Πλέον:			
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		355'832.72	355'832.72
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-2'414'128.47	88'498.11	408'698.33

56

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'523'213.80	3'768'881	523'657.77
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Λοιπών Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	2'198'092.44	14'374'174.62	2'521'732.94
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		117'388.11	39'141.60
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'325'121.36	-10'722'681.44	-2'037'216.77

57

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
-------------	------	------	------

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'899'771.67	4'968'572.30	7'572'752.46
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	7'424'797.97	5'365'202.03	-913'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόσθετη Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	1'038'884.82		
Πλέον:			
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	1'493'763.75	1'124'000.00	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-3'070'147.37	727'370.27	8'485'752.46

58	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'907'041.34	1'855'162.53	3'137'461.44
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες	3'753'484.96	554'658.84	851'856.20
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ			1'676'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			101'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-846'443.62	1'300'503.69	508'605.24

59	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CHIPITA INTERNATIONAL Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'655'010.22	6'205'664.81	7'985'095.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	18'261'574.50	8'384'600.22	-9'038'732.72
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	159'397.40	244'452.02	206'542.19
	Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές από Αποτίμηση Απαιτήσεων και Υποχρεώσεων	1'394'492.48		
	Πλέον:			
	Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	691'854.71	697'246.24	697'246.24

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων **-13'468'599.45** **-1'726'141.19** **17'514'531.77**

60	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CRETAFARM A.B.E.E.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'296'782.96	4'993'125.90	5'035'323.23
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	11'343.64	5'869.41	10'271.46
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	105'106.38	18'900.37	175'540.48
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	1'226'705.80	73'367.57	138'771.63
	Πλέον:			
	Ζημία από Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 1999 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	249'275.22	249'275.22	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	3'202'902.36	5'144'263.77	4'710'739.66

ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ & ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ

61	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΛΕΕΜΑΝ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'286'364.53	6'127'979.76	6'268'846.80
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες		685'301.35	441'091.42
	Πρόσθετες αποσβέσεις (Πλέον των τακτικών)		128'025.72	90'618.58
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'286'364.53	5'314'652.69	5'737'136.80

62	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ FRIGOGLASS A.B.E.E.			
	(ποσά σε χιλ. €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	7'666.21	2'749.00	7'811.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	5'285.69	1'243.67	-229.36
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		522.38	657.00

Αναμορφωμένα αποτελέσματα προ φόρων	2'380.52	982.96	7'383.36
-------------------------------------	----------	--------	----------

ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

63	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'373'997.26	2'035'119.40	1'367'638.11
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	82'171.68	29'347.03	15'223.77
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	2'964'049.89	1'931'034.48	350'915.63
	Πλέον:			
	Ζημίες από Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 1999	144'084.25	68'643.56	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-528'140.06	143'381.45	1'001'498.71
64	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'446'313.01	5'032'291.34	9'047'880.98
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	259'091.41	-4'226.33	4'096.55
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	140'865.38	139'311.45	0.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα (Κέρδη) προ Φόρων	4'046'356.22	4'897'206.22	9'043'784.43
65	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CPI Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'505'848.18	1'026'024.38	880'763.74
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων		2'576'669.11	-276'669.11
	Δαπάνες Χρήσης που μεταφέρθηκαν στις Δαπάνες Πολυετούς Απόσβεσης			85'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		42'553.19	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'505'848.18	-1'550'644.73	1'072'432.85

66	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ INTERTECH Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	8'055'281.82	4'590'420.50	6'093'688.03
	Μείον:			
	Πρόβλεψη για το Κόστος Εγγυήσεων Πωληθέντων Εμπορευμάτων που έγινε τη Χρήση 2002 αντί της Χρήσης 2001		510'000.00	-510'000.00
	Πλέον:			
	Δαπάνη Διαφήμισης που αφορά τη Χρήση 2003			260'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	8'055'281.82	4'080'420.50	6'863'688.03

67	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ RAINBOW COMPUTER Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	805'912.49	710'701.66	247'179.29
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις επί Έξόδων Εισαγωγής στο Χ.Α.Α.		18'782.10	31'500.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Βραδέως Κινούμενα Αποθέματα		8'804.11	2'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς & Επίδικες Απαιτήσεις		2'347.76	89'770.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		7'630.23	10'800.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων		673'137.46	113'109.29

ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

68	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Α ΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	9'485'499.79	10'816'975.43	13'402'583.27
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	431'401.32	425'531.91	870'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	9'054'098.47	10'391'443.52	12'532'583.27

69	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.
----	--

	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης		5'318'847.69	924'797.47	1'301'202.47
Μείον:				
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις			126'192.22	1'395'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως		733'675.72	352'164.34	
Ζημία από Πώληση και Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως		67'039.67		
		441'330.10		
Πλέον:				
Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων		355'160.90	387'380.78	216'000.00
Απόσβεση Ζημίας από Πώληση και Αποτίμηση Χρεογράφων Προηγούμενων Χρήσεων			111'518.71	80'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων		4'431'963.11	792'735.84	202'202.47
70	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης		3'872'711.45	3'093'970.07	3'508'750.20
Μείον:				
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις				261'176.39
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων		3'872'711.45	3'093'970.07	3'247'573.81
71	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης		28'310'340.00	29'660'999.50	40'358'743.52
Μείον:				
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			263228	1023000

Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως τη Χρήση 2000	2737420.63		
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια		143885.37	-2368306
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων Χρήσης 2000		684355.16	684355.16
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	25'572'919.37	29'938'241.29	42'388'404.68

72	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'400'580.05	1'201'023.60	1'348'812.29
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'400'580.05	1'201'023.60	1'348'812.29

73	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ JUMPO Α.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	12'036'643.82	14'789'760.34	15'351'065.71
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		152'604.55	141'814.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		486'675.30	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	12'036'643.82	14'150'480.49	15'209'251.71

74	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΝΟΤΟΣ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'209'111.37	14'861'778.00	22'520'998.00
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Α.Ε. & Εταιριών που δεν είναι Α.Ε.	3'044'233	7'027'501.00	-1'961'557.59
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			291'522.00
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	31'489'582.00		

Διαφορά Απόσβεσης Υπεραξίας Επιχείρησης με συντελεστή 5% αντί 20%		16'353'268.35	16'353'268.35
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Χρεογράφων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως	6'297'916.00	6'297'916.00	6'297'916.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-24'026'787.63	-2'221'075.35	14'135'681.24

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ

75	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	40'705'455.32	42'905'467.79	49'131'272.63
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	10'429'678.64	-4'432'646.29	7'782'968.65
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Ακίνητων Αποθεμάτων		733'675.72	500'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	1'332'355.09	410'858.41	256'786.50
	Ζημίες Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκαν απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια		10'657'050.62	505'742.45
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	90'975.78	381'511.37	410'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	28'852'445.81	35'155'017.96	39'675'775.03

ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

76	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε.			
		2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	225'451.38	1'082'086.55	824'674.02
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	46'368.31		26'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	2'917'094.64	399'119.59	7'106'785.77

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	267'057.96	44'020.54	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-3'005'069.53	638'946.42	-6'308'111.75

77 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'371'350.77	1'627'168.57	822'066.31
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	99'859.92	79'235.26	-1'619.95
			48'655.02
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Βραδέως Κινούμενα Αποθέματα			150'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	8'804.11	57'942.77	40'000.00
Πλέον:			
Απόσβεση Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσης 1998	136'993.17	136'993.17	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'399'679.91	1'626'983.71	585'031.24

78 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'390'334.33	2'662'439.87	2'237'377.27
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	1'333'633.29	-101'982.21	437'304.17
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	31'695.00	24'064.33	99'224.00
Πλέον:			
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	197'082.38	197'082.38	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'222'088.42	2'937'440.13	1'700'849.10

79 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'903'034.37	5'298'913.23	3'992'365.27

Μείον:

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών μη Εισηγμένων Εταιριών	9'611'151.87	3'588'848.13	4'700'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών Εισηγμένων Εταιριών που μεταφέρθηκαν απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια Ζημίες από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης για 5ετή Απόσβεση	848'000.00	629'000.00	-188'000.00

Πλέον:

Απόσβεση Ζημιών από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	171'000.00	171'000.00	171'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-5'385'117.51	1'252'065.10	-348'634.73

80

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.

(ποσά σε €)

	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'796'287.30	1'653'982.25	1'819'124.81
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	5'854'732.21	70'432.87	-28'165.08
Μη Διενεργηθείσα Επιπλέον Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			230'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	7'336.76	32'281.73	14'765.20
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'065'781.67	1'551'267.65	1'602'524.69

81

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

(ποσά σε €)

	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'956'732.66	2'943'243.44	2'945'574.82
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις		8'892'149.67	2'422'850.33
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	302'274.39	225'972.12	195'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'654'458.27	-6'174'878.35	327'724.49

82	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΖΑΜΠΑ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'007'849.74	1'632'150.70	881'345.59
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'007'849.74	1'632'150.70	881'345.59
83	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΛΠΙΝΗΣ - Ν. ΣΙΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'441'821.42	2'442'711.16	5'545'649.92
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		182'749.92	-145'071.92
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		196'625.09	43'374.91
	Πλέον:			
	Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσης 1999	906'843.85		
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	5'348'665.27	2'063'336.15	5'647'346.93
84	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ - "CARDICO" Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'847'430.82	3'376'759.15	5'186'485.53
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	5'458'547.32	-176'082.17	-382'465.15
	Διαφορά Απόσβεσης Εξόδων Πολυετούς Απόσβεσης	1'819'515.77	1'173'881.14	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-3'430'632.27	2'378'960.18	5'568'950.68
85	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'116'794.92	602'060.71	262'536.25
	Μείον:			

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			2'981.96
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'116'794.92	602'060.71	259'554.29

86	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ		
----	---	--	--

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'409'957.01	1'068'654.77	1'536'697.91
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	17'608.00	32'281.73	9'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	23'589.93	-23'589.93	586.94
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	1'368'759.08	1'059'962.97	1'527'110.97

87	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.		
----	---	--	--

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	36'843'653.04	9'516'408.57	6'107'713.25
Μείον:			
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια			5'021'072.24
Μη Διενεργηθείσες αποσβέσεις Κατεβαθυσθέντος Κτιρίου			516'957.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		1'015'407.19	4'747'592.81
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	16'129'459.01	45'091'175.22	30'588'658.78
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση σε μη Εισηγμένες Εταιρίες			19'964'761.00
Μη Καταλογησθείσες Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές		3'066'764.49	
Πιστωτικές Συναλλαγματικές Διαφορές που δεν έπρεπε να καταχωρηθούν		1'123'991.20	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	20'714'194.03	-40'780'929.52	-54'731'328.58

88	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.		
----	---	--	--

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	455'598.74	568'766.65	873'409.88
Μείον:			

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	272'927.37	102'714.60	763'697.03
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	17'608.22	11'738.81	8'885.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		271'368.60	-1'831.48
Πλέον:			
Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων που μεταφέρθηκαν στα "Λοιπά Έξοδα Εγκαταστάσεως".	48'789.13	48'789.12	13'879.25
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	213'852.28	231'733.76	116'538.58

89	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'457'650.87	1'727'988.11	1'239'118.82
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	4'939'104.92	-126'192.22	-349'912.69
	Ζημίες Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	115'054.43		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	474'890.26	58'694.06	-133'584.31
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Αποθεμάτων			175'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	17'608.22	41'085.84	44'500.00
	Συναλλαγματικές Διαφορές	98'758.71		
	Πλέον:			
	Απόσβεση Ζημιών Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	23'010.89	23'010.89	23'010.89
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'164'754.77	1'777'411.32	1'526'126.71

90	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'393'311.13	3'581'884.87	3'606'231.41
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	249'449.74	495'964.78	299'485.11

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		205'429.20	-5'429.20
Μη Διενεργηθείσα απόσβεση για Υπεραξία Επιχειρήσεως			181'658.11
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	2'934.70	38'151.14	118'500.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επίδικες Απαιτήσεις		123'257.52	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'140'926.69	2'719'082.23	3'012'017.39

91 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΜΕC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	10'235'047.02	11'240'456.94	13'549'255.66
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες και Λοιπές Επιχειρήσεις			16'669'703.62
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Χρεογράφων	468'563.46	4'684'369.48	7'260'274.05
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	9'766'483.56	6'556'087.46	-10'380'722.01

92 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΕGΟ Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'804'543.53	2'832'174.78	2'928'189.42
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	710'175.62	78'852.63	371'026.88
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	17'608.22	23'477.62	23'933.63
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'076'759.69	2'729'844.53	2'533'228.91

93 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΛΑVΙΡHARM Α.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'582'554.52	5'886'691.50	6'693'343.74
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες	27'606'749.82	5'600'000.00	575'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	88'041.09	100'000.00	198'000.00

Πλέον:

Συναλλαγματικές Ζημιές από Προηγούμενες Χρήσεις	2'274'394.72	1'300'000.00	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-19'837'841.66	1'486'691.50	5'920'343.74

ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ

94	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ EVEREST A.E.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	420'465.46	757'470.47	785'894.38
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	20'542.92	92'443.14	3'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών			10'706'959.08
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	399'922.54	665'027.33	-9'924'064.70

95	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ GOODY'S A.E.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'329'135.80	4'918'643.39	5'764'277.63
	Μείον:			
	Διαφορά Απόσβεσης Υπεραξίας (Goodwill) με ποσοστό 5% αντί 20%	508'877.48	507'703.60	3'390'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Λοιπών Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	5'690'388.85	777'696.26	1'961'914.89
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	58'694.06	20'542.92	57'182.69
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-1'928'824.58	3'612'700.62	355'180.05

ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ

96	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΜΠΕΡΙΟ ΦΟΡΓΟΥΡΝΤΙΝΓΚ ΕΙΤΖΕΝΤ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'561'594.47	1'964'028.54	1'855'944.67
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		409'311.51	300'663.62
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	134'996.33	46'368.31	

Πλέον:

Απόσβεση Πρόβλεψης Αποζημίωσης Προσωπικού Προηγούμενων Χρήσεων			30'871.75
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'426'598.14	1'508'348.72	1'586'152.80

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ

97	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΕΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	94'367'387.93	229'936'365.14	311'788'107.02
	Μείον:			
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	94'367'387.93	229'936'365.14	311'788'107.02

ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

98	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΕΡΝΙΚΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'155'735.20	1'706'723.18	437'882.73
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	6'112'986.06	560'528.25	1'976'485.69
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Λοιπών Χρεογράφων και Μετοχών	763'022.74	1'496'698.46	1'320'278.80
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			209'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		27'879.68	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'720'273.60	-378'383.21	-3'067'881.76

99	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε χιλ. €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'591'191.47	1'797'350.28	2'075'345.20
	Μείον:			
	Διαφορά από Διενεργηθείσα Απόσβεση με μικρότερο Συντελεστή		512'692.59	743'572.61
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	310'408.50	90'661.96	-53'545.06
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	1'320.62	2'201.03	2'867.05

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	389'977.26	344'000.00	1'538'839.71
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Χρεογράφων	162'674.45	100'940.16	351'227.64
Πλέον:			
Έκτακτα Κέρδη από Πώληση Πλοίων		47'982.39	81'887.98
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	726'810.64	794'836.93	-425'728.77

100 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ AUTOHELLAS A.T.E.E. (HERTZ)**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	8'540'444.05	11'161'925.25	14'142'256.28
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις	4'108'584.01	880'410.86	5'004'984.14
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	234'776.23	220'102.71	456'276.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'197'083.82	10'061'411.68	8'680'996.14

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

101 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΛΤΑ SINGULAR ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'807'070.77	24'205'485.72	18'025'869.19
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			510'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες		3'037'385.41	6'582'614.59
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Εταιρίες			200'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Χρεογράφων	3'213'888.00		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'593'182.77	21'168'100.31	10'733'254.60

102 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ COMPUCON A.B.E.E.**

(ποσά σε χιλ. €)	2000	2001	2002
------------------	------	------	------

Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'139'698.04	1'159'355.46	1'885'789.92
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Ασώματων Ακινήτοποιήσεων		70'400.00	
Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσεως 2000	48'176.21		
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	19'075.57	29'933.97	14'250.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	227'360.34		45'200.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Επιχειρήσεις			2'398.13
Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις η οποία επιβάρυνε απευθείας τα Ίδια Κεφάλαια			156'824.64
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις			79'301.13
Διαφορά Απόσβεσης Εξόδων Εγκατάστασης		67'498.17	
Πλέον:			
Απόσβεση 1/3 Συναλλαγματικών Διαφορών	16'058.74	16'058.74	16'058.72
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	861'144.66	1'075'080.23	1'603'874.74

103	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ I N F O R M Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	15'790'733.03	9'079'661.00	9'412'202.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	2'505'858.16	2'097'760.00	2'572'727.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		293'470.00	77'740.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα (Κέρδη) προ Φόρων	13'284'874.87	6'688'431.00	6'761'735.00

104	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ INFORMER Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	4'346'003.17	5'052'806.00	4'502'060.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		4'255'319	-2'609'385

	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	4'346'003.17	797'486.85	7'111'445.15
105	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'184'241.67	1'490'814.22	1'684'716.09
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	252'061.02	-2'611.27	19'802.29
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Λοιπές Εταιρίες		73'367.57	
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που μεταφέρθηκε στα "Έξοδα Εγκαταστάσεως" για 5ετή Απόσβεση	33'310.89		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα Υπόλοιπα Απαιτήσεων			90'000.00
	Πλέον:			
	Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Χρεογράφων που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	6'662.18	6'662.18	6'662.18
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	905'531.94	1'426'720.10	1'581'575.98
106	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ QUALITY & RELIABILITY Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	439'647.63	537'532.05	216'982.43
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		52'824.65	35'000.00
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων επιβάρυνε απευθείας μόνο τα Ίδια Κεφάλαια			317'223.86
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		2'864'746.07	961'603.68
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	439'647.63	-2'380'038.67	-1'096'845.11
107	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.Ε			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	22'982'875.30	11'834'340.33	10'173'667.58

Μείον:

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

22'982'875.30

11'834'340.33

10'173'667.58

ΥΓΕΙΑ

108	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "ΙΑΣΩ" Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	17'241'918.18	17'768'737.21	22'125'431.19
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Εταιρίες	23'197'794.68	-842'916.21	2'560'578.02
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητα Αποθέματα	44'020.54		38'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Μετοχών Μη Εισηγμένων	912'027.20	-45'003.47	-13'817.73
	Ζημίες Χρήσης 2000 από Πώληση & Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α που μεταφέρθηκαν στα Έξ Εγκαταστάσεως	118'408.13		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις Ζημίες από Πώληση & Υποτίμηση Χρεογράφων μεταφέρθηκαν απευθείας σε Μείωση του Τακτικού Αποθεματικού	903'888.48	246'111.52	-655'798.20
	Προβλέψεις Εσόδων που δεν έχουν οριστικοποιηθεί.	117'546.85	395'623.51	
	Πλέον:			
	Ζημίες Χρήσης 2000 από Πώληση & Υποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.Α		29'602.03	29'602.03
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-8'051'767.70	18'044'523.89	20'226'071.13

109	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	17'896'938.56	10'322'704	5'025'000.00
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών και Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις			1'415'000.00

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς και σε Καθυστερήση Απαιτήσεις		763'022.74	-128'022.74
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		252'384.45	250'000.00
Ζημίες από Καθυστερούμενες Απαιτήσεις	440'205.43		
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	17'456'733.13	9'307'296.35	3'488'022.74

ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ

110	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'944'224.76	1'203'366.18	1'302'631.49
	Μείον:			
	Λειτουργικά Έξοδα Χρήσης 2002 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Εγκαταστάσεως			9'894'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Ακίνητες Απαιτήσεις		710'198.09	477'801.91
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	284'666.17		430'395.00
	Ζημία από Αποτίμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Χρήσης 2000	100'815.31		
	Πλέον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στη Χρήση 2001		100'815.31	
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'558'743.28	593'983.40	-9'499'565.42

111	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	9'506'487.55	11'782'392.32	17'089'386.55
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	187'820.00	93'910.49	344'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επίδικες Απαιτήσεις	1'770'000.00	131'687.45	-594'687.45
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για υποχρεώσεις σε Ασφαλιστικούς Οργανισμούς	1'056'000.00	3'427.73	1'572.27

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε
Λοιπές Επιχειρήσεις

		352'116.89	380'160.72
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	6'492'667.55	11'201'249.75	16'958'341.02

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ

112	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΕΡΝΑ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	6'038'420.00	6'542'526.04	21'272'379.77
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	137'931.03	146'735.14	546'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	88'041	-29'347.03	1'755'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις Κ/Ξ			1'172'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών			1'821'699.47
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών που μείωσαν απευθείας τα Ίδια Κεφάλαια	6'377'400.97	950'831.99	3'422'708.37
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα (Κέρδη) προ Φόρων	-564'953.08	5'474'305.93	12'554'971.93
113	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΩΝΥΜΗ Α.Ε.Γ.Ε.Κ.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	13'405'003.37	13'656'970.28	11'918'484.21
	Μείον:			
	Αναλογούσα στη Χρήση Απόσβεση Υπεραξίας Επιχείρησης που μεταφέρθηκε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια			1'901'208.42
	Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Χρήσης		1'638'448.56	727'595.00
	Ζημία από Υποτίμηση Συμμετοχών	1'128'494.67	6'314'488.98	8'594'605.18
	Ζημία από Υποτίμηση Χρεογράφων που μεταφέρθηκαν απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια	992'525.31	1'541'127.73	-1'136'783.52
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	84'903.26	261'241.61	150'140.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	11'199'080.13	3'901'663.39	1'681'719.13

114	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΛΤΕ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	12'795'015.69	14'460'404.10	2'771'308.77
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	21'866'471.02	214'233	-21'328'022.90
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Χρεογράφων			2'053.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	29'347.03	35'216.43	44'570.73
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Απαιτήσεις σε Καθυστέρηση	821'716.80		1'500'000.00
	Μη Καταλογισθείσες Δαπάνες Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού			3'654'000
	Μη καταλογισθείσες συναλλαγματικές διαφορές	542'920.03		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη Προσαύξησης Ληξιπρόθεσμων Υποχρεώσεων		73'367.57	
	Πλέον:			
	Πλεονάζουσες Συναλλαγματικές Διαφορές	167'278.06	572'267.06	817'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-10'298'161.13	14'709'853.85	19'715'707.94

115	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελεσμάτα Χρήσης	7'150'869.20	7'932'904.46	8'239'689.24
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Έξ Πολ Απόσβεσης προς 5ετή Απόσβεση	715'417.86		
	Συναλλαγματικές Διαφορές Χρήσεως 2000 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης για 3ετή Απόσβεση	83'004.17		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε μη Εισηγμένες Εταιρίες		1'780'102.35	490'147.39
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Ε.Π.Ε.		78'757.65	1'219.03
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Τράπεζα Εξωτερικού		43'072.60	-23'172.44

Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που μεταφέρθηκε απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια			644'560.43
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			131'627.83
Διαφορά Απόσβεσης Goodwill (10ετής αντί για 5ετής)			568'369.85
Χρεωστικά Υπόλοιπα Καθυστερημένων Απαιτήσεων από Κοινοπραξίες που μεταφέρθηκαν στα Έξ Πολ Απόσβεσης			430'536.33
Υπόλοιπο (4/5) Μισθωμάτων Χρηματοδοτικής Μίσθωσης & Δαπανών Επισκευών που μεταφέρθηκαν στα Έξ Πολ Απόσβεσης			508'874.42
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Χρεογράφων Χρήσης 2000 που μεταφέρθηκε στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	143'083.57	143'083.57	143'083.57
Αναλογία Μισθωμάτων Χρηματοδοτικής Μίσθωσης Προηγούμενων Χρήσεων			57'711.81
Απόσβεση Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσεως 2000 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	23'054.41	23'054.41	23'054.41
Απόσβεση Κεφαλαιοποιηθείσων Δαπανών Επισκευών Προηγούμενων Χρήσεων			157'008.77
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	6'518'585.15	6'197'109.84	5'868'384.96

116

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.)			
(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	23'790'988.68	40'284'067.66	104'895'632.55
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών & Χρεογράφων	5'605'282.47	-1'561'581.57	44'405'523.02
Φόρος Εισοδήματος Εσόδων από Κοινοπραξίες που εμφανίζεται στον πίνακα διάθεσης			16'894'221.03
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επίδικες Απαιτήσεις			198'000.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		205'429.20	13'000.00

Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Απαιτήσεις κατά Κοινοπραξιών σε Καθυστέρηση

792'369.77	616'287.60	
17'393'336.44	41'023'932.43	43'384'888.50

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

117 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ "ΑΤΤΙ-ΚΑΤ" ΑΤΕ**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	10'783'976.16	9'400'342.59	7'489'969.24
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων			
Υποκαταστήματος Εξωτερικού			400'000.00
Διαφορά Αποσβέσεων Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων (Κεντρικού)	1'438'004.40	1'966'250.92	1'448'900.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	2'054'292.00	-586'940.57	
Συναλλαγματικές Διαφορές που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά			
Έξοδα Εγκαταστάσεως	105'169.47		
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	76'302.27	120'322.82	335'876.74
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	7'110'208.01	7'900'709.43	5'305'192.50

118 **ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΕΝΕΡ Α.Γ.Ε.Κ.Ε.Ε.**

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'871'668.03	1'551'567.28	1'463'060.82
Μείον:			
Δαπάνες που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης		2189288.335	856'712
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών		55759.35437	3240.645635
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Χρεογράφων	575201.7608	158473.9545	6824.284666
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			10000
Μη διενεργηθείσες Αποσβέσεις Χρήσης 2000	240645.6346		
Μη Καταλογισθείσες Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές	719002.201		
Πλέον:			
Χρεωστικές Συναλλαγματικές Διαφορές Προηγούμενων Χρήσεων	217168.0117	16727.80631	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	553'986.45	-835'226.56	586'284.22

119	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	6'832'078.58	6'803'896.24	6'289'401.65
	Μείον:			
	Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	2'118'000.00		
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	18'195'157.74	440'205.43	10'124'636.83
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			346'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού			63'000.00
	Πλέον:			
	Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ που μεταφέρθηκαν στα Λοιπά Έξοδα Εγκατάστασης	424'000.00	424'000.00	424'000.00
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-13'057'079.16	6'787'690.81	-3'820'235.18
120	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ "ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε."			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'716'605.70	1'089'846.19	561'034.61
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις		674'439.82	45'255.02
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις	341'952.99	-57'109.66	502'320.67
	Εκ Παραδρομής μη Περιληφθέν Φόρος Υπεραξίας Χρήσης 2000	139'052.09		
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	2'235'600.62	472'516.03	13'458.92
121	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	3'901'599.26	4'258'710.33	4'485'145.40
	Μείον:			

Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια	210'978.42	726'861.36	-531'888.86
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών & Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	7'923'697.73	3'815'113.72	6'414'819.94
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		733'673.72	466'326.28
Διαφορά από Διενέργεια Αποσβέσεων με Μειωμένους Συντελεστές	586'940.57		500'000.00
Πλέον:			
Απόσβεση Χρεωστικών Συναλλαγματικών Διαφορών Χρήσης 1999 που μεταφέρθηκαν στα Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης	266'095.03	266'095.03	
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	-4'553'922.43	-750'843.44	-2'364'111.96

122

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	1'889'603.18	3'727'724.68	581'952.06
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	852'002.02	101'699.82	2'549'687.53
Φόρος που αντιστοιχεί σε Κέρδη από Κοινοπραξίες που επιβάρυνε τα προς Διάθεση Κέρδη	938'612.74		
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών που επιβάρυνε απευθείας μόνο τα Ίδια Κεφάλαια	68'758.75		
Ζημία από Αποτίμηση Μετοχών που μεταφέρθηκε στα λοιπά Έξοδα Πολυετούς Αποσβέσεως	8'848'700.47		
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	32'284.67		67'677.91
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		3'752'560.73	1'391'953.21
Έξοδα Εγκατάστασης Εκπονηθέντος Ακινήτου Χρήσης 2000	58'852.94		
Μη Διενεργηθείσες Αποσβέσεις Χρήσης 2002			878'827.87
Πλέον:			
Απόσβεση Ζημίας από Αποτίμηση Χρεογράφων που μεταφέρθηκε στα Λοιπά Έξοδα Πολυετούς Αποσβέσεως		2'212'175.12	2'212'175.12

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων **-8'909'608.41** **2'085'639.24** **-2'094'019.34**

123	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	5'840'590.32	6'275'051.68	7'600'531.95
	Μείον:			
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		659'244.31	30'000.00
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	4'029'347.03	1'290'652.97	16'650'000.00
	Πλέον:			
	Απόσβεση 1/5 Διαφοράς Αποτίμησης Μετοχών Εισηγμένων στο ΧΑΑ της Χρήσης 2000	258'130.59	258'130.59	258'130.59
	Αναμορφωμένα Αποτελέσματα (Κέρδη) προ Φόρων	2'069'373.89	4'583'284.99	-8'821'337.46

124	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.			
	(ποσά σε €)	2000	2001	2002
	Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	2'212'614.72	2'996'238.47	7'259'849.16
	Μείον:			
	Συμμετοχές και Άλλες Μακροπρόθεσμες Χρηματοοικονομικές Απαιτήσεις	6'047'395.98	424'142.07	677'461.95
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις		774'761.56	1'000'000.00
	Πρόβλεψη για Ενδεχόμενη Ζημία από Επιχορήγηση του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών			294'000.00
	Ζημία από Αποτίμηση Χρεογράφων που είχε επιβαρύνει μόνο τα Ίδια Κεφάλαια		35'147.49	5'464'852.51
	Πρόβλεψη για Ενδεχόμενη Ζημία από Εκκρεμείς Αγωγές			950'000.00
	Απαιτήσεις από Κοινοπραξίες με Απορροφόμενες Εταιρείες που μεταφέρθηκαν σε Λογαριασμό Πολυετούς Απόσβεσης			2'240'000.00
	Πρόβλεψη Ζημίας απο Συμμετοχή σε Κοινοπραξία		43'167.92	
	Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού	164'343.36	11'738.81	

Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων

-3'999'124.62

1'707'280.62

-3'366'465.30

125

ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Π Α Ν Τ Ε Χ Ν Ι Κ Η Α. Ε.			
(ποσά σε €)	2000	2001	2002
Δημοσιευμένα Αποτελέσματα Χρήσης	6'206'722.51	10'164'199.77	13'094'969.08
Μείον:			
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Υποτίμηση Συμμετοχών	5'663'976.52	3'357'299.48	-2'968'078.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Επισφαλείς Απαιτήσεις			305'833.89
Μη Διενεργηθείσα Αποτίμηση των Απαιτήσεων & Υποχρεώσεων σε Ξ.Ν.			800'000.00
Μη Καταλογισθείσες Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου Χρήσης 2001		617'000.00	
Φόρος Εισοδήματος Εσόδων από Κοινοπραξίες που εμφανίζεται στον Πίνακα Διάθεσης			4'421'802.56
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Αποζημίωση Προσωπικού		288'491.00	467'619.00
Μη Διενεργηθείσα Πρόβλεψη για Απαιτήσεις κατά Κοινοπραξιών σε Καθυστέρηση	132'061.63	161'408.37	
Πλέον:			
Φόρος Εισοδήματος Εσόδων από Κοινοπραξίες Προηγούμενης Χρήσεως			380'000.00
Αναμορφωμένα Αποτελέσματα προ Φόρων	410'684.36	5'740'000.92	10'447'791.63

Γ. ΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΤΡΙΑ ΕΤΗ

ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2000

A/A	ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΚΛΑΔΟΣ	P/E ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	P/E ΤΗΣ ΕΤΑΙΤΙΑΣ	P/E ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ
			2000	2001	2000	2000
1	AUTOHELLAS A.T.E.E.	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡ. ΜΕΣΩΝ	38.65	12.90	65.34	1.035
2	BETANET A.B.E.E.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	21.28	19.42	64.05	0.000
3	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	30.74	14.35	25.52	0.000
4	CPI A.E.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	28.84	43.52	63.72	0.000
5	ELMEC SPORT A.B.E.T.E.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	16.97	10.10	72.50	0.048
6	FLEXORACK ΑΕΒΕ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	84.32	50.35	73.27	0.409
7	FOLLI - FOLLIE A.B.E.E.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ	82.50	82.07	82.50	0.257
8	ΙΜΑΚΟ MEDIA S.A.	ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	149.27	109.68	177.56	0.881
9	INFORM Π.ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	33.94	31.52	101.62	0.189
10	INFORMER A.E.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	101.65	37.65	101.62	0.000
11	JUMBO A.E.E.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	23.83	9.44	53.20	0.000
12	KEGO A.E.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	19.22	13.45	72.50	0.350
13	KLEEMANN HELLAS A.B.E.E	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ & ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	50.18	14.20	50.18	0.000
14	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	107.49	20.47	83.74	0.000
15	RILKEN A.E.	ΧΗΜΙΚΑ	17.55	8.96	72.86	0.000
16	SPIDER ΜΕΤΑΛ/ΧΑΝΙΑ Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	63.41	297.38	83.74	0.144
17	UNISYSTEMS A.E.E.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	114.51	23.93	101.62	0.000
18	A.G.E.T. ΗΡΑΚΛΗΣ	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	33.53	17.35	64.05	0.333
19	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	59.24	21.17	69.01	0.197
20	ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β.&Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	40.35	11.86	69.01	0.097
21	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	35.42	10.50	69.01	0.368
22	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	10.87	9.49	77.40	0.000
23	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ.ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	30.04	19.12	77.40	0.215

24	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	26.60	14.55	53.20	0.048
25	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	46.83	14.12	69.01	0.517
26	ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ"	ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	75.01	36.84	60.07	0.045
27	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	110.07	14.59	72.50	0.956
28	ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	109.54	25.11	69.01	2.379
29	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	28.78	14.39	30.64	0.411
30	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε.	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	18.92	32.43	73.27	1.435
31	ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	265.09	26.38	101.62	1.239
32	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	46.98	66.32	69.01	0.215
33	Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	102.74	40.92	73.27	0.005
34	ΕΛΑΪΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.)	ΤΡΟΦΙΜΑ	18.01	15.91	96.82	0.150
35	ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	42.06	16.96	77.40	0.000
36	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ ΑΕ	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	45.44	45.94	50.94	0.151
37	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	ΚΑΛΩΔΙΑ	81.36	23.17	53.06	0.154
38	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	14.28	54.27	14.28	0.000
39	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	27.46	17.86	68.31	0.179
40	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	41.13	14.95	72.50	0.114
41	ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	25.44	41.28	68.31	0.028
42	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	51.23	75.26	68.31	1.955
43	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	61.06	18.42	68.31	0.041
44	ΕΤΕΜ Α.Ε. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΛΑΦΡΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	64.23	14.76	77.40	0.000
45	ΖΑΜΠΑ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	21.37	22.54	72.50	0.000
46	ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε.	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	64.00	124.20	50.36	0.041
47	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	98.80	36.24	53.20	0.000
48	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ	126.86	50.12	78.91	0.025
49	ΙΜΠΕΡΙΟ ΦΟΡΓΟΥΟΡΝΤΙΝΓΚ ΕΙΤΖΕΝΤ Α.Ε.	ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	33.36	16.19	33.36	0.056
50	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	20.92	11.48	63.72	0.000
51	ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜΗΧ & ΞΕΝΟΔ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	43.97	30.72	68.31	0.181
52	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	49.13	23.05	53.20	0.107
53	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	23.94	11.76	68.31	0.000

54 ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	ΤΡΟΦΙΜΑ	80.79	61.35	96.82	0.342
55 ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	ΠΟΤΟΠΟΙΑ	121.63	41.50	85.62	0.084
56 ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡ. ΜΕΣΩΝ	80.05	21.04	65.34	1.189
57 ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	118.33	36.40	72.50	0.000
58 Μ.Ι.ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	153.68	101.46	77.40	0.350
59 ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ.ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	33.08	19.16	83.74	0.043
60 ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	134.41	34.67	69.01	1.232
61 ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ "ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ" ΑΒΕΕΤΕ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	140.05	119.60	72.50	0.030
62 ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	ΤΡΟΦΙΜΑ	37.42	19.92	96.82	0.945
63 ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	15.74	29.68	72.50	0.779
64 Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	47.62	11.15	47.62	0.000
65 ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ-ΔΡΟΜΕΑΣ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ	30.97	19.59	47.20	0.017
66 ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.	ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΠΝΟΥ	17.43	10.90	16.33	0.021
67 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	62.37	26.24	63.72	0.099
68 ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ	83.68	28.36	78.59	1.978
69 ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	56.44	16.62	50.94	0.464
70 ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	22.83	14.70	64.05	0.372
71 Χ.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	28.51	14.00	72.50	0.118

ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2001

Α/Α	ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΚΛΑΔΟΣ	P/E ΤΗΣ	P/E ΤΗΣ	P/E ΤΟΥ	ΑΠΟΚΛΙΣΗ
			ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΚΛΑΔΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ
			2001	2002	2001	2001
1	ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β.& Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	11.86	17.01	34.88	0.280
2	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε.	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡ. ΜΕΣΩΝ	12.90	7.28	19.31	0.109
3	BETANET Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	19.42	16.64	23.97	0.007
4	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	14.35	11.20	19.05	0.000
5	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	10.10	6.62	36.97	0.715
6	F.H.L. Η.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	19.28	22.35	23.97	0.428
7	FITCO Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	27.89	154.83	33.03	0.022
8	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ	82.07	88.17	82.07	0.746
9	GOODY'S Α.Ε.	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ	58.19	43.18	72.76	0.361
10	INFORM Π.ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	31.52	15.67	41.18	0.358
11	JUMBO Α.Ε.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	9.44	9.51	72.75	0.045
12	KEGO Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	13.45	24.60	36.97	0.037
13	KLEEMANN HELLAS Α.Β.Ε.Ε	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ & ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	14.20	9.79	14.20	0.153
14	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	20.47	22.60	77.77	2.175
15	RAINBOW COMPUTER Α.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	48.28	105.29	39.98	0.056
16	RILKEN Α.Ε.	ΧΗΜΙΚΑ	8.96	7.73	58.85	0.000
17	UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	23.93	12.54	41.18	0.000
18	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	17.35	8.99	23.97	0.080
19	Α.ΚΑΛΠΙΝΗΣ - Ν.ΣΙΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	17.86	6.69	36.97	0.184
20	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	21.17	19.83	34.88	2.500
21	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	52.50	35.61	33.03	1.059
22	ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	32.51	48.46	36.97	0.694
23	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	9.49	15.66	33.03	0.000
24	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ.ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	19.12	12.95	33.03	0.058
25	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	14.55	11.04	72.75	0.041
26	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	51.76	24.18	72.75	0.167

27 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	14.12	15.86	34.88	0.190
28 ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ"	ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	36.84	15.87	34.95	0.000
29 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	18.08	24.70	36.97	0.000
30 ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	14.39	8.93	14.39	0.220
31 ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	26.38	24.12	41.18	0.143
32 ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	11.14	9.35	34.88	0.002
33 ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	66.32	79.99	34.88	1.306
34 ΕΛΑΪΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.)	ΤΡΟΦΙΜΑ	15.91	11.66	51.06	0.123
35 ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	16.96	24.56	33.03	0.000
36 ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ ΑΕ	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	45.94	20.91	31.28	1.026
37 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	ΚΑΛΩΔΙΑ	23.17	50.42	15.75	0.020
38 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	54.27	15.47	42.13	0.000
39 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	17.86	13.67	38.86	1.099
40 ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	18.14	25.45	36.97	0.066
41 ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	41.28	43.53	38.86	0.077
42 ΕΤΕΜ Α.Ε. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΛΑΦΡΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	14.76	9.24	33.03	0.000
43 ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	25.02	318.16	34.88	0.787
44 ΖΑΜΠΑ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	22.54	21.72	36.97	0.000
45 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	36.24	20.67	72.75	0.000
46 ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ	50.12	47.30	47.02	0.109
47 ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	42.28	27.99	23.97	2.101
48 ΙΜΠΕΡΙΟ ΦΟΡΓΟΥΟΡΝΤΙΝΓΚ ΕΙΤΖΕΝΤ Α.Ε.	ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	16.19	14.22	16.19	0.302
49 ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	11.48	5.44	39.98	0.125
50 ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜΗΧ & ΞΕΝΟΔ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	30.72	24.80	38.86	0.477
51 ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	11.76	9.74	38.86	0.007
52 ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡ. ΜΕΣΩΝ	21.04	14.05	19.31	1.261
53 ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	46.10	19.92	36.97	0.419
54 ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	36.40	70.58	36.97	0.000
55 ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ.ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	19.16	14.51	77.77	0.010
56 ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	19.35	13.59	77.77	0.926

57 ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	34.67	21.90	34.88	0.223
58 ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ - ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	9.90	10.00	42.13	0.041
59 ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	28.34	25.89	34.88	0.755
60 ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	116.72	34.13	36.97	1.454
61 Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	11.15	13.50	11.15	0.008
62 ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	9.67	33.15	34.88	0.771
63 ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ-ΔΡΟΜΕΑΣ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ	19.59	125.55	51.81	0.142
64 ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.	ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΠΝΟΥ	10.90	10.04	9.47	1.900
65 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	26.24	12.27	39.98	0.028
66 ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ	28.36	188.86	31.39	1.332
67 ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	26.67	8.30	33.03	1.318
68 ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	16.19	4.12	34.88	0.195
69 ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	16.62	8.83	31.28	0.052
70 ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	14.70	12.45	23.97	0.360
71 ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΤΡΟΦΙΜΑ	27.36	16.70	51.06	0.426
72 Χ.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	14.00	15.62	36.97	0.317

ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2002

Α/Α	ΕΤΑΙΡΙΕΣ	ΚΛΑΔΟΣ	P/E ΤΗΣ	P/E ΤΗΣ	P/E ΤΟΥ	ΑΠΟΚΛΙΣΗ
			ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΚΛΑΔΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ
			2002	2003	2002	2002
1	ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β.& Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	17.01	34.09	38.70	0.404
2	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε.	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡ. ΜΕΣΩΝ	7.28	7.19	23.20	0.629
3	BETANET Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	16.64	20.23	22.82	0.000
4	COMPUCON Α.Β.Ε.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	17.62	151.61	20.47	0.176
5	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	11.20	12.24	13.13	0.000
6	F.H.L.H.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	22.35	19.00	22.82	0.228
7	FITCO Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	154.83	141.06	38.03	0.598
8	FLEXORACK ΑΕΒΕ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	46.26	24.17	40.92	1.156
9	INFORM Π.ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	15.67	19.86	20.47	0.392
10	JUMBO Α.Ε.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	9.51	40.56	18.58	0.009
11	KEGO Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	24.60	14.70	36.99	0.156
12	KLEEMANN HELLAS Α.Β.Ε.Ε	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ & ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	9.79	10.23	9.79	0.093
13	LAVIPHARM Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	11.56	40.31	36.99	0.131
14	M.L.S ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	44.00	57.91	20.47	0.065
15	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	22.60	35.15	19.13	0.059
16	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	5.85	7.41	18.58	0.593
17	RAINBOW COMPUTER Α.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	105.29	84.16	44.00	1.185
18	RILKEN Α.Ε.	ΧΗΜΙΚΑ	7.73	11.01	7.73	0.000
19	SPIDER ΜΕΤΑΛ/ΧΑΝΙΑ Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	33.30	142.20	19.13	0.764
20	UNISYSTEMS Α.Ε.Ε.	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	12.54	22.23	20.47	0.000
21	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	8.99	5.54	22.82	0.154
22	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	7.84	6.05	38.70	1.418
23	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	15.66	26.62	38.03	0.000
24	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ.ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	12.95	11.52	38.03	0.145
25	ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	11.04	21.14	18.58	0.069
26	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	15.86	14.10	38.70	0.412

27 ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ"	ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	15.87	11.76	52.03	0.244
28 ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	24.70	30.27	36.99	0.405
29 ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	13.44	11.08	36.99	0.315
30 ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	20.03	10.42	38.70	1.495
31 ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	8.93	15.48	8.93	0.238
32 ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	24.12	39.89	20.47	0.679
33 ΕΛΑΪΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.)	ΤΡΟΦΙΜΑ	11.66	8.56	42.32	0.000
34 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	ΚΑΛΩΔΙΑ	50.42	643.59	50.42	0.105
35 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	15.47	8.31	12.33	0.000
36 ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	32.46	32.32	49.43	0.196
37 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	ΤΡΟΦΙΜΑ	36.66	33.62	42.32	0.091
38 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	13.67	13.10	41.77	0.496
39 ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	25.45	35.32	36.99	0.135
40 ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	43.53	150.28	41.77	0.127
41 ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	75.71	29.04	41.77	0.221
42 ΕΤΕΜ Α.Ε. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΛΑΦΡΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	9.24	10.40	38.03	0.000
43 ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε.	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	28.97	40.60	20.37	0.123
44 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	20.67	34.21	18.58	0.080
45 ΙΑΣΩ Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ	14.76	20.17	29.17	0.094
46 ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ	47.30	71.57	29.17	0.441
47 ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	27.99	39.89	22.82	0.036
48 ΙΜΠΕΡΙΟ ΦΟΡΓΟΥΟΡΝΤΙΝΓΚ ΕΙΤΖΕΝΤ Α.Ε.	ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	14.22	16.40	14.22	0.170
49 ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	43.88	313.38	44.00	0.366
50 ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜΗΧ & ΞΕΝΟΔ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	24.80	31.83	41.77	0.691
51 ΚΡΕΚΑ Α.Ε.	ΤΡΟΦΙΜΑ	54.81	43.04	42.32	1.614
52 ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	ΤΡΟΦΙΜΑ	34.44	17.91	42.32	0.069
53 ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	ΠΟΤΟΠΟΙΑ	51.17	50.10	54.26	0.013
54 ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	70.58	6.27	36.99	0.011
55 ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ.ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	14.51	16.79	19.13	0.048
56 ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	13.59	12.49	19.13	0.717

57 ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	10.00	9.54	12.33	0.293
58 ΜΟΥΣΙΚ. ΟΙΚΟΣ "ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ" ΑΒΕΕΤΕ	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	58.25	310.72	36.99	0.006
59 ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε.	ΤΡΟΦΙΜΑ	10.98	11.34	42.32	0.432
60 Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕΒΕ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	13.50	16.05	13.50	0.025
61 ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	33.15	6.95	38.70	0.253
62 ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ-ΔΡΟΜΕΑΣ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ	125.55	40.56	88.40	0.782
	ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ				
63 ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.	ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΠΝΟΥ	10.04	14.76	7.80	0.121
64 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	12.27	27.03	44.00	0.000
65 ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	8.30	7.05	38.03	0.132
66 ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	12.77	18.43	36.99	0.000
67 ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	4.12	6.24	38.70	0.694
68 ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	8.83	39.97	14.87	0.008
69 ΤΣΙΜΕΝΤΑ ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	12.45	17.01	22.82	0.428
70 Χ.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	15.62	28.97	36.99	0.197

B. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

Μοντέλο Γραμμικής Παλινδρόμησης

2000					2001					2002				
MONTEAO 1					MONTEAO 1					MONTEAO 1				
Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 17:53 Sample: 1 71 Included observations: 71					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 18:21 Sample: 1 72 Included observations: 72					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 18:51 Sample: 1 70 Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.128196	0.098958	1.295460	0.1995	C	0.198941	0.117006	1.700268	0.0935	C	0.205620	0.061472	3.344935	0.0013
PE	0.003279	0.001326	2.473487	0.0158	PE	0.008469	0.003636	2.329528	0.0227	PE	0.003728	0.001613	2.311798	0.0238
R-squared	0.081447	Mean dependent var	0.324159		R-squared	0.071947	Mean dependent var	0.422158		R-squared	0.072867	Mean dependent var	0.306121	
Adjusted R-squared	0.068135	S.D. dependent var	0.517579		Adjusted R-squared	0.058689	S.D. dependent var	0.587257		Adjusted R-squared	0.059233	S.D. dependent var	0.374900	
S.E. of regression	0.499635	Akaike info criterion	1.477889		S.E. of regression	0.569764	Akaike info criterion	1.740196		S.E. of regression	0.363627	Akaike info criterion	0.842781	
Sum squared resid	1.722486	Schwarz criterion	1.541626		Sum squared resid	2.272417	Schwarz criterion	1.803436		Sum squared resid	8.991291	Schwarz criterion	0.907024	
Log likelihood	-5.046505	F-statistic	6.118139		Log likelihood	-6.064704	F-statistic	5.426702		Log likelihood	-2.749734	F-statistic	5.344410	
Durbin-Watson stat	0.219249	Prob(F-statistic)	0.015846		Durbin-Watson stat	0.208571	Prob(F-statistic)	0.022722		Durbin-Watson stat	0.228270	Prob(F-statistic)	0.023825	
MONTEAO 2					MONTEAO 2					MONTEAO 2				
Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 19:03 Sample: 1 71 Included observations: 71					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 19:10 Sample: 1 72 Included observations: 72					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 19:17 Sample: 1 70 Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.016682	0.200350	-0.083267	0.9339	C	0.472302	0.177013	2.668178	0.0095	C	0.079964	0.105999	0.754384	0.4532
KLADOS	0.004905	0.002749	1.784508	0.0787	KLADOS	-0.001291	0.004190	-0.308135	0.7589	KLADOS	0.007245	0.003097	2.338856	0.0223
R-squared	0.044116	Mean dependent var	0.324159		R-squared	0.001355	Mean dependent var	0.422158		R-squared	0.074455	Mean dependent var	0.306121	
Adjusted R-squared	0.030262	S.D. dependent var	0.517579		Adjusted R-squared	-0.012912	S.D. dependent var	0.587257		Adjusted R-squared	0.060844	S.D. dependent var	0.374900	
S.E. of regression	0.509687	Akaike info criterion	1.517726		S.E. of regression	0.591036	Akaike info criterion	1.813506		S.E. of regression	0.363316	Akaike info criterion	0.841067	
Sum squared resid	1.792490	Schwarz criterion	1.581463		Sum squared resid	2.445268	Schwarz criterion	1.876747		Sum squared resid	8.975891	Schwarz criterion	0.905310	
Log likelihood	-5.187927	F-statistic	3.184468		Log likelihood	-6.328623	F-statistic	0.094947		Log likelihood	-2.743734	F-statistic	5.470247	

Durbin-Watson stat 0.117210 Prob(F-statistic) 0.078737 Durbin-Watson stat 0.021051 Prob(F-statistic) 0.758895 Durbin-Watson stat 0.228787 Prob(F-statistic) 0.022289

MONTEAO 3					MONTEAO 3					MONTEAO 3				
Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 19:51 Sample: 1 71 Included observations: 71					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 20:13 Sample: 1 72 Included observations: 72					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 20:20 Sample: 1 70 Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011415	0.196884	-0.057979	0.9539	C	0.322874	0.181256	1.781319	0.0793	C	0.088665	0.105648	0.839249	0.4043
KLADOS	0.002465	0.003002	0.820896	0.4146	KLADOS	-0.003731	0.004164	-0.896170	0.3733	KLADOS	0.004856	0.003578	1.356948	0.1794
PE	0.002749	0.001477	1.861415	0.0670	PE	0.009265	0.003747	2.472383	0.0159	PE	0.002444	0.001862	1.312783	0.1937
R-squared	0.090460	Mean dependent var		0.324159	R-squared	0.082624	Mean dependent var		0.422158	R-squared	0.097665	Mean dependent var		0.306121
Adjusted R-squared	0.063709	S.D. dependent var		0.517579	Adjusted R-squared	0.056034	S.D. dependent var		0.587257	Adjusted R-squared	0.070730	S.D. dependent var		0.374900
S.E. of regression	0.500820	Akaike info criterion		1.496197	S.E. of regression	0.570567	Akaike info criterion		1.756401	S.E. of regression	0.361399	Akaike info criterion		0.844241
Sum squared resid	1.705584	Schwarz criterion		1.591803	Sum squared resid	2.246272	Schwarz criterion		1.851262	Sum squared resid	8.750799	Schwarz criterion		0.940605
Log likelihood	-5.011498	F-statistic		3.381546	Log likelihood	-6.023045	F-statistic		3.107280	Log likelihood	-2.654844	F-statistic		3.625920
Durbin-Watson stat	0.240310	Prob(F-statistic)		0.039805	Durbin-Watson stat	0.211012	Prob(F-statistic)		0.051036	Durbin-Watson stat	0.301224	Prob(F-statistic)		0.031975

MONTEAO 4					MONTEAO 4					MONTEAO 4				
Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 21:27 Sample: 1 71 Included observations: 71					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 21:47 Sample: 1 72 Included observations: 72					Dependent Variable: APOKLISH Method: Least Squares Date: 06/01/03 Time: 21:57 Sample: 1 70 Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.312715	0.081432	3.840193	0.0003	C	0.369822	0.083495	4.429282	0.0000	C	0.314173	0.050830	6.180818	0.0000
PE	0.000329	0.001525	0.216040	0.8296	PE	0.001627	0.001457	1.116305	0.2681	PE	-0.000169	0.000492	-0.343350	0.7324
R-squared	0.000676	Mean dependent var		0.324159	R-squared	0.017491	Mean dependent var		0.422158	R-squared	0.001731	Mean dependent var		0.306121
Adjusted R-squared	-0.013807	S.D. dependent var		0.517579	Adjusted R-squared	0.003455	S.D. dependent var		0.587257	Adjusted R-squared	-0.012950	S.D. dependent var		0.374900
S.E. of regression	0.521140	Akaike info criterion		1.562168	S.E. of regression	0.586242	Akaike info criterion		1.797216	S.E. of regression	0.377320	Akaike info criterion		0.916708
Sum squared resid	1.873949	Schwarz criterion		1.625905	Sum squared resid	2.405758	Schwarz criterion		1.860457	Sum squared resid	9.681171	Schwarz criterion		0.980950
Log likelihood	-5.345696	F-statistic		0.046673	Log likelihood	-6.269979	F-statistic		1.246138	Log likelihood	-3.008476	F-statistic		0.117889
Durbin-Watson stat	0.032448	Prob(F-statistic)		0.829594	Durbin-Watson stat	0.065026	Prob(F-statistic)		0.268109	Durbin-Watson stat	0.028325	Prob(F-statistic)		0.732394

MONTEAO 5					MONTEAO 5					MONTEAO 5				
Dependent Variable: APOKLISH					Dependent Variable: APOKLISH					Dependent Variable: APOKLISH				
Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 06/02/03 Time: 08:04					Date: 06/02/03 Time: 08:14					Date: 06/02/03 Time: 08:20				
Sample: 1 71					Sample: 1 72					Sample: 1 70				
Included observations: 71					Included observations: 72					Included observations: 70				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.015315	0.201859	-0.075872	0.9397	C	0.425345	0.181600	2342209	0.0221	C	0.081571	0.106193	0.768140	0.4451
KLADOS	0.005047	0.002850	1770810	0.0811	KLADOS	-0.001443	0.004185	-0.344878	0.7312	KLADOS	0.007845	0.003177	2469274	0.0161
PE	-0.000323	0.001547	-0.208705	0.8353	PE	0.001643	0.001467	1'119'867	0.2667	PE	-0.000427	0.000486	-0.878706	0.3827
R-squared	0.044728	Mean dependent var		0.324159	R-squared	0.019181	Mean dependent var		0.422158	R-squared	0.085000	Mean dependent var		0.306121
Adjusted R-squared	0.016631	S.D. dependent var		0.517579	Adjusted R-squared	-0.009248	S.D. dependent var		0.587257	Adjusted R-squared	0.057687	S.D. dependent var		0.374900
S.E. of regression	0.513257	Akaike info criterion		1'545'254	S.E. of regression	0.589967	Akaike info criterion		1'823'272	S.E. of regression	0.363926	Akaike info criterion		0.858180
Sum squared resid	1'791'342	Schwarz criterion		1'640'861	Sum squared resid	2'401'618	Schwarz criterion		1'918'133	Sum squared resid	8'873'629	Schwarz criterion		0.954544
Log likelihood	-5'185'653	F-statistic		1'591'942	Log likelihood	-6'263'779	F-statistic		0.674697	Log likelihood	-2'703'630	F-statistic		3'112'020
Durbin-Watson stat	0.122128	Prob(F-statistic)		0.211021	Durbin-Watson stat	0.066863	Prob(F-statistic)		0.512638	Durbin-Watson stat	0.247936	Prob(F-statistic)		0.051004

Logit Μοντέλο

2000					2001					2002				
MONTEAO 1					MONTEAO 1					MONTEAO 1				
Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 09:11 Sample: 1 71 Included observations: 71 Convergence achieved after 3 iterations Covariance matrix computed using second derivatives					Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 09:18 Sample: 1 72 Included observations: 72 Convergence achieved after 3 iterations Covariance matrix computed using second derivatives					Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 09:49 Sample: 1 70 Included observations: 70 Convergence achieved after 3 iterations Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1'460'060	0.463705	-3'148'686	0.0016	C	-1'322'676	0.486762	-2'717'295	0.0066	C	-1'037'865	0.384089	-2'702'144	0.0069
PE	0.011622	0.006030	1'927'344	0.0539	PE	0.035258	0.016248	2'169'917	0.0300	PE	0.021217	0.011152	1'902'468	0.0571
Mean dependent var	0.323944	S.D. dependent var	0.471310		Mean dependent var	0.402778	S.D. dependent var	0.493899		Mean dependent var	0.385714	S.D. dependent var	0.490278	
S.E. of regression	0.460296	Akaike info criterion	1'257'764		S.E. of regression	0.478036	Akaike info criterion	1'321'459		S.E. of regression	0.478117	Akaike info criterion	1'324'955	
Sum squared resid	1'461'921	Schwarz criterion	1'321'501		Sum squared resid	1'599'631	Schwarz criterion	1'384'700		Sum squared resid	1'554'453	Schwarz criterion	1'389'197	
Log likelihood	-4'265'061	Hannan-Quinn criter.	1'283'110		Log likelihood	-4'557'253	Hannan-Quinn criter.	1'346'636		Log likelihood	-4'437'341	Hannan-Quinn criter.	1'350'473	
Restr. log likelihood	-4'471'626	Avg. log likelihood	-0.600713		Restr. log likelihood	-4'853'678	Avg. log likelihood	-0.632952		Restr. log likelihood	-4'667'547	Avg. log likelihood	-0.633906	
LR statistic (1 df)	4'131'283	McFadden R-squared	0.046194		LR statistic (1 df)	5'928'488	McFadden R-squared	0.061072		LR statistic (1 df)	4'604'103	McFadden R-squared	0.049320	
Probability(LR stat)	0.042097				Probability(LR stat)	0.014898				Probability(LR stat)	0.031896			
Obs with Dep=0	48	Total obs	71		Obs with Dep=0	43	Total obs	72		Obs with Dep=0	43	Total obs	70	
Obs with Dep=1	23				Obs with Dep=1	29				Obs with Dep=1	27			
MONTEAO 2					MONTEAO 2					MONTEAO 2				
Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 09:57 Sample: 1 71 Included observations: 71 Convergence achieved after 4 iterations Covariance matrix computed using second derivatives					Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 10:06 Sample: 1 72 Included observations: 72 Convergence achieved after 3 iterations Covariance matrix computed using second derivatives					Dependent Variable: APOKLISH Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date: 06/02/03 Time: 10:16 Sample: 1 70 Included observations: 70 Convergence achieved after 3 iterations Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-2'388'327	1014032	-2'355'278	0.0185	C	-0.343229	0.610876	-0.561864	0.5742	C	-1'598'451	0.672147	-2'378'126	0.0174
KLADOS	0.023334	0.013694	1'703'938	0.0884	KLADOS	-0.001306	0.014487	-0.090145	0.9282	KLADOS	0.033635	0.019218	1'750'150	0.0801
Mean dependent var	0.323944	S.D. dependent var	0.471310		Mean dependent var	0.402778	S.D. dependent var	0.493899		Mean dependent var	0.371429	S.D. dependent var	0.486675	
S.E. of regression	0.463559	Akaike info criterion	1'265'908		S.E. of regression	0.497385	Akaike info criterion	1'403'686		S.E. of regression	0.479451	Akaike info criterion	1'328'357	

Sum squared resid	1'482'722	Schwarz criterion	1'329'645	Sum squared resid	1'731'740	Schwarz criterion	1'466'927	Sum squared resid	1'563'136	Schwarz criterion	1'392'599
Log likelihood	-4'293'972	Hannan-Quinn criter.	1'291'254	Log likelihood	-4'853'271	Hannan-Quinn criter.	1'428'863	Log likelihood	-4'449'248	Hannan-Quinn criter.	1'353'875
Restr. log likelihood	-4'471'626	Avg. log likelihood	-0.604785	Restr. log likelihood	-4'853'678	Avg. log likelihood	-0.674065	Restr. log likelihood	-4'617'981	Avg. log likelihood	-0.635607
LR statistic (1 df)	3'553'062	McFadden R-squared	0.039729	LR statistic (1 df)	0.008139	McFadden R-squared	8.38E-05	LR statistic (1 df)	3'374'659	McFadden R-squared	0.036538
Probability(LR stat)	0.059436			Probability(LR stat)	0.928115			Probability(LR stat)	0.066206		
Obs with Dep=0	48	Total obs	71	Obs with Dep=0	43	Total obs	72	Obs with Dep=0	44	Total obs	70
Obs with Dep=1	23			Obs with Dep=1	29			Obs with Dep=1	26		

MONTEAO 3
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/02/03 Time: 10:29
 Sample: 1 71
 Included observations: 71
 Convergence achieved after 4 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-2'364'349	1008220	-2'345'072	0.0190
PE	0.008517	0.006552	1299885	0.1936
KLADOS	0.015546	0.014778	1'051'952	0.2928
Mean dependent var	0.323944	S.D. dependent var	0.471310	
S.E. of regression	0.460265	Akaike info criterion	1'268'669	
Sum squared resid	1'440'539	Schwarz criterion	1'364'275	
Log likelihood	-4'203'773	Hannan-Quinn criter.	1'306'688	
Restr. log likelihood	-4'471'626	Avg. log likelihood	-0.592081	
LR statistic (2 df)	5'357'046	McFadden R-squared	0.059900	
Probability(LR stat)	0.068665			
Obs with Dep=0	48	Total obs	71	
Obs with Dep=1	23			

MONTEAO 3
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/02/03 Time: 10:41
 Sample: 1 72
 Included observations: 72
 Convergence achieved after 3 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.935151	0.689176	-1'356'913	0.1748
PE	0.039048	0.017291	2258284	0.0239
KLADOS	-0.012634	0.016476	-0.766802	0.4432
Mean dependent var	0.402778	S.D. dependent var	0.493899	
S.E. of regression	0.479302	Akaike info criterion	1'340'804	
Sum squared resid	1'585'138	Schwarz criterion	1'435'665	
Log likelihood	-4'526'894	Hannan-Quinn criter.	1'378'568	
Restr. log likelihood	-4'853'678	Avg. log likelihood	-0.628735	
LR statistic (2 df)	6'535'668	McFadden R-squared	0.067327	
Probability(LR stat)	0.038089			
Obs with Dep=0	43	Total obs	72	
Obs with Dep=1	29			

MONTEAO 3
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/02/03 Time: 10:45
 Sample: 1 70
 Included observations: 70
 Convergence achieved after 3 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1'581'607	0.681503	-2'320'764	0.0203
PE	0.009505	0.010985	0.865270	0.3869
KLADOS	0.024993	0.021922	1'140'102	0.2542
Mean dependent var	0.371429	S.D. dependent var	0.486675	
S.E. of regression	0.480088	Akaike info criterion	1'345'667	
Sum squared resid	1'544'246	Schwarz criterion	1'442'031	
Log likelihood	-4'409'833	Hannan-Quinn criter.	1'383'944	
Restr. log likelihood	-4'617'981	Avg. log likelihood	-0.629976	
LR statistic (2 df)	4'162'962	McFadden R-squared	0.045073	
Probability(LR stat)	0.124745			
Obs with Dep=0	44	Total obs	70	
Obs with Dep=1	26			

MONTEAO 4
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/01/03 Time: 09:48
 Sample: 1 71
 Included observations: 71
 Convergence achieved after 3 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.772378	0.332411	-2'323'565	0.0201

MONTEAO 4
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/01/03 Time: 09:56
 Sample: 1 72
 Included observations: 72
 Convergence achieved after 3 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.639497	0.303508	-2'107'014	0.0351

MONTEAO 4
 Dependent Variable: APOKLISH
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 06/01/03 Time: 10:03
 Sample: 1 70
 Included observations: 70
 Convergence achieved after 3 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.494325	0.279584	-1'768'070	0.0770

PE	0.001047	0.006089	0.171980	0.8635	PE	0.007678	0.005944	1'291'682	0.1965	PE	-0.000679	0.002837	-0.239387	0.8108
Mean dependent var	0.323944	S.D. dependent var	0.471310		Mean dependent var	0.402778	S.D. dependent var	0.493899		Mean dependent var	0.371429	S.D. dependent var	0.486675	
S.E. of regression	0.474640	Akaike info criterion	1'315'541		S.E. of regression	0.490959	Akaike info criterion	1'375'681		S.E. of regression	0.490074	Akaike info criterion	1'375'717	
Sum squared resid	1'554'456	Schwarz criterion	1'379'278		Sum squared resid	1'687'288	Schwarz criterion	1'438'921		Sum squared resid	1'633'174	Schwarz criterion	1'439'960	
Log likelihood	-4'470'170	Hannan-Quinn criter.	1'340'887		Log likelihood	-4'752'450	Hannan-Quinn criter.	1'400'857		Log likelihood	-4'615'009	Hannan-Quinn criter.	1'401'235	
Restr. log likelihood	-4'471'626	Avg. log likelihood	-0.629601		Restr. log likelihood	-4'853'678	Avg. log likelihood	-0.660063		Restr. log likelihood	-4'617'981	Avg. log likelihood	-0.659287	
LR statistic (1 df)	0.029109	McFadden R-squared	0.000325		LR statistic (1 df)	2'024'545	McFadden R-squared	0.020856		LR statistic (1 df)	0.059442	McFadden R-squared	0.000644	
Probability(LR stat)	0.864527				Probability(LR stat)	0.154775				Probability(LR stat)	0.807380			
Obs with Dep=0	48	Total obs	71		Obs with Dep=0	43	Total obs	72		Obs with Dep=0	44	Total obs	70	
Obs with Dep=1	23				Obs with Dep=1	29				Obs with Dep=1	26			

MONTEAO 5

Dependent Variable: APOKLISH
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
Date: 06/01/03 Time: 10:13
Sample: 1 71
Included observations: 71
Convergence achieved after 4 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-2'381'175	1012409	-2'351'989	0.0187
PE	-0.001935	0.006718	-0.288044	0.7733
KLADOS	0.024172	0.013959	1'731'726	0.0833
Mean dependent var	0.323944	S.D. dependent var	0.471310	
S.E. of regression	0.466863	Akaike info criterion	1'292'855	
Sum squared resid	1'482'133	Schwarz criterion	1'388'461	
Log likelihood	-4'289'636	Hannan-Quinn criter.	1'330'875	
Restr. log likelihood	-4'471'626	Avg. log likelihood	-0.604174	
LR statistic (2 df)	3'639'791	McFadden R-squared	0.040699	
Probability(LR stat)	0.162043			
Obs with Dep=0	48	Total obs	71	
Obs with Dep=1	23			

MONTEAO 5

Dependent Variable: APOKLISH
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
Date: 06/01/03 Time: 10:18
Sample: 1 72
Included observations: 72
Convergence achieved after 3 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.557474	0.636078	-0.876423	0.3808
PE	0.007727	0.005977	1292702	0.1961
KLADOS	-0.002148	0.014671	-0.146426	0.8836
Mean dependent var	0.402778	S.D. dependent var	0.493899	
S.E. of regression	0.494472	Akaike info criterion	1'403'160	
Sum squared resid	1'687'070	Schwarz criterion	1'498'021	
Log likelihood	-4'751'375	Hannan-Quinn criter.	1'440'924	
Restr. log likelihood	-4'853'678	Avg. log likelihood	-0.659913	
LR statistic (2 df)	2'046'044	McFadden R-squared	0.021077	
Probability(LR stat)	0.359507			
Obs with Dep=0	43	Total obs	72	
Obs with Dep=1	29			

MONTEAO 5

Dependent Variable: APOKLISH
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
Date: 06/01/03 Time: 10:24
Sample: 1 70
Included observations: 70
Convergence achieved after 3 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1'600'086	0.678631	-2'357'814	0.0184
PE	-0.001831	0.002918	-0.627453	0.5304
KLADOS	0.036435	0.019917	1'829'359	0.0673
Mean dependent var	0.371429	S.D. dependent var	0.486675	
S.E. of regression	0.481579	Akaike info criterion	1'350'850	
Sum squared resid	1'553'854	Schwarz criterion	1'447'214	
Log likelihood	-4'427'975	Hannan-Quinn criter.	1'389'127	
Restr. log likelihood	-4'617'981	Avg. log likelihood	-0.632568	
LR statistic (2 df)	3'800'118	McFadden R-squared	0.041145	
Probability(LR stat)	0.149560			
Obs with Dep=0	44	Total obs	70	
Obs with Dep=1	26			

A/A	P/E ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ	2000	2001	2002
1	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ	116.53	37.73	49.43
2	ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	77.40	33.03	38.03
3	ΠΟΤΟΠΟΙΑ	85.62	55.70	54.26
4	ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	14.28	42.13	12.33
5	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ	82.50	82.07	88.17
6	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ	47.20	51.81	88.40
7	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΟΧΗΜΑΤΩΝ	47.62	11.15	13.50
8	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	50.36	71.28	20.37
9	ΚΑΛΩΔΙΑ	53.06	15.75	50.42
10	ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	83.74	77.77	19.13
11	ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ - ΤΣΙΜΕΝΤΑ	64.05	23.97	22.82
12	ΕΛΑΣΤΙΚΑ - ΠΛΑΣΤΙΚΑ	73.27	34.95	40.92
13	ΧΗΜΙΚΑ	72.86	58.85	7.73
14	ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ	177.56	119.02	86.32
15	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ	270.31	90.14	99.59
16	ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ	78.59	31.39	134.12
17	ΕΙΔΗ ΕΝΔΥΜΑΣΙΑΣ	60.07	34.95	52.03
18	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	68.31	38.86	41.77
19	ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΠΝΟΥ	16.33	9.47	7.80
20	ΤΡΟΦΙΜΑ	96.82	51.06	42.32
21	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	50.18	14.20	9.79
22	ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	63.72	39.98	44.00
23	ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	53.20	72.75	18.58
24	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	30.64	14.39	8.93
25	ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	72.50	36.97	36.99
26	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ	73.08	72.76	75.15
27	ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ	33.36	16.19	14.22
28	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	25.52	19.05	13.13
29	ΕΝΟΙΚΙΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ	65.34	19.31	23.20
30	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	101.62	41.18	20.47
31	ΥΓΕΙΑ	78.91	47.02	29.17
32	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	50.94	31.28	14.87
33	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	69.01	34.88	38.70