



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

Π.Μ.Σ. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Για Στελέχη

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ

**" Χειραγώγηση κερδών και χρηματιστηριακές αποδόσεις εταιρειών που προβαίνουν σε
αύξηση μετοχικού κεφαλαίου"**

ΣΑΜΟΪΛΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

ΜΧΑΝ 1324

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ

ΜΠΟΤΣΑΡΗ ΑΝΤΩΝΙΑ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 07/2015

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί κατά γενική ομολογία το δημοφιλέστερο και αποτελεσματικότερο μέσο χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρίας, καθώς συνεπάγεται ενίσχυση της οικονομικής της θέσης χωρίς την υποχρέωση επιστροφής των σχετικών ποσών και καταβολής τόκων. Συγχρόνως όμως μπορεί να οδηγήσει και σε αλλαγή της μετοχικής της σύνθεσης και διάρθρωσης, είτε λόγω της εισόδου νέων μετόχων στους κόλπους της είτε λόγω της μεταβολής των ποσοστών συμμετοχής των παλιών μετόχων στο μετοχικό της κεφάλαιο. Για το λόγο αυτό και η πραγματοποίηση της αντίστοιχης διαδικασίας τίθεται υπό αυστηρούς όρους και προϋποθέσεις.

Δεν είναι λίγες βέβαια οι φορές που η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου συνδέεται άμεσα με τη χειραγώγηση των κερδών της επιχείρησης, που εν συνεχεία οδηγούν στην αύξηση της αποδοτικότητας. Η παρούσα μελέτη έχει σκοπό να βοηθήσει τον αναγνώστη όχι μόνο, να κατανοήσει σε βάθος τις μεθόδους και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται κατά καιρούς από τις επιχειρήσεις, μέσω της «διαχείρισης των κερδών» με σκοπό να ωραιοποιήσουν τις οικονομικές τους επιδόσεις, αλλά και τις επιπτώσεις που αυτές επιφέρουν στην αγορά.

Λέξεις Κλειδιά : Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, Χειραγώγηση κερδών, Λογιστική Δημιουργική, <<Ωραιοποίηση>> λογιστικών κερδών, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Αποδόσεις μετοχών, Δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα, Ταμειακές ροές, Μέτοχοι-Managers, Αποτελεσματικότητα.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	6
1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	6
1.2 Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΩΣ ΤΡΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.....	7
1.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΕΠΙΒΑΛΛΟΥΝ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	8
1.4 Η ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΠΟ ΤΕΧΝΙΚΗ ΣΚΟΠΙΑ.....	9
1.5 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	10
1.5.1 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΕΙΣΦΟΡΩΝ.....	10
1.5.2 ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΗΘΟΥΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	11
1.5.3 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	12
1.6 ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	13
1.6.1 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΦΑΝΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ.....	14
1.6.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΕΜΦΑΝΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ.....	15
1.7 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	16
1.8 Η ΑΝΑΓΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	19
2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT	19
2.2 ΤΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT.....	21
2.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT.....	22
2.3.1 ΕΞΟΜΑΛΥΝΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	22
2.3.2 “BIG BATH” ACCOUNTING.....	24
2.4 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	25
2.4.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ	25
2.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΥΝΟΟΥΝ ΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ.....	27
2.5.1 Ο ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΑΠΟ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ.....	27
2.5.2 Η ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	27
2.5.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	28
2.5.4 Η ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ Ή ΟΙ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	28
2.5.5 Η ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ.....	29
2.5.6 ΤΟ ΠΟΛΙΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ.....	29
2.5.7 Η ΠΙΕΣΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	30
2.5.8 Η ΠΙΕΣΗ ΑΠΟ ΤΑ ΕΡΓΑΤΙΚΑ ΣΥΝΔΙΚΑΤΑ.....	30
2.5.9 Η ΠΙΕΣΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΗΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ ΑΝΑΛΥΤΕΣ.....	31

2.5.10 Η ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΦΟΡΟΔΙΑΦΥΓΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	31
2.5.11 Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ.....	32
2.5.12 ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	32
2.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ.....	32
2.7 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΕΙΚΟΝΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ.....	34
2.7.1 ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ ΣΤΕΛΕΧΩΝ.....	35
2.8 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	36
2.9 Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ.....	37
2.10 ΕΝΤΟΠΙΣΜΟΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ.....	39
2.10.1 ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΩΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.....	39
2.11 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ.....	40
2.12 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ JONES.....	40
2.13 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	41
2.14 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ EARNINGS MANAGEMENT.....	43
2.14.1 ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	43
2.14.2 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ EARNINGS MANAGEMENT ΣΤΗ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ.....	44
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	 46
3.1 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ.....	46
3.1.1 ΣΕ ΟΡΟΥΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ.....	46
3.1.2 ΣΕ ΟΡΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ.....	48
3.2 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ SEOs.....	51
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο	 64
4.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	64
4.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	64
4.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	65
4.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	67
4.4.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ JONES.....	67
4.4.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (ABNORMAL TOTAL ACCRUALS).....	69
4.4.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (WORKING CAPITAL ACCRUALS).....	70
4.5 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗΣ (BUY AND HOLD STRATEGY).....	71
4.5.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗΣ	73
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο	 75
5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	75
5.1.1 ΓΕΝΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	75
5.2 ΆΛΛΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	76

5.2.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ IFRS.....	76
5.2.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ.....	77
5.2.3 ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ.....	79
5.2.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	80
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο	81
6.1 ΣΥΝΟΨΗ.....	81
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	83
ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ-ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	86
ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ.....	112

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1.1 Τι είναι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Είναι αλήθεια ότι το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρίας συνιστά την κυριότερη πηγή χρηματοδότησής της τόσο κατά το ιδρυτικό στάδιο, όσο και κατά τη διάρκεια της παραγωγικής της λειτουργίας, καθώς επιτρέπει στην τελευταία να αποκτήσει τα δικά της οικονομικά μέσα, προκειμένου να εκπληρώσει τον εμπορικό της σκοπό. Παράλληλα όμως, όπως είναι γνωστό, το κεφάλαιο, ως στοιχείο του καταστατικού, είναι μέγεθος σταθερό. Κι αυτό διότι εκφράζει το ελάχιστο εκείνο ποσό της εταιρικής περιουσίας, το οποίο οφείλει να καταβληθεί εξαρχής και να παραμείνει δεσμευμένο καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας της εταιρίας προς εξασφάλιση των απαιτήσεων των τρίτων, που συναλλάσσονται μαζί της. Γι' αυτό και κάθε μεταβολή του ύψους του προϋποθέτει την τήρηση ειδικής διαδικασίας, η οποία συνήθως λαμβάνει τη μορφή της τροποποίησης της αντίστοιχης καταστατικής διάταξης, κατόπιν απόφασης της γενικής συνέλευσης της εταιρίας, ληφθείσας με τους εξαιρετικούς όρους απαρτίας και πλειοψηφίας.

Η αυστηρότητα ωστόσο, με την οποία περιβάλλεται η τελευταία, οδήγησε το νομοθέτη από το χρόνο κίολας σύνταξης του βασικού νομοθετήματος, που ρυθμίζει μέχρι και σήμερα το νομικό καθεστώς των ανωνύμων εταιριών, μιας παράλληλης διαδικασίας αύξησης απαλλαγμένης από τις ως άνω διατυπώσεις και ως εκ τούτου πιο ευέλικτης (έκτακτη αύξηση κεφαλαίου). Η διαδικασία αυτή πάντως, παρά τον προοδευτικό για την εποχή της θεσμοθέτησής της χαρακτήρα, δεν ισχύει σήμερα στην αρχική της μορφή. Αντίθετα υπέστη αλλεπάλληλες τροποποιήσεις που είχαν ως στόχο άλλοτε την διόρθωση ατελειών που προέκυπταν κατά την εφαρμογή της και άλλοτε την προσαρμογή της στις Ευρωπαϊκές-Κοινοτικές ρυθμίσεις, λόγω της γενικής αναμόρφωσης που υπέστη το δίκαιο των εταιριών μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (Ε.Ο.Κ.) και μετέπειτα Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.). Παρόλα αυτά ο πυρήνας και η φιλοσοφία της παρέμειναν αμετάβλητοι, ενώ οι όποιες αλλαγές περιορίστηκαν σε διαδικαστικές λεπτομέρειες.

1.2 Η αύξηση του κεφαλαίου ως τρόπος χρηματοδότησης της εταιρίας

Ο θεσμός που κατέχει την κεντρικότερη θέση για την κατανόηση της δυναμικής της ανώνυμης εταιρίας είναι εκείνος που ρυθμίζει την αναπαραγωγή του κεφαλαίου της. Κατά την ίδρυση της εταιρίας, το μετοχικό κεφάλαιο καλύπτει, κατά κανόνα, το σύνολο των αναγκών της κατά τη στιγμή εκείνη. Ωστόσο, μετά την ίδρυση, η εταιρία χρειάζεται να αναζητήσει πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της προγράμματα και να επεκτείνει τη δραστηριότητά της. Βέβαια, η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι ο μοναδικός τρόπος χρηματοδότησης της εταιρίας. Η εταιρία μπορεί να προσφύγει σε ξένα κεφάλαια, με τη σύναψη δανείων, κατά κύριο λόγο με διάφορους πιστωτικούς οργανισμούς, αλλά και τρίτους, συνήθως μέσω της έκδοσης ομολογιακού δανείου.

Ιδιαίτερη σημασία έχει, όμως, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας, καθώς αναφέρεται στη μεταβολή του πυρήνα της οικονομικής συγκρότησης της εταιρίας, ενώ παράλληλα, μπορεί να ανατρέψει τον συσχετισμό δυνάμεων στους κόλπους της και να αλλοιώσει τη δυναμική θέση των μετόχων σε αυτήν. Ειδικότερα, η αύξηση του κεφαλαίου με νέες εισφορές συντελεί στη χρηματοδότηση της εταιρίας με την εισροή σε αυτή νέων περιουσιακών στοιχείων. Επομένως αυξάνεται το ύψος του αναγραφόμενου στο καταστατικό κεφαλαίου και ταυτόχρονα μεγαλώνει και η εταιρική περιουσία, γι' αυτό γίνεται λόγος για πραγματική αύξηση κεφαλαίου. Αυτό περαιτέρω έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνεται το ποσό της περιουσίας που πρέπει να παραμένει δεσμευμένη στην εταιρία μέσω του θεσμού του κεφαλαίου, επομένως παρέχεται πρόσθετη ασφάλεια για τους δανειστές της.

Η κάλυψη του κεφαλαίου της αύξησης μπορεί να γίνει είτε με χρηματικές εισφορές είτε με εισφορές σε χρήμα, εφόσον υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό. Από τεχνική άποψη, η αύξηση κεφαλαίου μπορεί να γίνει με έκδοση νέων μετοχών ή, αν συμφωνούν όλοι οι μέτοχοι, με αύξηση της ονομαστικής αξίας των παλιών μετοχών. Η πρώτη αποτελεί την κύρια τεχνική αύξησης κεφαλαίου και θεωρείται πιο δυναμική μέθοδος, καθώς διευρύνει τον αριθμό των προσώπων που εισφέρουν για τη δημιουργία της κεφαλαιακής της βάσης. Από την άλλη πλευρά, όμως, η μέθοδος αυτή μειώνει την αξία της μετοχής και ανατρέπει την ισορροπία δυνάμεων στην εταιρία, σε βάρος των παλαιών μετόχων που δεν μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα προτίμησης.

Η δεύτερη μέθοδος, η οποία χρησιμοποιείται σπανιότερα, δεν επηρεάζει τον συσχετισμό δυνάμεων στην εταιρία και δεν επιδρά στην εσωτερική αξία της μετοχής. Ωστόσο, δεν επιτρέπει τη διασπορά των μετοχών και επηρεάζει αρνητικά την εμπορευσιμότητα των τίτλων.

1.3 Οικονομικοί λόγοι που επιβάλλουν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Είναι γνωστό ότι η ανώνυμη εταιρία έχει στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων σκοπό εμπορικό. Αυτό σημαίνει ότι σε μια τέτοια περίπτωση κύρια επιδίωξη της συνιστά η επιδίωξη οικονομικού κέρδους μέσω της ανάληψης βέβαια ανάλογων επιχειρηματικών κινδύνων. Η επίτευξη ωστόσο ενός τέτοιου στόχου απαιτεί αφενός μεγιστοποίηση της παραγωγικής της ισχύος και αφετέρου συμπίεση του λειτουργικού της κόστους, πράγμα το οποίο μπορεί να συμβεί μέσω της ανακαίνισης και του εκσυγχρονισμού των παραγωγικών της μέσων (μηχανολογικού εξοπλισμού), καθώς και της απόκτησης νέων παγίων περιουσιακών στοιχείων. Άλλες φορές πάλι το κέρδος επιδιώκεται μέσω της διεύρυνσης του κύκλου των εργασιών της εταιρίας και της επέκτασης της επιχειρηματικής της δραστηριότητας σε άλλους παραγωγικούς τομείς, άλλοτε υπό τη μορφή νέων παραγωγικών μονάδων και άλλοτε υπό τη μορφή εξαγορών με σκοπό τη συγχώνευση ομοειδών ανταγωνιστικών επιχειρήσεων.

Από την άλλη μεριά κέρδος για την εταιρία μπορεί να εξασφαλισθεί και μέσω κινήσεων, που στοχεύουν στη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών και της ρευστότητάς της, ιδίως σε περιόδους αρνητικών οικονομικών αποτελεσμάτων, τα οποία οφείλονται, ενδεχομένως, σε κακοδιαχείριση, δυσμενή οικονομική συγκυρία ή εσφαλμένη αρχική εκτίμηση του συνολικώς απαιτούμενου κεφαλαίου για την απρόσκοπτη και πλήρη εκμετάλλευση της επιχείρησης. Άλλες φορές πάλι μπορεί να επιδιωχθεί και μέσω της απαλλαγής της εταιρίας από συσσωρευμένα χρέη (εξυγίανση της εταιρίας), εάν η τελευταία έχει υπερχρεωθεί και βρίσκεται σε αδυναμία εξόφλησής τους, ή από υποχρεώσεις της (εξαγορά ιδρυτικών τίτλων, εξόφληση ομολογιακών δανείων, απόσβεση παθητικού κλπ).

Η εξεύρεση των αναγκαίων για την επίτευξη των ως άνω στόχων κεφαλαίων είναι δυνατό να επιδιωχθεί πρακτικά με δύο τρόπους. Είτε με προσφυγή σε τραπεζικό δανεισμό είτε μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με δημόσια εγγραφή ή ιδιωτική τοποθέτηση.

Η τελευταία μέθοδος προτιμάται του δανεισμού, διότι μέσω αυτής, πέραν της οικονομικής ενίσχυσης της εταιρίας, διευρύνεται επιπλέον και το ποσό των δεσμευμένων στο όνομά της και ως εκ τούτου υπέγγυων στους δανειστές περιουσιακών της στοιχείων, πράγμα το οποίο τονώνει τη φερεγγυότητα και το δυναμισμό της, καθώς εκτός από το μετοχικό της κεφάλαιο, αυξάνεται και το ποσό, που θα πρέπει σύμφωνα με το νόμο να παρακρατείται από τα κέρδη της υπό τη μορφή τακτικού αποθεματικού.

Τέλος η αύξηση κεφαλαίου δεν δημιουργεί νέες οικονομικές υποχρεώσεις και δεν επιβαρύνει την οικονομική κατάσταση της εταιρίας με το υψηλό κόστος, λόγω τοκισμού και ανατοκισμού, των κεφαλαίων, που προέρχονται από τραπεζικό δάνειο. Η επιλογή πάντως της αύξησης του κεφαλαίου δεν είναι πάντοτε προσιτή ούτε οικονομικά συμφέρουσα. Κι αυτό διότι η επιτυχία της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το γενικότερο οικονομικό κλίμα της εποχής. Κατά συνέπεια η εταιρία ενδείκνυται να αποφεύγει να αυξάνει το κεφάλαιό της σε περιόδους αρνητικών οικονομικών συγκυριών, καθώς ελλοχεύει ο κίνδυνος της μη κάλυψης ή υποκάλυψης του νέου κεφαλαίου. (Gutterman, 1991). Η ανάλυση των ως άνω οικονομικών στοιχείων και δεδομένων καθιστά εμφανή την αναγκαιότητα και τη χρησιμότητα της αύξησης κεφαλαίου, εν γένει, για την εύρυθμη λειτουργία της εταιρίας. Καθιστά όμως προφανή τη χρησιμότητα και της έκτακτης αύξησης κεφαλαίου, η οποία λόγω της ταχύτητας και της ευελιξίας, με την οποία πραγματοποιείται, συμβάλλει στην πλήρη και αποτελεσματική εκμετάλλευση κάθε ευνοϊκής οικονομικής ή χρηματιστηριακής συγκυρίας και ως εκ τούτου στην επιτυχή έκβαση κάθε παρόμοιας προσπάθειας.

1.4 Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από τεχνική σκοπιά

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας από τεχνικής απόψεως λαμβάνει συνήθως τη μορφή της εισροής στην εταιρία νέων κεφαλαίων, τα οποία επαυξάνουν το ήδη υπάρχον μετοχικό της κεφάλαιο. Μπορεί όμως να πραγματοποιηθεί και μέσω της οικειοποίησης οικονομικών μέσων, που η εταιρία δανείστηκε στο παρελθόν. Γι' αυτό το λόγο στην πρώτη περίπτωση μιλάμε για αύξηση του κεφαλαίου με νέες εισφορές, ενώ στη δεύτερη για αύξηση με τροπή του παθητικού σε κεφάλαιο. Σε αμφότερες πάντως τις περιπτώσεις η περιουσία της εταιρίας διευρύνεται, καθώς στην πρώτη αυξάνεται το ενεργητικό, ενώ στη δεύτερη μειώνεται το παθητικό της (πραγματική αύξηση).

Πέραν τούτου η έκτακτη αύξηση του κεφαλαίου μπορεί να πραγματοποιηθεί και χωρίς πραγματική μεταβολή της εταιρικής περιουσίας, καθώς μπορεί να αφορά σε ποσά, που η εταιρία έχει ήδη αποταμιεύσει με τη μορφή φανερών (νομίμων μη ειδικού προορισμού και ελεύθερων) ή αφανών (υπεραξία πάγιων στοιχείων) αποθεματικών. Αυτό συμβαίνει συνήθως, όταν η περιουσία της εταιρίας είναι μεγαλύτερη του μετοχικού της κεφαλαίου είτε λόγω της επιτυχούς επιχειρηματικής της πορείας είτε λόγω της υποτίμησης της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού της. Γι' αυτό και σ' αυτή την περίπτωση μιλάμε για αύξηση από εταιρικά μέσα ή αλλιώς για ονομαστική αύξηση κεφαλαίου.

1.5 Πραγματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

1.5.1. Αύξηση με καταβολή εισφορών

Πραγματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να πραγματοποιηθεί με καταβολή εισφορών, με κεφαλαιοποίηση των κερδών και με τροπή του παθητικού σε κεφάλαιο. Η αύξηση του κεφαλαίου με καταβολή νέων εισφορών δεν επιτρέπεται, εάν το κεφάλαιο της εταιρίας (αρχικό ή μετά από αύξηση) καταβάλλεται τμηματικά και δεν έχει ακόμα αποπληρωθεί. Η αύξηση επιτρέπεται στην περίπτωση αυτή μόνο μετά την δημοσίευση της πρόσκλησης προς τους μετόχους για την πληρωμή της τελευταίας οφειλόμενης δόσης. Προφανώς αυτό δεν ισχύει όταν πρόκειται για αύξηση επιβαλλόμενη από διάταξη νόμου .

Η πραγματική αύξηση του κεφαλαίου με καταβολή εισφορών μπορεί να πραγματοποιηθεί με δύο τρόπους, είτε με την έκδοση νέων μετοχών, είτε με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που ήδη υπάρχουν. Στην πρώτη περίπτωση , όλες οι νέες μετοχές πρέπει να είναι ίσης μεταξύ τους ονομαστικής αξίας, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι πρέπει να είναι ίσης αξίας και με τις μετοχές παλαιότερων εκδόσεων. Επίσης, δεν είναι απαραίτητο να ενσωματώνουν παρόμοια δικαιώματα με αυτά των μετοχών προηγούμενων εκδόσεων(μπορεί να εκδοθούν ως κοινές ή προνομιούχες , ονομαστικές ή ανώνυμες κ.λπ). Οι νέες μετοχές μπορούν να εκδοθούν στο άρτιο ή πάνω από το άρτιο, ουδέποτε όμως κάτω από το άρτιο.

Στη δεύτερη περίπτωση , όταν δηλαδή γίνει αύξηση του κεφαλαίου με αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφισταμένων μετοχών, πρέπει, αρχικά να συμφωνούν σε αυτό όλοι οι μέτοχοι και μετέπειτα, η αύξηση να είναι ισόποση για όλες τις μετοχές.

1.5.2. Έκτακτη αύξηση κεφαλαίου

Αύξηση με απόφαση της συνήθους γενικής συνέλευσης των μετόχων

Με σκοπό την διευκόλυνση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου των ανώνυμων εταιριών, ο νομοθέτης επέτρεψε να πραγματοποιείται αυτή σε ορισμένες περιπτώσεις και χωρίς τροποποίηση καταστατικού. Αυτό όμως είναι δυνατόν, εφόσον υπάρχει στο καταστατικό της εταιρίας σχετική πρόβλεψη για την αύξηση και ορίζονται οι όροι πραγματοποίησής της. Έτσι είναι δυνατόν το καταστατικό να αναθέσει την αύξηση του κεφαλαίου, κατά την διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας, στην αρμοδιότητα της συνήθους γενικής συνέλευσης των μετόχων. Καθώς η απόφαση αυτή της γενικής συνέλευσης δεν αποτελεί τροποποίηση καταστατικού και σε κάθε περίπτωση δεν απαιτείται έγκριση της από την Διοίκηση. Περιορισμός ισχύει πάντως ως προς το ποσόν της αύξησης, το οποίο δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το πενταπλάσιο του αρχικά καταβεβλημένου κεφαλαίου. Κατ' εξαίρεση, όταν τα αποθεματικά της εταιρίας υπερβαίνουν το ένα τέταρτο του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, για την αύξηση του απαιτείται απόφαση, όχι της συνήθους, αλλά της γενικής συνέλευσης των μετόχων και ανάλογη τροποποίηση της σχετικής με το μετοχικό κεφάλαιο ρήτρας του καταστατικού . Το ίδιο ισχύει και όταν οι υπό έκδοση μετοχές προϋποθέτουν τροποποίηση καταστατικού, όπως π.χ., όταν πρόκειται για έκδοση προνομιούχων μετοχών, μετοχών με δικαίωμα διορισμού μελών του διοικητικού συμβουλίου κ.λπ

1.5.3. Αύξηση με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου

Ο νόμος επιτρέπει την ανάθεση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στην αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό για λόγους σκοπιμότητας, καθώς η διαδικασία λήψης αποφάσεων από την γενική συνέλευση είναι αργή και υπάρχει κίνδυνος να μην μπορέσει η εταιρία να επωφεληθεί, όταν εμφανιστούν κάποιες ευνοϊκές για αυτήν περιστάσεις σε δεδομένη χρονική στιγμή. Η ανάθεση της συγκεκριμένης αρμοδιότητας στο διοικητικό συμβούλιο μπορεί να γίνει με πρόβλεψη του καταστατικού ή με απόφαση της ίδιας της γενικής συνέλευσης των μετόχων . Αν και ο νόμος δεν το ορίζει ρητά, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η απόφαση της γενικής συνέλευσης για την ανάθεση, πρέπει να ληφθεί με όρους αυξημένης απαρτίας και πλειοψηφίας, αφού με τέτοιους όρους υποχρεούται κατά το νόμο και η ίδια γενική συνέλευση να λάβει τη σχετική απόφαση.

Προϋποθέσεις για την έγκυρη αύξηση του κεφαλαίου από το διοικητικό συμβούλιο είναι πρώτον, να λάβει αυτό την απόφασή του με αυξημένη πλειοψηφία, δηλαδή με πλειοψηφία των 2/3 τουλάχιστον του συνόλου των μελών του. Δεύτερον, να λάβει την απόφαση αυτή μέσα σε χρονικό διάστημα πέντε ετών από τη σύσταση της εταιρίας ή από την απόφαση της γενικής συνέλευσης, που παραχώρησε σε αυτό τη σχετική εξουσιοδότηση. Τρίτον, περιορισμός υπάρχει και ως προς το ποσόν της αύξησης. Αν πρόκειται για ανάθεση βάσει ρήτρας του καταστατικού, η αύξηση δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου κατά την ημερομηνία χορήγησης της σχετικής εξουσίας στο διοικητικό συμβούλιο . Όταν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών και η γενική συνέλευση, εξαιρετική ή συνήθης, αποφασίζει αύξηση του κεφαλαίου ή αποφασίζει ανάθεση στο διοικητικό συμβούλιο της αρμοδιότητας για την αύξηση του κεφαλαίου, απαιτείται και έγκριση της απόφασης αυτής από τους μετόχους της κατηγορίας, της οποίας τα συμφέροντα ενδεχομένως να θιγούν από την αύξηση. Τέτοια είναι , π.χ. η περίπτωση περιορισμού του ποσοστού συμμετοχής στα κέρδη λόγω της αύξησης του κεφαλαίου ή όταν εκδίδονται νέες προνομιούχες μετοχές με μεγαλύτερα προνόμια , τα οποία θα προηγούνται των προνομίων, που απολαμβάνουν οι υπάρχοντες μέτοχοι.

Δεν θεωρείται ότι θίγονται τα δικαιώματα αυτά όταν τουλάχιστον η αύξηση γίνεται χωρίς νέες εισφορές και εφόσον οι νέες μετοχές, που θα εκδοθούν ανά κατηγορία, παρέχουν τα ίδια δικαιώματα με τις αντίστοιχες παλιές και διαθέτουν στους μετόχους της αντίστοιχης κατηγορίας σε αριθμό ανάλογο με τις μετοχές που ήδη κατέχουν, ώστε να μην μεταβάλλονται τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε κατηγορίας στο κεφάλαιο.

Όταν η απόφαση για την αύξηση του κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρίας είναι ελαττωματική, άκυρες θα είναι και οι μετοχές που θα εκδοθούν με βάση την εν λόγω απόφαση. Αυτό μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός της μη εφαρμογής των γενικών διατάξεων που ορίζουν το αρμόδιο όργανο, τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται κ.λπ.

1.6 Ονομαστική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

Η ονομαστική ή λογιστική αύξηση του κεφαλαίου συντελείται με την κεφαλαιοποίηση αφανών ή εμφανών (έκτακτων) αποθεματικών. Επιτρέπεται να ορίζεται από το καταστατικό ότι κατά την διάρκεια της πρώτης 5ετίας από την σύσταση της εταιρίας, το Δ.Σ έχει το δικαίωμα με απόφαση του, που λαμβάνεται με πλειοψηφία των 2/3 τουλάχιστον του συνόλου των μελών του.

1. Να προσφεύγει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μερικά ή ολικά με έκδοση νέων μετοχών για ποσό , που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο,
2. Να προσφεύγει σε έκδοση ομολογιακού δανείου μέσω της έκδοσης ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το ένα δεύτερο του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να γίνει σαφές ότι οι παραπάνω εξουσίες μπορούν να εκχωρούνται στο Δ.Σ και με απόφαση της Γ.Σ., ακόμα και στην περίπτωση όπου δεν υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο αρχικό καταστατικό της εταιρίας. Στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του κεφαλαίου , που είναι καταβλημένο κατά την ημερομηνία που χορηγήθηκε στο Δ.Σ., επίσης η συγκεκριμένη εξουσία και το ύψος του ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να υπερβαίνει το μισό του καταβλημένου κεφαλαίου κατά την ίδια ημερομηνία.

Επίσης, στην περίπτωση όπου η εταιρία αποφάσισε την τροποποίηση άρθρου του καταστατικού, ώστε να περιληφθούν οι παραπάνω εξουσίες του Δ.Σ., το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του κεφαλαίου, που είναι καταβλημένο κατά την ημερομηνία καταχώρισης στο μητρώο Α.Ε. της απόφασης της αρμόδιας αρχής, που ενέκρινε την τροποποίηση του σχετικού άρθρου του καταστατικού και το ύψος του ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να υπερβαίνει το μισό του καταβλημένου κεφαλαίου κατά την ίδια ημερομηνία.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η Γ.Σ. έχει το δικαίωμα με απόφασή της να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, μερικά ή ολικά, με έκδοση νέων μετοχών, συνολικά μέχρι το πενταπλάσιο του αρχικού κεφαλαίου, κατά την διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας μόνο. Επίσης είναι χαρακτηριστικό ότι απαγορεύεται στις εταιρίες που έχουν κάποια από τα παραπάνω δικαιώματα να αναγράφουν σε οποιοδήποτε έγγραφο, έντυπο ή δημοσίευμα, ως κεφάλαιο το ποσό για το οποίο δικαιούται κατά τα ανωτέρω, να εκδώσει νέες μετοχές το Δ.Σ ή η Γ.Σ.

1.6.1 Αύξηση του Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των αφανών αποθεματικών

Ο νόμος έχει συγκεκριμένες διατάξεις για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ανώνυμης εταιρίας, όπου δίνεται η δυνατότητα να γίνει ονομαστική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω κεφαλαιοποίησης αφανών αποθεματικών. Υπάρχουν δύο κατηγορίες αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μέσω κεφαλαιοποίησης αφανών αποθεματικών.

Πρώτον, στην περίπτωση που τα αφανή αποθεματικά δημιουργούνται από την εμφάνιση στον ισολογισμό των περιουσιακών στοιχείων του παγίου ενεργητικού της εταιρίας με αξία μικρότερη από την πραγματική, βάσει νόμου δεν είναι επιτρεπτή η αναπροσαρμογή της αξίας τους με πρωτοβουλία της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Περίπτωση αναπροσαρμογής υπάρχει μόνο όταν αυτό προβλέπεται από τον νόμο. Για φορολογικούς λόγους γίνεται αναπροσαρμογή της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων κάθε τέσσερα χρόνια. Ο νομοθέτης δεν έχει ορίσει συγκεκριμένη πρόβλεψη και για αυτό το λόγο τον πρώτο λόγο έχει η γενική συνέλευση η οποία αποφασίζει με απλή απαρτία για την αναπροσαρμογή.

Δεύτερον, όταν τα αφανή αποθεματικά της ανώνυμης εταιρίας σχηματίζονται με άλλους τρόπους, π.χ. με τη αναγραφή στοιχείων του ενεργητικού, με υπερβολικές αποσβέσεις ή με εξόγκωση στοιχείων του παθητικού, κάτι το οποίο δεν απαγορεύεται από το νόμο, η κεφαλαιοποίηση τους είναι εφικτή. Μετά την ονομαστική αύξηση του κεφαλαίου, το διοικητικό συμβούλιο έχει υποχρέωση να τροποποιήσει την περί κεφαλαίου διάταξη του καταστατικού, ώστε να εμφανίζεται αυτό, όπως προσαρμόστηκε μετά την αύξησή του.

1.6.2 Αύξηση του Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των εμφανών αποθεματικών

Με βάση τον νόμο (2190/1920) δεν υφίσταται πρόβλεψη για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρίας με την μορφή της κεφαλαιοποίησης των φανερών αποθεματικών της. Μέσω αυτού του νόμου όμως προκύπτει ένας περιορισμός μόνο από την εξαίρεση από την δυνατότητα της κεφαλαιοποίησης, του τακτικού αποθεματικού και των αποθεματικών ειδικού προορισμού. Μέσω αυτού του τρόπου μπορεί να αντιληφθεί κάποιος ότι μπορεί να επιτραπεί η κεφαλαιοποίηση κάθε άλλου είδους φανερών τακτικών αποθεματικών, όπως αυτά τα οποία σχηματίζονται από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Γίνεται επιτρεπτή η κεφαλαιοποίηση έκτακτων εμφανών αποθεματικών σε δύο περιπτώσεις(εξαιρούνται το τακτικό αποθεματικό και το αποθεματικό ειδικού προορισμού), πρώτον όταν η αναλογία των αποθεματικών αυτών ως προς το μετοχικό κεφάλαιο υπερβαίνει τα 3/10 και δεύτερον, ανά πέντε έτη ανεξαρτήτου ποσού από την εκάστοτε τελευταία κεφαλαιοποίηση. Η εταιρία θα πρέπει να προβεί σε δωρεάν διανομή μετοχών στους μετόχους ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Αυτό το γεγονός πρέπει να γίνει κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης από την γενική συνέλευση για την ονομαστική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι μέτοχοι αυτοί είχαν ήδη δικαίωμα συμμετοχής στο ποσό της υπεραξίας της περιουσίας της επιχείρησης, και αυτό προϋπήρχε της σχετικής απόφασης από την γενική συνέλευση. Υπάρχει και μια άλλη περίπτωση όπου εκτός από την έκδοση νέων μετοχών, η ονομαστική αύξηση του κεφαλαίου μπορεί να πραγματοποιηθεί και με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των παλαιών μετοχών.

1.7 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιριών **Εισηγμένων στο χρηματιστήριο**

Δεν αποκλείεται η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και αυτό για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (ανώνυμες εταιρίες) και έχουν μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η γενική συνέλευση είναι αυτή η οποία αποφασίζει για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου στις εισηγμένες εταιρίες. Πριν από αυτό όμως υποβάλει το διοικητικό συμβούλιο μια αναλυτική έκθεση μέσα στην οποία αναφέρονται το χρονοδιάγραμμα, οι επενδυτικοί στόχοι που έχουν τεθεί, καθώς και αναφορά στην προηγούμενη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και ο τρόπος που αξιοποιήθηκαν. Σε περίπτωση κατά την οποία την λήψη της απόφασης για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο όλα τα παραπάνω στοιχεία τα οποία αναφέρθηκαν πρέπει να είναι καταγεγραμμένα στο σχετικό πρακτικό, το οποίο συνέταξε το διοικητικό συμβούλιο.

Σε περίπτωση που χρειαστεί να υπάρξουν σημαντικές αποκλίσεις από τα προβλεπόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, όσον αφορά στην χρήση των αντληθέντων με την αύξηση κεφαλαίων, το διοικητικό συμβούλιο, με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του έχει την δυνατότητα να πάρει απόφαση για τις αναγκαίες αποκλίσεις. Πρέπει στη συνέχεια να υπάρξει έγκριση αυτής της απόφασης από μέρος της γενικής συνέλευσης. Αυτή η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου που αφορά τις αναγκαίες αποκλίσεις από αυτά που είχαν αρχικά προβλεφθεί, είναι υποχρεωτικό να γνωστοποιηθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στο Υπουργείο Ανάπτυξης και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Βασικός στόχος όλων των παραπάνω είναι η προστασία των κεφαλαίων που θα αντληθούν, μέσω του ελέγχου στον οποίο υπόκεινται και την εξασφάλιση ότι αυτά τα κεφάλαια θα διατεθούν για τους σκοπούς που είχαν οριστεί αρχικά και όχι για σκοπούς οι οποίοι δεν είναι παραγωγικοί και στα πλαίσια της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επίσης, η εισαγωγή για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο μετοχών εταιρίας η οποία δεν εμφανίζει αρκετή διασπορά μετοχών, προϋποθέτει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 25% τουλάχιστον με δημόσιο εγγραφή.

Αρχικά η εταιρία υποβάλλει αίτηση για έγκριση του ενημερωτικού της δελτίου, συνημμένως επίσης υποβάλλει: α) Επικυρωμένο αντίγραφο πρακτικών του αρμόδιου οργάνου της εταιρίας που αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ, όπως επίσης και την απόφαση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

Στην περίπτωση που έχει πραγματοποιηθεί και άλλη προγενέστερη αύξηση, προσκομίζεται επιπλέον επικυρωμένο αντίγραφο του πρακτικού του ΔΣ της εταιρίας με το οποίο πιστοποιείται η σχετική καταβολή, καθώς και επικυρωμένο αντίγραφο του πρακτικού ΔΣ της ανακοίνωσης του πρακτικού προς το Υπουργείο ανάπτυξης. β) Οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας που έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό ελεγκτή. γ) Νομικό και οικονομικό-λογιστικό έλεγχο από ανεξάρτητο ελεγκτή. δ) Αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου συνοδευόμενα από επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του ΔΣ της εταιρίας, με την οποία δηλώνουν ότι έλαβαν πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. ε) Επιστολή του Κύριου Αναδόχου, στην οποία βεβαιώνει ότι ανέλαβε καθήκοντα αναδοχής, με δημόσια εγγραφή των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο.

Όλα τα παραπάνω ελέγχονται από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ και στην συνέχεια εγκρίνεται το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου από το ΔΣ του ΧΑΑ, ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Στην συνέχεια, μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής, η εταιρία μέσω του κύριου αναδόχου, ζητεί την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της στο ΧΑΑ.

Για αυτό τον λόγο υποβάλλεται στο ΔΣ του ΧΑΑ, α) κατάσταση που θα απεικονίζει την μετοχική σύνθεση της εταιρίας και στην οποία θα περιλαμβάνονται τα στοιχεία όλων των προσώπων που απέκτησαν ή πρόκειται να αποκτήσουν μετοχές κατά την διαδικασία εισαγωγής, β) επιστολή με την οποία προσδιορίζεται η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης των κατηγοριών μετοχών που εισάγονται, η οποία δεν μπορεί να διαφέρει από την τιμή διάθεσής τους.

1.8 Η ανάγκη προστασίας της θέσης των μετόχων κατά την αύξηση του κεφαλαίου της εταιρίας

Η χρηματοδότηση της εταιρίας με την αύξηση του κεφαλαίου της, η οποία μπορεί να καλύπτεται είτε από τους ήδη μετόχους της είτε με διεύρυνση της μετοχικής της βάσης, παρουσιάζει πλεονεκτήματα σε σχέση με τον δανεισμό. Ως τέτοια αναφέρονται :

1. η απεριόριστη χρονικά διαθεσιμότητα των κεφαλαίων, που παρέχει στην εταιρία μεγαλύτερη χρηματοδοτική εξασφάλιση

2. η μη επιβάρυνση της ρευστότητας της εταιρίας με τόκους και χρεολύσια
3. η γνωστοποίηση στους τρίτους του ολοένα αυξανόμενου ποσού της δεσμευμένης εταιρικής περιουσίας, η οποία έχει διατεθεί για την επίτευξη του σκοπού της
4. η ενίσχυση της φερεγγυότητας της εταιρίας και η διεύρυνση της βάσης ευθύνης της, η οποία καλύπτεται από αντίστοιχης τουλάχιστον αξίας περιουσιακά στοιχεία, τα οποία υπόκεινται στον επιχειρηματικό κίνδυνο και είναι υπέγγυα για την εκπλήρωση των εταιρικών υποχρεώσεων.

Από την άλλη πλευρά, όμως, η αύξηση κεφαλαίου σε μια ανώνυμη εταιρία δεν έχει πάντοτε θετικές συνέπειες για την εταιρία και τους μετόχους της. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η αύξηση δεν γίνεται για να προωθηθεί το συμφέρον της εταιρίας, αλλά για να ενισχυθεί η θέση της πλειοψηφίας στην εταιρία σε βάρος της μειοψηφίας, η οποία βρίσκεται συχνά σε οικονομική αδυναμία να αναλάβει τις νέες μετοχές. Επομένως, κατά τη διαδικασία της αύξησης του κεφαλαίου της εταιρίας, είναι επιβεβλημένη η προστασία της θέσης των μετόχων στην εταιρία είτε με τη μορφή της διατήρησης του ποσοστού συμμετοχής τους είτε με τη μορφή της διατήρησης της αξίας των συμμετοχών τους. Η αύξηση του κεφαλαίου της εταιρίας πρέπει να διενεργείται βάσει ορθολογικών κριτηρίων και να στηρίζεται σε χρηματοοικονομική ανάλυση των δεδομένων που αφορούν τη λειτουργία της επιχείρησης, από την οποία να προκύπτει ότι η αύξηση του κεφαλαίου είναι αντικειμενικώς επιβεβλημένη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2.1 Η Έννοια του Earnings Management

Οι μάνατζερ μπορούν να έχουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές χρηματοροές, 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 μάνατζερς τόσο τα κίνητρα όσο και τη δυνατότητα να προβεί σε Earnings Management.

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 μάνατζερς 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 μάνατζερς 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 μάντζερς, 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 μάντζερς 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 μάντζερς 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 αντανάκλα 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, 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 μάντζερς μπορούν να επηρεάσουν τόσο την πρόβλεψη όσο και τα δημοσιευμένα κέρδη ανά μετοχή. 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 της δημόσιας πληροφόρησης για τους επενδυτές.

Συνεπώς, οι ερευνητές συχνά επικαλούνται εξηγήσεις που προέρχονται από τις επιστήμες συμπεριφοράς όπως η θεωρία των προσδοκιών 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 εξηγήσει 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, 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.

2.2 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, 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 ζημίες.

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 ζημίες από μη εισπραχθέντα δάνεια που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την κρίση του management.

2.3 Κατηγορίες του Earnings management

2.3.1 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. 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), ωστόσο ο Buckmaster (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). 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. Όπως αναφέρει ο Fern (1994) μεταγενέστερες έρευνες υπέθεταν ότι οι κεφαλαιαγορές ήταν “αποτελεσματικές” και ότι οι επενδυτές δεν παραπλανούνταν από λογιστικά τερτίπια. 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. 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 (Myers και Skinner 1999). 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.

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.

2.3.2 “Big Bath” Accounting

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

Σε αυτό πλαίσιο οι τεχνικές “Big Bath” βασίζονται στη φιλοσοφία πως αν πρέπει να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα, είναι προτιμότερο να αναφερθούν άμεσα από τη διοίκηση έτσι ώστε να δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες για μελλοντικές αυξήσεις των κερδών. Επιπλέον, από την στιγμή που τέτοιες χρεώσεις βασίζονται σε προβλέψεις είναι προτιμότερο να εκτιμώνται σε υψηλά επίπεδα για να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις στο μέλλον. Παρακάτω αναφέρονται κάποιες χαρακτηριστικές περιπτώσεις στις οποίες συνηθίζεται η εφαρμογή τεχνικών “Big Bath”:

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

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

2.4 Δημιουργική Λογιστική (Creative Accounting)

2.4.1 Η έννοια της δημιουργικής λογιστικής

Προτού υπεισεέλθουμε στην πρακτική της δημιουργικής λογιστικής σκόπιμο είναι να διευκρινίσουμε το τι συνιστά δημιουργική λογιστική. Μπορούμε, ανατρέχοντας τις σχετικές μελέτες που έχουν γίνει, να διακρίνουμε πως δεν καταλήγουν σε ένα μοναδικό ορισμό του όρου "Δημιουργική Λογιστική". Τέσσερις μελέτες στην Μεγάλη Βρετανία έχουν επιλεγεί προκειμένου να δειχθεί αυτό. Βέβαια η κάθε μία από αυτές διερευνά το ζήτημα από μία συγκεκριμένη δική της οπτική γωνία. Στην μελέτη του ο Naser (1993) ορίζει την δημιουργική λογιστική ως ένα μετασχηματισμό των λογιστικών ποσών. Αυτός επίσης ισχυρίζεται ότι η ελευθερία επιλογής που παρέχεται από το Αγγλοσαξονικό σύστημα λογιστικής μπορεί να οδηγήσει σε κατάχρηση αυτής της ελευθερίας.

Εν τούτοις, στην έκταση που αυτή η επιλογή εξακολουθεί να προσφέρεται για κατάχρηση θα υπάρχει δημιουργική λογιστική. Ο Jameson (1988,) γράφει ότι οι λογιστικές διεργασίες αποτελούνται από σχέσεις και αντιμετώπιση πολλών ζητημάτων κρίσεως καθώς επίσης από αποφάσεις επί αντιθέσεων μεταξύ ανταγωνιζόμενων προσεγγίσεων στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων εκ χρηματοοικονομικών γεγονότων και συναλλαγών. Αυτός υποστηρίζει ότι αυτές δημιουργούν την υποκειμενικότητα καθώς επίσης την ανάγκη για κρίση, χαρακτηριστικά που συνιστούν την μεγάλη δύναμη της λογιστικής και ταυτοχρόνως, την μεγάλη αδυναμία της. Ενώ από την μία μεριά, αυτή χρειάζεται να παραμείνει ευέλικτη αρκετά ούτως ώστε να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει μία μεγάλη ποικιλία καταστάσεων και να τις αντιπροσωπεύει με ακρίβεια στους λογαριασμούς, από την άλλη μεριά αυτή η ευελιξία παρέχει ευκαιρίες για παραποιήσεις, απάτες και λανθασμένες απεικονίσεις.

Αυτές οι δραστηριότητες, οι οποίες ασκούνται από λιγότερο ευσυνείδητα στοιχεία του λογιστικού επαγγέλματος, έχουν γίνει γνωστές ως "δημιουργική λογιστική". Ο Ian Griffiths (1986,) έχει μια δριμύτερη θεώρηση του θέματος αφού ισχυρίζεται ότι κάθε εταιρεία στην χώρα του (Μεγάλη Βρετανία) παίζει κατά κάποιο τρόπο με τα κέρδη της. Κάθε σύνολο δημοσιευόμενων λογαριασμών βασίζεται σε βιβλία που έχουν μαγειρευτεί με προσοχή ή πλήρως ωραιοποιηθεί. Τα στοιχεία που δίδονται δύο φορές τον χρόνο στο επενδυτικό κοινό, έχουν όλα αλλαχθεί προκειμένου να διαφυλαχθεί ο ένοχος. Αυτή η εξαπάτηση γίνεται με τέλειο τρόπο ούτως ώστε να είναι πλήρως νόμιμη και καλείται δημιουργική λογιστική.

Ο Terry Smith (1996), έλαβε μια παρομοίως απαισιόδοξη άποψη όταν αυτός ισχυρίζεται ότι όλοι αισθανθήκαμε πως μέγα μέρος από την ανάπτυξη των κερδών η οποία συνέβη την δεκαετία του 1980 ήταν το αποτέλεσμα συνένωσης λογιστικών τεχνασμάτων παρά αληθούς οικονομικής ανάπτυξης. Αυτός επεξηγεί με παραδείγματα από την πραγματικότητα τις τεχνικές που μεταχειρίστηκαν στην πράξη μερικές από τις ένοχες εταιρείες. Πέρα από τους ερευνητές στο Ενωμένο Βασίλειο, ο John Fielding (1996), από την Αυστραλία επίσης παρουσίασε ότι η δημιουργική λογιστική συνίσταται στην παραγωγή κερδών εκεί όπου δεν υπάρχουν τέτοια στην πραγματικότητα. Αν και αυτό μπορεί μερικές φορές να γίνεται κατά τρόπο ο οποίος να μην βρίσκεται σε συμφωνία με λογιστικά πρότυπα, στις περισσότερες περιπτώσεις συνεπάγεται παραποίηση ή κατάχρηση τους. Αξίζει να σημειώσουμε με βάση τους προαναφερθέντες ορισμούς και τις δηλώσεις ότι η δημιουργική λογιστική συνδέεται απ' ευθείας με τον χειρισμό λογιστικών προτύπων. Ειδικότερα, οι Arnat , Blake και Oliveras (1999) προσθέτουν ότι η διάδοση της δημιουργικής λογιστικής είναι ιδιαίτερος αξιοσημείωτη στο Ενωμένο Βασίλειο σε σύγκριση με: α) Τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης όπως η Γαλλία, Γερμανία ή Ισπανία όπου οι λογιστικοί κανόνες δεν επιτρέπουν ελαστικότητα η οποία καθιστά ικανό τον λογιστή να κάνει επιλογές που τον ευνοούν. β) Τις Η.Π.Α., όπου η παράδοση άγραφων νόμων υπάρχει όπως στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να λεχθεί πως στην πραγματικότητα υπάρχει μακρόχρονη προϊστορία στο Ηνωμένο Βασίλειο, την πρώτη χώρα ουσιαστικά που εγκαθίδρυσε επαγγελματικό λογιστικό σύστημα με σύγχρονη οργάνωση, στην χρήση λογιστικών προτύπων προς ευνοϊκότερη τακτοποίηση των λογαριασμών των εταιριών. Τα λογιστικά πρότυπα έχουν αυξήσει σημαντικά την αξιοπιστία και συγκρισιμότητα των λογιστικών καταστάσεων. Υπάρχουν, όμως, άφθονες εναλλακτικές επιλογές που είναι διαθέσιμες από τα τρέχοντα λογιστικά πρότυπα, οι οποίες αφήνουν στους διευθυντές των εταιριών περισσότερο απ' όσο θα έπρεπε χώρο ελιγμών ο οποίος οδηγεί αναπόφευκτα σε εκείνες τις μεθόδους οι οποίες είναι οι πλέον ευνοϊκές για τις εταιρείες. Αυτό πάλι, μπορεί να ανοίγει παράθυρα για κακή χρήση των προτύπων.

2.5 Παράγοντες που ευνοούν τη δημιουργική λογιστική

Οι αιτίες που αναφέρονται συχνά στη βιβλιογραφία και οφείλονται για τη γένεση της δημιουργικής λογιστικής είναι έντεκα και είναι οι εξής:

2.5.1 Ο δανεισμός από τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα

Οι επιχειρήσεις, προκειμένου να αποκομίσουν τα απαιτούμενα για τη λειτουργία και την ανάπτυξη τους κεφάλαια από τα κάθε είδους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μιας χώρας, πρέπει απαραίτητα να εμφανίζουν, μεταξύ των άλλων, κέρδη στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Για το λόγο αυτό, καταφεύγουν στη δημιουργική λογιστική και με διάφορους τρόπους μεταβάλλουν τα κέρδη τους προς την κατεύθυνση που τους συμφέρει κάθε φορά. Οι τράπεζες με τη σειρά τους, όταν χορηγούν ένα δάνειο, λαμβάνουν υπόψη τους, εκτός από τα κέρδη και το δείκτη αποδοτικότητας της επιχείρησης, και πολλούς άλλους παράγοντες όπως είναι για παράδειγμα το πόσο ισχυρή είναι η διοίκηση της οικονομικής μονάδας, ποια είναι τα προσόντα και η ηλικία των ατόμων που τη στελεχώνουν, ποιες είναι οι προοπτικές της κλπ. Κατά τη διαδικασία αυτή εξετάζεται ακόμα και ο δείκτης γενικής και ειδικής ρευστότητας της επιχείρησης, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης και η κατάσταση ταμειακών ροών (Cash flow). Αν η πορεία των δεικτών αυτών δεν είναι ικανοποιητική, τότε η τράπεζα που χορήγησε το δάνειο μπορεί να ζητήσει τη μερική ή ως και την ολική επιστροφή του από την επιχείρηση.

2.5.2 Η άντληση κεφαλαίων από το Χρηματιστήριο

Στο ελληνικό Χρηματιστήριο υπάρχουν τριών ειδών αγορές: η Κύρια Αγορά, η Παράλληλη Αγορά και η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.). Στην πρώτη εισέρχονται μεγάλες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ικανοποιητικά κέρδη κατά τα τρία τουλάχιστον χρόνια πριν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, ενώ στη δεύτερη διαπραγματεύονται μικρότερες σχετικά επιχειρήσεις. Η τρίτη αγορά είναι για τις πιο μικρές οικονομικές μονάδες.

Σε όποια αγορά, όμως, και αν υπάγεται μια επιχείρηση, για να αντλήσει κεφάλαια από το χρηματιστήριο θα πρέπει να παρουσιάζει κέρδη και ανοδική τάση στον κύκλο εργασιών της διαχρονικά.

Για το λόγο αυτό, άλλωστε, και η διοίκηση της καταφεύγει συχνά στη χρήση της επινοητικής λογιστικής και της μη πραγματοποίησης, για παράδειγμα, προβλέψεων ή αποσβέσεων, ανάλογα με την περίπτωση.

2.5.3 Η μερισματική πολιτική της επιχείρησης

Γενικά η διοίκηση της επιχείρησης προσπαθεί να ακολουθεί μια σταθερά αυξανόμενη μερισματική πολιτική, έτσι ώστε να διατηρεί τους μετόχους της και να μην τους οδηγεί στην πώληση των μετοχών τους, γεγονός το οποίο χωρίς αμφιβολία συνεπάγεται μεταξύ άλλων τη μείωση της τιμής της μετοχής της. Επομένως τα χρόνια που η εταιρία παρουσιάζει υψηλά κέρδη, καταβάλλεται προσπάθεια να εμφανιστούν τα κέρδη αυτά μειωμένα (με τη χρήση δημιουργικής λογιστικής), έτσι ώστε να δοθεί ένα μέρισμα σχετικά σταθερό και παρόμοιο με τις προηγούμενες χρονιές. Αντίθετα, όταν τα κέρδη ενός έτους είναι σχετικά χαμηλά, η διοίκηση της επιχείρησης έχει κάθε λόγο να τα εμφανίσει αυξημένα σε σύγκριση με τα πραγματικά.

Η βασική, λοιπόν, επιδίωξη της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι η «ομαλοποίηση» ή η «ευστάθεια» των κερδών (income smoothing), για της οποίας την επίτευξη απαιτείται είτε η υποβάθμιση είτε ο υπερτονισμός των κερδών, δηλαδή γενικότερα η αυξομείωση τους ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χρονική περίοδο.

2.5.4 Η αποζημίωση ή οι αμοιβές του Διοικητικού Συμβουλίου

Στο εξωτερικό αποτελεί σύνηθες φαινόμενο να είναι διαφορετική η διοίκηση μιας οικονομικής μονάδας από τους μετόχους της, χωρίς βέβαια το γεγονός αυτό να είναι υποχρεωτικό. Κύριο μέλημα των μάνατζερ που απαρτίζουν το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί η αύξηση της αξίας της επιχείρησης με διάφορους τρόπους. Στα άτομα αυτά δίνονται πολλές φορές και αποζημιώσεις στη βάση ορισμένων συμφωνιών, αν δηλαδή τα κέρδη φτάσουν σε κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο.

Επομένως είναι λογικό η διοίκηση των επιχειρήσεων αυτών να κάνει χρήση της δημιουργικής λογιστικής κατά τέτοιο τρόπο που να την συμφέρει, ώστε να κρατά σχετικά σταθερά τα κέρδη.

Και ο λόγος είναι ότι αν προσπαθεί διαρκώς να τα αυξήσει με το σκεπτικό να αποκτήσει μεγαλύτερη αποζημίωση, η πιο πιθανή κατάληξη θα είναι η αποτυχία, καθώς με τον τρόπο αυτό δημιουργεί ένα κακό προηγούμενο. Είναι φανερό ότι δεν μπορεί εκ των προτέρων να γνωρίζει αν οι δραστηριότητες της εταιρίας στις χρήσεις που έπονται θα είναι σε θέση να ανταποκριθούν στα κέρδη αυτά. Για το λόγο αυτό προσπαθεί, είτε να διατηρεί σε σταθερό επίπεδο τα κέρδη της επιχείρησης, είτε να καθορίζει ένα περιθώριο επιθυμητών κερδών, δηλαδή να αναφέρει από την αρχή ότι τα κέρδη επιθυμεί να κυμαίνονται μέσα σε ένα συγκεκριμένο όριο. Το τελευταίο είναι και η πρακτική που συναντάται και πιο συχνά.

2.5.5 Η κερδοσκοπία της διοίκησης επί της τιμής της μετοχής

Στις περισσότερες περιπτώσεις, η διοίκηση μιας μονάδας κατέχει μετοχές της επιχείρησης. Έχοντας, μάλιστα, γνώση των τεκταινόμενων στο εσωτερικό της εταιρίας και έχοντας πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση που αφορά για παράδειγμα στο μέρισμα που θα δοθεί στους μετόχους μετά από μήνες ή στο χρονικό σημείο της πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, μπορεί σαφώς να προσδιορίσει σωστότερα τη χρονική στιγμή για να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές και να πραγματοποιήσει έτσι κέρδη πριν από τους υπόλοιπους μετόχους. Η νομοθεσία, βέβαια, κάτι τέτοιο το απαγορεύει και για το λόγο αυτό θέτει ορισμένους περιορισμούς ως προς το ποσό των πωλούμενων μετοχών ή επιβάλλει τη δημόσια αναγγελία της πώλησης πριν την πραγματοποίηση της κλπ.

2.5.6. Το πολιτικό κόστος

Στο εξωτερικό κυρίως, όταν διαπιστωθεί ότι μια επιχείρηση πραγματοποιεί υψηλά κέρδη, εγείρεται το ενδιαφέρον της κυβέρνησης με σκοπό να εξακριβωθεί η ύπαρξη ή όχι μονοπωλιακού καθεστώτος. Έχουν θεσπιστεί, μάλιστα, και ειδικοί περιορισμοί κατά των μονοπωλίων. Επομένως η επιχείρηση που παρουσιάζει για κάποια χρόνια υψηλά κέρδη έχει σίγουρα συμφέρον να κάνει χρήση ορισμένων «τεχνασμάτων» της δημιουργικής λογιστικής με στόχο να μειώσει τα κέρδη της και να μην τραβήξει την προσοχή της πολιτείας.

2.5.7 Η πίεση από τους θεσμικούς επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως είναι για παράδειγμα οι τράπεζες, οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, πιέζουν τις επιχειρήσεις να πραγματοποιούν και να εμφανίζουν υψηλά κέρδη, να διανέμουν μεγάλα μερίσματα και να οδηγούνται διαχρονικά στην αύξηση της τιμής της μετοχής τους. Μάλιστα, είναι πιθανό να ασκούν πίεση απλά και μόνο για τη σταθεροποίηση των κερδών των εταιριών. Οι θεσμικοί αυτοί επενδυτές συνήθως αρχίζουν να πωλούν τις μετοχές τους προς το τέλος του έτους, έτσι ώστε να παρουσιάσουν στις δικές τους χρηματοοικονομικές καταστάσεις κέρδη και στη συνέχεια τις επαναγοράζουν κατά τη διάρκεια της νέας χρήσης. Επιλέγουν, μάλιστα, «γερά» χαρτιά συνήθως και γενικότερα μετοχές που έχουν προοπτικές ανάπτυξης.

2.5.8 Η πίεση από τα εργατικά συνδικάτα

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι τα κέρδη μιας επιχείρησης αποτελούν μια βάση διαπραγμάτευσης μεταξύ των εργατικών συνδικάτων και της διοίκησης της εταιρίας για τους μισθούς που χορηγούνται στο προσωπικό της. Όταν τα κέρδη χρήσεως είναι αυξημένα, τα εργατικά συνδικάτα πιέζουν τις διοικήσεις των οικονομικών μονάδων για αυξήσεις των μισθών ή των ημερομισθίων τους. Είναι, λοιπόν, λογικό στην περίπτωση αυτή να επινοούν οι επιχειρήσεις διάφορους τρόπους ή «τεχνάσματα» της δημιουργικής λογιστικής προκειμένου να μειώσουν τα αυξημένα κέρδη μιας συγκεκριμένης χρονιάς. Αντίθετα, όταν τα κέρδη χρήσεως είναι χαμηλά, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να τα παρουσιάσουν αυξημένα, έτσι ώστε να μην προκληθεί φόβος και ανασφάλεια στο προσωπικό τους. Συνεπώς, γίνεται φανερό ότι η διοίκηση κάθε εταιρίας επιδιώκει να διατηρήσει τα κέρδη σε ένα σχετικά σταθερό επίπεδο από χρήση σε χρήση.

2.5.9. Η πίεση από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές

Στο εξωτερικό είναι σύνηθες το φαινόμενο οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να λειτουργούν προς όφελος των θεσμικών επενδυτών. Βασίζονται περισσότερο στην πληροφόρηση που έχουν εκείνοι για την επιχείρηση που εξετάζεται κάθε φορά, καθώς και στα μοντέλα που δημιουργούν, ενώ δίνουν λιγότερη σημασία στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται (λόγω των μειονεκτημάτων που παρουσιάζουν ή λόγω της μη καλής γνώσης της λογιστικής εκ μέρους τους). Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές καταρτίζουν προϋπολογιστικές καταστάσεις και πιέζουν τις διοικήσεις των οικονομικών μονάδων να έχουν απολογιστικές καταστάσεις που προσεγγίζουν τις προϋπολογιστικές. Συνεπώς, είναι συμφέρον και για τις δύο πλευρές, τόσο για τους αναλυτές τόσο και για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων, να μην υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις. Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις καταφεύγουν στην δημιουργική λογιστική.

2.5.10 Η προσπάθεια φοροδιαφυγής των επιχειρήσεων

Η γενεσιουργός αυτή αιτία της δημιουργικής λογιστικής υφίσταται κυρίως στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες στην προσπάθεια τους να αποφύγουν όσο το δυνατόν περισσότερη φορολογική επιβάρυνση, μειώνουν τα κέρδη τους καταφεύγοντας σε διάφορα «τεχνάσματα». Εξασφαλίζουν, μάλιστα, με τον τρόπο αυτό και αρκετά κεφάλαια για την αυτοχρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Η συγκεκριμένη αιτία συναντάται ιδιαίτερα στην Ελλάδα, όπου οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι μικρομεσαίες, οπότε και στρέφονται στην δημιουργική λογιστική για να «χειραγωγήσουν» τα κέρδη τους προς τα κάτω.

2.5.11 Ο ανταγωνισμός των οικονομικών μονάδων

Πολλές επιχειρήσεις, στην προσπάθεια τους να εμφανιστούν ισχυρές στην αγορά όπου και δραστηριοποιούνται, καταφεύγουν στη δημιουργική λογιστική με σκοπό να παρουσιάσουν όσο το δυνατόν υψηλότερα τα κέρδη τους. Άλλες πάλι, επειδή ακριβώς δεν επιθυμούν να προσελκύσουν περισσότερες οικονομικές μονάδες - ανταγωνιστές στον ίδιο κλάδο, προσπαθούν μέσω της δημιουργικής λογιστικής να υποβαθμίσουν την κερδοφορία τους και τις υπάρχουσες προοπτικές ανάπτυξης του συγκεκριμένου κλάδου.

2.5.12 Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων

Στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων ή και των εξαγορών διάφορων επιχειρήσεων, η χρήση της δημιουργικής λογιστικής αποβλέπει κυρίως στην αύξηση των κερδών των εμπλεκόμενων οικονομικών μονάδων, με σκοπό φυσικά την απόκτηση περισσότερων κεφαλαίων από τη συγχώνευση ή την εξαγορά αντίστοιχα. Γενικότερα, στις περιπτώσεις αυτές οι επιχειρήσεις καταβάλλουν προσπάθειες να βελτιώσουν την προς τα έξω εικόνα τους (το γνωστό "lifting"), έτσι ώστε να αποκομίσουν περισσότερα χρήματα από την κάθε επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθηθεί.

2.6 Δημιουργική Λογιστική και Χειραγώγηση κερδών

Τα εταιρικά κέρδη, όπως αποκαλούνται ορισμένες φορές «σημείο κλειδί», είναι σίγουρα το πιο αξιοπρόσεκτο μέγεθος στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Καταδεικνύουν το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση έχει αναμιχθεί με προσθετικές της αξίας της δραστηριότητες και δίνουν το στίγμα που εξυπηρετεί την απευθείας ανακατανομή πόρων στις κεφαλαιαγορές. Στην πραγματικότητα άλλωστε η θεωρητική αξία της μετοχής μιας εταιρείας δεν είναι παρά η παρούσα αξία των μελλοντικών κερδών.

Αυξανόμενα κέρδη αντιπροσωπεύουν αύξηση στην εταιρική αξία ενώ μειούμενα κέρδη σηματοδοτούν μείωση της εταιρικής αξίας. Δεδομένης της σημασίας των κερδών δεν είναι περίεργο το ενδιαφέρον που εκδηλώνεται από τις διοικήσεις των εταιρειών σχετικά με το πως δημοσιοποιούνται. Για αυτό άλλωστε σε όλες τις εταιρείες οι υπεύθυνοι λογιστηρίων ενδιαφέρονται πρωτίστως για τις επιπτώσεις των λογιστικών τους μεθόδων στην εικόνα της επιχείρησης. Είναι δε τόσο μεγάλη η έμφαση που δίνεται ώστε όπως προκύπτει από μια πολύ ενδιαφέρουσα έρευνα που διεξήχθη στις Η.Π.Α. (Graham et. al. 2005) και απευθύνθηκε σε περισσότερους από 400 managers με σκοπό να καταγραφούν οι κυριότεροι παράγοντες που καθοδηγούν τις αποφάσεις για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση (financial disclosure), το 78% των συμμετεχόντων παραδέχθηκε ότι θα θυσιάζαν ακόμη και την μακροπρόθεσμη ευημερία της επιχείρησης τους προκειμένου να μην αλλοιώσουν ή διαταράξουν την εικόνα και την τάση των αποτελεσμάτων. Γίνεται έτσι σαφές πως οι σημερινοί managers μέσα σε όλα αυτά που μαθαίνουν πρέπει να συμπεριλάβουν και την εκμάθηση της μεθοδολογίας διαχείρισης των κερδών (earnings management).

Έχουν δοθεί αρκετοί ορισμοί για το τι είναι διαχείριση των κερδών (earnings management). Δύο παρόμοιοι ορισμοί που είναι και οι επικρατέστεροι προέρχονται από τον ακαδημαϊκό χώρο: Η Shipper (1989) αναφέρει πως διαχείριση των κερδών είναι «η επί σκοπού παρέμβαση στην διαδικασία γνωστοποίησης των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχείρησης για την αποκόμιση ιδιωτικού οφέλους». Οι Healy και Wahlen (1999) δίνουν τον ακόλουθο ορισμό «η υπό την κρίση της διοίκησης παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης με τέτοιο τρόπο ώστε, χωρίς να παραβιάζονται οι λογιστικοί κανόνες και πρότυπα να παραπλανούνται οι ενδιαφερόμενοι για την πραγματική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης».

Από τους παραπάνω ορισμούς γίνεται σαφές ότι η χρήση λογιστικών τεχνασμάτων από τις επιχειρήσεις δεν συνιστά αναγκαστικά παράνομη ενέργεια. Έτσι το ενδιαφέρον επικεντρώνεται αφενός στην επάρκεια των λογιστικών προτύπων και αφετέρου στην ικανότητα των εμπλεκόμενων (χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, ελεγκτές) να διαγνώσουν και να μετριάσουν, αν όχι να επιλύσουν, το πρόβλημα. Ο όρος παραποίηση αναφέρεται σε εκούσια, εσκεμμένη ενέργεια από ένα ή περισσότερα άτομα της διοίκησης, των εργαζομένων ή τρίτου μέρους που έχει ως αποτέλεσμα την ψευδή παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων. Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις περιπτώσεις όπου η κρίση, διακριτικότητα, προαίρεση της διοίκησης οδηγεί σε διαχείριση των αποτελεσμάτων: η διακριτικότητα στην μέθοδο, την εκτίμηση και την δομή. Η διακριτικότητα στην μέθοδο (method discretion) περιλαμβάνει για παράδειγμα την επιλογή μεταξύ LIFO και FIFO.

Η διακριτικότητα στην εκτίμηση (estimation discretion) περιλαμβάνει π.χ. αποφάσεις για την ωφέλιμη διάρκεια ζωής ή τα ποσοστά απόσβεσης για τα περιουσιακά στοιχεία, τον υπολογισμό των μη εισπράξιμων χρεογράφων ή των απαξιωμένων αποθεμάτων κλπ. Γενικά, οι λογιστικές επιλογές που συνιστούν διαχείριση των κερδών 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 μόνες ή σε συνδυασμό με άλλες πρακτικές για κάποιες διαδοχικές περιόδους. 5. Θα πρέπει να επιτρέπουν στη διοίκηση να μειώσει τη διακύμανση των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων. 6. Δεν πρέπει να δεσμεύουν την επιχείρηση για μελλοντικές περιόδους.

2.7 Κίνητρα για εικονική αύξηση κερδών

Μια οπτική γωνία για τα κίνητρα διαχείρισης των κερδών υποστηρίζει πως οι managers επιδιώκουν κέρδη κυρίως για την προσωπική τους ασφάλεια και εμπλουτισμό. Σύμφωνα με την άποψη αυτή κάτι τέτοιο συμβαίνει για να :

- Μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση τους, συμπεριλαμβανομένων bonus και μερισμάτων
- Διατηρήσουν δύναμη ή ασφάλεια στη εργασία τους
- Πάρουν προαγωγή

Από μια άλλη οπτική γωνία υποστηρίζεται πως οι άνθρωποι σε διευθυντικές θέσεις επιδιώκουν κέρδη κυρίως για να ωφελήσουν την εταιρία. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, το κάνουν για να :

- Μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής της επιχείρησης και συνεπώς την αξία της
- Ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα χρεοκοπίας
- Αποφύγουν την παραβίαση περιοριστικών όρων που αφορούν χρέη
- Ελαχιστοποιήσουν κανονιστικές παρεμβάσεις (για παράδειγμα, ελαχιστοποιώντας τα αναφερόμενα κέρδη έτσι ώστε μια επιχείρηση να μην μπορεί να κατηγορηθεί για μονοπωλιακή πρακτική ή αντικαταναλωτική συμπεριφορά).

Οι παραπάνω δυο απόψεις δεν συγκρούονται απαραίτητα. Ο manager μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να κινητοποιείται από προσωπικά και εταιρικά συμφέροντα. Σίγουρα δεν είναι ασυνήθιστο για τα διευθυντικά στελέχη να ωφελούνται προσωπικά ακόμα και αν η επιχείρηση δεν πηγαίνει καλά οικονομικά.

Μια προφανής περίπτωση όπου τα προσωπικά και εταιρικά ενδιαφέροντα συμπίπτουν είναι όταν ένα στέλεχος κατέχει ένα σημαντικό αριθμό μετοχών στην επιχείρηση.

2.7.1 Μεγιστοποίηση αποζημίωσης στελεχών

Οι managers τυπικά αμείβονται με ένα μισθό και κάποιο bonus το ύψος του οποίου εξαρτάται από την επίτευξη ενός συνδυασμού βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κινήτρων. Τα κίνητρα συχνά συνδέονται με λογιστικούς αριθμούς. Επίσης ένα άλλο σύνηθες μακροπρόθεσμο κίνητρο μπορεί να είναι ένα μετοχικό δικαίωμα προαίρεσης (stock-option) το οποίο έχει αξία μόνο εάν οι τιμές των μετοχών της εταιρίας ξεπερνούν κάποιο κατώτατο σημείο.

Εταιρείες χρησιμοποιούν μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα προγράμματα μέτρησης αποδοτικότητας συνδεδεμένα με τα δημοσιευμένα λογιστικά μεγέθη. Οι ακόλουθες λογιστικές μετρήσεις, οι οποίες συνδέονται κυρίως με τα καθαρά κέρδη ή την ταμειακή ρευστότητα, συχνά χρησιμοποιούνται σε σχέδια αποζημίωσης στελεχών :

- Ταμειακές ροές
- Απόδοση επί μετοχών (return on equity)
- Απόδοση επί επενδυμένων κεφαλαίων (return on assets)
- Κέρδη ανά μετοχή (EPS)
- Λειτουργικά ή καθαρά κέρδη
- Συνολικές αποδόσεις μετόχων .

Έτσι, δεδομένου ότι πολλές εταιρίες συνδέουν την αποζημίωση των στελεχών με τα λογιστικά αποτελέσματα που θα παρουσιάσει η επιχείρηση, δεν θα αποτελούσε έκπληξη το ότι οι managers προσπαθούν να επιτύχουν τους εκάστοτε λογιστικούς αριθμούς-στόχους ούτως ώστε να μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση τους.

Αυτό το φαινόμενο έχει επιβεβαιωθεί από αρκετές εμπειρικές μελέτες. Ενδεικτικά, ο Healy (1985) στην μελέτη του, η οποία εξέταζε ενέργειες που είχαν αναληφθεί από managers όταν το ετήσιο bonus συνδεόταν με τα δημοσιευμένα αποτελέσματα, βρήκε πως όταν τα κέρδη αναμενόταν να υπερβούν το ανώτατο σημείο του bonus (το σημείο όπου το μέγιστο bonus θα καταβαλλόταν) οι managers χρησιμοποιούσαν λογιστικές τεχνικές που άπτονταν της διακριτικής τους ευχέρειας (discretionary

accounting options) προκειμένου να περιορίσουν τα έξοδα στο τρέχον έτος και να μετατοπίσουν το «περίσσευμα» σε επόμενα έτη.

Επίσης, όταν τα κέρδη βρισκόταν κάτω από το κατώφλι του bonus (το σημείο όπου το bonus δεν εισπράττεται) οι managers χρησιμοποιούσαν και πάλι την διοικητική τους προαίρεση (managerial discretion) ως προς τις λογιστικές τεχνικές ώστε αυτή τη φορά να περιορίσουν τα κέρδη ακόμα περισσότερο, μεταφέροντας έτσι ένα μέρος αυτών (των κερδών) στο μέλλον.

Καταλήγοντας λοιπόν θα λέγαμε, πως πολλά στελέχη χειραγωγούν τα εμφανιζόμενα κέρδη, επειδή οι επιχειρήσεις τους δίνουν το κίνητρο να το κάνουν. Στην πραγματικότητα, μόνο τα ανόητα στελέχη θα αγνοούσαν τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς όταν η προσωπική τους αποζημίωση εξαρτάται από αυτούς. Επαναλαμβάνουμε πάντως πως, παρά την προσωπική πίεση ή τα κίνητρα ένα στέλεχος θα έπρεπε να κάνει αυτές τις επιλογές που επιτρέπονται από τα GAAP και αντικατοπτρίζουν κατάλληλα την οικονομική πραγματικότητα των επιχειρήσεων.

2.8 Διαχείριση Κερδών σε Περιόδους Κρίσης

Όσο μεγαλύτερη και πιο άμεση είναι η σχέση των κερδών, που παρουσιάζει μία επιχείρηση, με την αγορά τόσο περισσότερες πληροφορίες μπορούν να πάρουν από αυτή οι επενδυτές οπότε και μικρότερη θα είναι η χειραγώγηση των κερδών. Συγκεκριμένα, η έκταση της διαχείρισης κερδών σε μία επιχείρηση εξαρτάται από τον κύκλο της οικονομικής της δραστηριότητας και η πρόθεση των μάνατζερ να υπερεκτιμούν τα κέρδη μίας επιχείρησης είναι αντιστρόφως ανάλογη με την σχέση μεταξύ των κερδών και της δημοσιοποίησής τους στην αγορά, για τον λόγο ότι ειδικά σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης όπου υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δημοσιευμένων κερδών και της αγοράς, οπότε και οι επενδυτές δίνουν λιγότερη βάση στα δημοσιευμένα κέρδη και περισσότερο στις πληροφορίες που μπορούν να συλλέξουν από την αγορά και τις αναφορές των άλλων επιχειρήσεων. Στη περίπτωση αυτή οι μάνατζερ έχουν μικρότερο κίνητρο για να προβούν στη χειραγώγηση των κερδών.

Από την άλλη, κατά τη διάρκεια περιόδων ύφεσης όπου και τα κέρδη μίας επιχείρησης έχουν μικρή συσχέτιση με την αγορά, οι επενδυτές συλλέγουν ελάχιστες πληροφορίες από τις αναφορές των άλλων επιχειρήσεων, οπότε δίνουν περισσότερη βάση στα δημοσιευμένα κέρδη της συγκεκριμένης επιχείρησης. Στη περίπτωση αυτή οι μάνατζερ, με σκοπό να παρουσιάσουν υψηλές χρηματιστηριακές τιμές, οδηγούνται πιο εύκολα στη χειραγώγηση των κερδών. Επιπλέον, η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης παρά τις προσπάθειες μείωσης κινδύνου η οποία προκύπτει από την διαφοροποίηση επενδύσεων. Το αποτέλεσμα αυτό πηγάζει από το γεγονός ότι η στρατηγική για χειραγώγηση των κερδών από τους μάνατζερ εξαρτάται από την κατάσταση της οικονομίας κάθε φορά.

Καθώς η χειραγώγηση των κερδών μειώνει την αξία της επιχείρησης, οι διαφορές σε σχέση με την έκταση της χειραγώγησης κατά τον κύκλο της οικονομικής δραστηριότητας μίας επιχείρησης επηρεάζει τη δομή συσχέτισης των ταμειακών ροών μίας επιχείρησης με την αγορά. Συγκεκριμένα, στη περίπτωση που οι μάνατζερ είναι πιθανότερο να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών σε “κακούς καιρούς”, αυτό θα προκαλούσε με τη σειρά του μεγαλύτερη μείωση της αξίας μίας επιχείρησης όταν η οικονομία θα παρουσίαζε πτώση και η οριακή χρησιμότητα της κατανάλωσης θα ήταν υψηλή.

Έτσι, το ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο θα επιβάλλει ένας επενδυτής για να επενδύσει σε μία μετοχή θα αυξηθεί. Κρίνοντας από τη μεριά των επιχειρήσεων, όσες θα προβούν οπότε σε διαχείριση των κερδών κατά τη περίοδο ύφεσης θα έρθουν αντιμέτωπες με υψηλότερο κόστος κεφαλαίου από αυτές που θα παρουσιάσουν χειραγώγηση των κερδών κατά περιόδους οικονομικής ανάπτυξης.

2.9 Η Διαχείριση των κερδών και οι επιδράσεις της

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

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

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

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

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

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

Αντίθετα, όταν μία εταιρεία υπερεκτιμά τις υποβαθμίσεις των παγίων περιουσιακών στοιχείων ή των άυλων περιουσιακών στοιχείων με μικρή ωφέλιμη διάρκεια ζωής (ένα αρνητικό στοιχείο δεδουλευμένου που μειώνει τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων), η αντιστροφή θα εμφανίζεται σταδιακά σε πολλές μεταγενέστερες περιόδους μέσω της μείωσης των υποτιμήσεων ή των δαπανών λόγω των αποσβέσεων. Μία άλλη δαπάνη λόγω των μη ανιχνεύσιμων διαχειρίσεων των κερδών είναι η επίδραση επί του φορολογητέου εισοδήματος και της πιθανότητας ενός φορολογικού ελέγχου. Ενώ οι επιλογές στις οικονομικές αναφορές και εκτιμήσεις δεν επηρεάζουν υποχρεωτικά τις φορολογικές δηλώσεις, οι επιχειρήσεις με συνολικό ενεργητικό των 10 εκατ. δολαρίων ή περισσότερο υποχρεούνται να παρέχουν στην εφορία μία συμφωνία στοιχείων της χρηματοοικονομικής λογιστικής για το καθαρό εισόδημα με το φορολογητέο εισόδημα, το οποίο η εφορία χρησιμοποιεί για να εκτιμήσει τον κίνδυνο συμμόρφωσης.

2.10 Εντοπισμός Χειραγώγησης

2.10.1 Χειραγώγηση των κερδών ως χειραγώγηση των δεδουλευμένων (earnings management as accrual management)

Ένας γενικός ορισμός που θα μπορούσε να δοθεί για τη χειραγώγηση των κερδών είναι η εν δυνάμει χρησιμοποίηση των δεδουλευμένων (accruals) με τέτοιο τρόπο ώστε να προκύπτουν ιδιωτικά οφέλη για τους διοικούντες των εταιρειών. Οι ακόλουθες σχέσεις είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την κατανόηση της έννοιας της χειραγώγησης των κερδών ως προϊόν της χειραγώγησης των δεδουλευμένων:

1. Συνολικά Δεδουλευμένα = Δημοσιευμένα Λειτουργικά Κέρδη – Λειτουργικές Ταμειακές Ροές
2. Total accruals = normal accruals + discretionary accruals

Ενώ τα μη-διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα είναι λογιστικής φύσεως ρυθμίσεις επί των ταμειακών ροών όπως υπαγορεύονται από τους λογιστικούς κανόνες και πρότυπα, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων και ως εκ τούτου το ύψος τους είναι ενδεικτικό του βαθμού στον οποίο τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ωραιοποιημένα.

Η συνήθης προσέγγιση για τον υπολογισμό των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης των συνολικών δεδουλευμένων με μεταβλητές (proxies) που αντιπροσωπεύουν τα κανονικά δεδουλευμένα. Μη κανονικά ή διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα θεωρούνται το μη ερμηνεύσιμο υπόλοιπο (κατάλοιπα) των συνολικών δεδουλευμένων. Επιπροσθέτως της χρήσης των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ως μέτρο για τον βαθμό διαχείρισης των κερδών, πολλές ακαδημαϊκές μελέτες παρέχουν αποδείξεις για συγκεκριμένους τύπους δεδουλευμένων και λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται για το σκοπό αυτό.

Παραδείγματα εξειδικευμένων δεδουλευμένων που έχει βρεθεί ότι υιοθετούνται για τη χειραγώγηση των αποτελεσμάτων περιλαμβάνουν:

1. διενέργεια αποσβέσεων την περίοδο εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο,

2. προβλέψεις επισφαλειών επί απαιτήσεων τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών
3. προβλέψεις για αναβαλλόμενους φόρους.

2.11 Υπόδειγμα δεδουλευμένων : Συνολικά δεδουλευμένα

Για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων χρησιμοποιείται η μέθοδος του ισολογισμού .Μέσω της **μεθόδου του ισολογισμού** τα συνολικά δεδουλευμένα υπολογίζονται ως εξής:

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t + \Delta DCL_t - DEP_t$$

Όπου ΔCA_t είναι η μεταβολή των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού το χρόνο t , $\Delta Cash_t$ η μεταβολή των διαθεσίμων το χρόνο t , ΔCL_t η μεταβολή των βραχυπρόθεσμων στοιχείων του παθητικού το χρόνο t , ΔDCL_t η μεταβολή των τραπεζικών υποχρεώσεων που συμπεριλαμβάνονται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις το χρόνο t και DEP_t είναι το ύψος των αποσβέσεων στο χρόνο t .

2.12 Υπόδειγμα διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων: Υπόδειγμα Jones

Το υπόδειγμα της Jones (1991) είναι το πιο δημοφιλές στην σχετική βιβλιογραφία. Σκοπός του υποδείγματος είναι να αναγνωρίσει τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν το ύψος των κανονικών δεδουλευμένων μιας επιχείρησης.

Συγκεκριμένα, με τη χρήση της γραμμικής παλινδρόμησης διαπιστώνεται ότι το ύψος των κανονικών δεδουλευμένων μιας επιχείρησης είναι συνάρτηση της μεταβολής των πωλήσεων της από τη μια χρονιά στην άλλη καθώς και του μεγέθους των παγίων στοιχείων της :

$$TA_i/A_{it-1} = a(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1}) + e_{it}$$

Όπου

TAit : Σύνολο Δεδουλευμένων(total accruals)

Ait : Σύνολο Ενεργητικού(total assets)

ΔREV_{it} : η διαφορά των εσόδων μεταξύ του έτους t και του t-1

PPEit : Τα πάγια στοιχεία (PROPERTY, PLANT & EQUIP-GROSS)

i=1,.....N δείγμα εταιριών

t-1,.....T έτος πριν την έκδοση

2.13 Θεσμικό πλαίσιο

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι ανεξάρτητη αρχή με διοικητική αυτοτέλεια και ρυθμίζει τα θέματα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων (Ε&Σ) επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα η Επιτροπή αποφασίζει, γνωμοδοτεί και ενεργεί για θέματα που υπάγονται στην αρμοδιότητά της. Ε&Σ πραγματοποιείται όταν α) συγχωνεύονται με κάθε τρόπο δύο ή περισσότερες προηγουμένως ανεξάρτητες επιχειρήσεις β) ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μία επιχείρηση, ή μία ή περισσότερες επιχειρήσεις, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Με απόφαση της Επιτροπής Ανταγωνισμού απαγορεύεται κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων, που υπόκειται σε προηγούμενη γνωστοποίηση και η οποία μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό, σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών, τμήμα της και ιδίως με τη δημιουργία ή ενίσχυση δεσπίζουσας θέσης. Στην Ελλάδα, το πρώτο “κύμα” Ε&Σ που λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1998-99 αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών.

Οι Ε&Σ έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο την τάξη των εταιρικών μεγεθών, όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Παραδοσιακά ωστόσο, ένας σημαντικός αριθμός εξαγορών δεν επιφέρει σημαντικές μεταβολές στην μετοχική σύνθεση των εμπλεκόμενων εταιρειών αφού πραγματοποιείται στα πλαίσια της εσωτερικής αναδιοργάνωσης ομίλων εταιρειών στην προσπάθειά τους για εξορθολογισμό της οργανωτικής δομής και λειτουργίας τους.

Πέραν των ενδοεταιρικών συναλλαγών πάντως συγκεκριμένοι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες επιλέγουν να συμμετάσχουν με μειωηφικό ποσοστό σε άλλες εταιρείες ενδέχεται να περιλαμβάνουν την επιθυμία για περιορισμό του κινδύνου της επένδυσης, την περιορισμένη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από τη μεριά των επενδυτών καθώς και την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων χωρίς να παραχωρείται ο έλεγχος από τη μεριά των πωλητών.

Η προώθηση των επενδύσεων μέσω εξαγορών στην οποία στοχεύουν ο νέος αναπτυξιακός νόμος, η παράταση των φορολογικών κινήτρων για συγχωνεύσεις, η σταδιακή μείωση της φορολογίας εταιρειών καθώς και οι απαιτήσεις των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) είναι στοιχεία που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη. Ειδικότερα η εφαρμογή των ΔΠΧΠ στις εξαγορές εισηγμένων έχει ως συνέπεια την αυξημένη διαφάνεια μέσω μιας σειράς επερχόμενων αλλαγών:

- Κατάργηση της μεθόδου συνένωσης συμφερόντων (σε όλες τις επιχειρηματικές συνενώσεις θα πρέπει να είναι αναγνωρίσιμος ο αγοραστής και η συνένωση να καταγράφεται ως εξαγορά).
- Ξεχωριστή αναγνώριση και αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγορασθείσας εταιρείας (πχ εμπορικά σήματα, συμβάσεις, πελατολόγιο, άδειες) .
- Αποτίμηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων της εξαγορασθείσας στη δίκαιη αξία τους.
- Η υπεραξία υπολογίζεται πλέον ως η διαφορά μεταξύ της δίκαιης αξίας του τιμήματος της εξαγοράς και της δίκαιης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτώνται.
- Κατάργηση της πρακτικής απόσβεσης και άμεσης διαγραφής της υπεραξίας.
- Δημοσίευση λεπτομερών στοιχείων για την προκύπτουσα υπεραξία και τους ελέγχους απομείωσης.
- Ενοποίηση στις οικονομικές καταστάσεις των μητρικών εταιρειών όλων των εταιρειών που ασκεί έλεγχο ή δεσπάζουσα επιρροή (παύει να ισχύει η μη ενοποίηση εταιρειών λόγω μη συναφούς αντικειμένου).

Επιπρόσθετα, το τοπίο των εξαγορών αναμένεται στο μέλλον να επηρεαστεί από τις εξελίξεις που σχετίζονται με τις προβληματικές επιχειρήσεις οι πιστωτές των οποίων θα αντιμετωπίσουν μεγαλύτερη πίεση προκειμένου να εξετάσουν όλες τις πιθανές λύσεις σχετικά με τις απαιτήσεις τους.

Πιστεύουμε ότι η βελτίωση του Δικαίου εξυγίανσης και εκκαθάρισης τέτοιων επιχειρήσεων είναι απαραίτητη και θα υποστηρίξει όχι μόνο τις παραπάνω συναλλαγές αλλά και την εξυγίανση της οικονομίας.

2.14 Παράγοντες που επηρεάζουν τη σχέση τιμής μετοχής και Earnings management

2.14.1 Το Πληροφοριακό Περιεχόμενο των Τιμών των Μετοχών

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.

-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.

- Η δεύτερη υπόθεση υποστηρίζει ότι οι μάνατζερς χρησιμοποιούν την εξομάλυνση των κερδών ώστε να αποκαλύψουν ιδιωτική πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία της εταιρίας 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.

2.14.2 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 επανασύσταση 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. Το Earnings Management που δεν έχει εντοπιστεί 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.

Κεφάλαιο 3^ο

3.1.Επισκόπηση μελετών ως προς την μακροχρόνια αποδοτικότητα

3.1.1. Σε όρους Λογιστικών Μεγεθών

Διάφορες πρόσφατες προγενέστερες εμπειρικές μελέτες έχουν επισημάνει και καταγράψει το γεγονός ότι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου παρουσιάζουν χαμηλές αποδόσεις τόσο στις Η.Π.Α. όσο και σε άλλες χώρες. Συγκεκριμένα εταιρείες που προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου εμφανίζουν ιδιαίτερα χαμηλές αποδόσεις για πέντε έτη κατόπιν της αύξησης αντιθέτως παρουσιάζουν μια απότομη άνοδο, της χρηματιστηριακής τους απόδοσης, τη χρονιά πριν από την αύξηση. Η εμπειρική μελέτη των Loughran και Ritter έχει ως στόχο να δείξει την ύπαρξη του άνω φαινομένου καθώς και το γεγονός ότι οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι δυσανάλογα υψηλής ανάπτυξης εταιρείες, αλλά έχουν πολύ χαμηλότερες μεταγενέστερες χρηματιστηριακές αποδόσεις σε αντίθεση με εταιρείες, με τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης, που δεν διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Loughran και Ritter συνδέουν την απόδοση της τιμής των μετοχών εταιρειών που έχουν προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με τη λειτουργική τους απόδοση, η σύνδεση αυτή πραγματοποιείται μέσω τεσσάρων ερωτημάτων. Πρώτον, εάν η λειτουργική απόδοση των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μετά από την αύξηση επιδεινώνεται σε σχέση με συγκρίσιμες εταιρείες που δεν διενεργούν. Δεύτερον, εάν τα πρότυπα των εταιρειών που διενεργούν μεγάλη αύξηση κεφαλαίου είναι διαφορετικά από εκείνα των εταιρειών που διενεργούν μικρή αύξηση κεφαλαίου. Τρίτον, θέτουν το ερώτημα: είναι οι διευθυντές των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για τις κεφαλαιουχικές δαπάνες τόσο υπεραισιόδοξοι όσο και οι επενδυτές. Τέλος, δεδομένου ότι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τείνουν να αναπτύσσονται ταχέως και οι ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες εμφανίζουν έντονη επιστροφή στη μέση τιμή και στο ρυθμό ανάπτυξης και στις αποδόσεις των μετοχών, υπάρχει επίδραση των ανεξάρτητων νέων μετοχών όταν γίνει έλεγχος της ανάπτυξης.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την εμπειρική μελέτη είναι ένα δείγμα που αποτελείται από μετοχές εταιρειών διενέργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από το 1979 έως το 1989 στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, της Αμερικής και της αγοράς του Nasdaq. Από το άνω δείγμα αποκλείστηκαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ρυθμιζόμενες αγορές κοινής ωφελείας. Επειδή, οι Loughran και Ritter εξετάζουν τη λειτουργική απόδοση εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πολλών χρήσεων, ακολούθησαν τη διαδικασία των Healy και Paleu (1990) και απέκλεισαν τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που έχει διενεργήσει η ίδια εταιρεία κατά τη διάρκεια των πέντε χρόνων μετά από την αύξηση που περιλαμβάνεται στο δείγμα. Ένας επιπλέον περιορισμό που έλαβαν υπόψη τους είναι ότι η λογιστική αξία των στοιχείων Ενεργητικού των εταιρειών του δείγματος, κατά τη λήξη της χρήσης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, να είναι τουλάχιστον \$20 εκατομμύρια, μετρημένη σε δολάρια της αγοραστικής δύναμης του 1993. Η μελέτη περιλαμβάνει 1.338 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου όπου 24% του δείγματος αφορά τη χρήση 1983, που αντιστοιχεί σε έντονη δραστηριότητα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με την ανοδική αγορά που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 1982.

Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν οι μελετητές είναι τα εξής: 1) η λειτουργική απόδοση των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, όπως έχει μετρηθεί με πολλά λογιστικά μέτρα, κορυφώνεται περίπου κατά το χρόνο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, 2) έδειξαν ότι το διάμεσο περιθώριο κέρδους για τις εταιρείες που διενεργούν αύξηση μειώνεται από 5,4% τη χρήση της αύξησης σε 2,5% τέσσερα χρόνια μετά, 3) Η διάμεση τιμή της απόδοσης στοιχείων Ενεργητικού (ROA) μειώνεται από 6,3% σε 3,2%, 4) η διάμεση τιμή του δείκτη λειτουργικών εσόδων προς στοιχεία Ενεργητικού μειώνεται από 15,8% σε 12,1%. Όλες οι άνω μειώσεις είναι πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες μειώσεις των εταιρειών, που δεν διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ίδιου μεγέθους, στοιχείων Ενεργητικού, κλάδου και λειτουργικής απόδοσης. Επίσης, η επιδείνωση μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι πιο έντονη για μικρότερες εταιρείες απ' ότι σε μεγαλύτερες εταιρείες. Ένα ακόμη συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι ότι ένας μεγάλος αριθμός από τις εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σημειώνουν βελτίωση στη κερδοφορία τους πριν από την αύξηση και μείωση στην κερδοφορία τους μετά από την αύξηση και το γεγονός ότι οι δείκτες αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία, για αυτές τις εταιρείες, είναι υψηλοί συμφωνούν με την υπόθεση ότι η αγορά περιμένει η πρόσφατη βελτίωση να είναι μόνιμη.

Τέλος, σημειώνεται ότι οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αναπτύσσονται δυσανάλογα γρήγορα και διαπιστώνεται ότι κρατώντας το ποσοστό αύξησης σταθερό, σημειώνουν σημαντικά χαμηλότερη απόδοση απ' ότι οι εταιρείες που δεν διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η παρατήρηση αυτή μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που επενδύουν σε αυτό θεωρείται από την αγορά ως θετικά έργα καθαρής παρούσας αξίας , αλλά στην πραγματικότητα όλα τα έργα συχνά έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνεχίζουν να επενδύουν πολύ ακόμα και όταν η απόδοση τους επιδεινώνεται και αυτό υποδηλώνει ότι οι διευθυντές είναι τόσο υπεραισιόδοξοι για τη μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όσο οι επενδυτές.

3.1.2. Σε όρους Χρηματοοικονομικών μεγεθών

Στην εμπειρική μελέτη των Spiess και Affleck-Graves(1995) εξετάζεται και καταγράφεται το γεγονός ότι εταιρείες που διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της περιόδου 1975-1989 είχαν σημαντικά χαμηλότερη απόδοση από ένα δείγμα αντίστοιχων εταιρειών του ίδιου κλάδου και ίδιου μεγέθους που δεν παρέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, επισημαίνεται ότι αυτή η χαμηλή απόδοση παραμένει ακόμα και μετά από τον έλεγχο του συστήματος συναλλαγών, του μεγέθους της προσφοράς και της ηλικίας της εταιρείας που διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και του δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας.

Το ίδιο φαινόμενο είχε καταγραφεί και για τις αρχικές δημόσιες προσφορές, υποδηλώνοντας ότι οι διευθυντές εκμεταλλεύονται την υπερτίμηση και στην αγορά της αρχικής προσφοράς και της μεταγενέστερης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Προηγούμενες μελέτες, όπως αυτή του Ritter (1991), τεκμηριώνουν την μακροπρόθεσμη χαμηλή απόδοση των κοινών μετοχών μετά από αρχικές δημόσιες προσφορές μετοχών (IPOs), δείχνοντας ότι έχουν χαμηλότερη απόδοση σε σχέση με μετοχές συγκρίσιμων εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων χρόνων της συναλλαγής. Κατά τον Ritter αυτή η αρνητική μετέπειτα απόδοση συνάδει με εταιρείες που επωφελούνται της ευκαιρίας που προκύπτει ανά διαστήματα στο αποκορύφωμα των τάσεων του κλάδου, όταν οι επενδυτές είναι υπερβολικά αισιόδοξοι για την αξία των μετοχών σε συγκεκριμένους κλάδους.

Το γεγονός αυτό το επιβεβαιώνουν και άλλες εμπειρικές μελέτες, όπως αυτές των Aggarwal και Rivoli (1990), των Loughran και Ritter (1994), και των Loughran, Ritter και Rydqvist (1994).

Επίσης, οι Spiess και Graves αναλύουν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να προσδιορίσουν εάν η ικανότητα των διευθυντών να επωφελούνται από τις ευκαιρίες υπερτίμησης είναι ένα συχνό φαινόμενο της αγοράς ή απλά οφείλεται στη μεγάλη ασυμμετρία της πληροφόρησης στην αγορά των αρχικών δημόσιων προσφορών. Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου έχουν πολλά κοινά σημεία με τις αρχικές δημόσιες προσφορές μετοχών, συμπεριλαμβανομένης της μεταβίβασης των δικαιωμάτων κυριότητας στην εταιρεία από τους υπάρχοντες σε νέους μετόχους. Επομένως, εάν οι διευθυντές μπορούν να επωφεληθούν από την υπερτίμηση στις αρχικές δημόσιες προσφορές μετοχών, μπορεί να δύνανται να κάνουν το ίδιο και στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Το δείγμα της εμπειρικής μελέτης χρησιμοποιεί 1.247 προσφορές που διενήργησαν πρωταρχική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της περιόδου 1975-1989. Από τις 1.247 προσφορές, οι 620 αφορούν τον NASDAQ, 627 τον NYSE και οι υπόλοιπες τον AMEX. Στο δείγμα εμπεριέχονται 974 διαφορετικές Αμερικάνικες εταιρείες 767 εκ των οποίων πραγματοποιούν μονάχα μια προφορά, κατά το χρονικό διάστημα του δείγματος, 162 πραγματοποιούν δύο προφορές, 31 πραγματοποιούν τρεις προφορές, εννέα εταιρείες πραγματοποιούν τέσσερις προφορές, τρεις πραγματοποιούν πέντε προφορές και τέλος δύο εταιρείες πραγματοποιούν έξι προφορές. Οι περιορισμοί που έθεσαν στο δείγμα τους ήταν οι εξής: 1) η εταιρεία να είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)/Αμερικής (AMEX) ή στην αγορά του NASDAQ κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, 2) η εταιρεία να μην ανήκει στη ρυθμιζόμενη αγορά κοινής ωφελείας, 3) να διενεργείται πρωταρχική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (εξαιρούνται από τη προσφορά οποιοσδήποτε μετοχές διαπραγματεύσιμες στη δευτερογενή αγορά), 4) η αύξηση να αφορά μόνο κοινές μετοχές (εξαιρούνται οι κοινές προσφορές και οι προσφορές μονάδας), και 5) η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου να είναι δέσμευση που αναλαμβάνει η εταιρεία. Με αυτό τον τρόπο δημιούργησαν ένα δείγμα 826 ανεξάρτητων παρατηρήσεων για την εμπειρική τους μελέτη.

Η μέση μηνιαία προσαρμοσμένη απόδοση για 60 μήνες μετά την προσφορά, δηλαδή το "event", υπολογίστηκε ως εξής:

$$AR_t = \left(\frac{1}{n_t}\right) * \sum_{i=1}^{n_t} (R_{seo,it} - R_{comp,it})$$

Όπου,

$R_{seo, it}$: η συνολική απόδοση μιας seasoned equity offering μιας εταιρείας "i" και για το μήνα "t" που πραγματοποιήθηκε το event

$R_{comp, it}$: η συνολική απόδοση μιας συγκρίσιμης εταιρείας για την ίδια περίοδο

Τις holding-period αποδόσεις τις εκτίμησαν με βάση τον εξής τύπο:

$$HPR_{(i, a, b)} = \left[\prod_{t=a}^b (1 + R_{it}) \right] - 1$$

Όπου,

R_{it} : η απόδοση μιας εταιρείας "i" την ημέρα "t"

a και b : αναφέρονται στις ημέρες κατά τις οποίες οι holding-period αποδόσεις υπολογίζονται

Από την μελέτη αυτή οι Spiess και Graves διαπίστωσαν ότι η απόδοση μετά από την αύξηση είναι παρόμοια με αυτή των αρχικών δημόσιων προσφορών συγκεκριμένα η διάμεση απόδοση της πενταετούς περιόδου μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι 10,0%, σε σύγκριση με τη διάμεση απόδοση 42,3% της πενταετούς περιόδου για ίδιου μεγέθους εταιρείες που δεν διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε παρόμοιους κλάδους. Ουσιαστικά η ίδια χαμηλή απόδοση συναντάται όταν οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έλεγχο συμφωνούν σε δείκτη λογιστικής προς αγοραίας αξίας και μέγεθος, παρά σε ταξινόμηση του κλάδου και μέγεθος. Αυτή η χαμηλή απόδοση παραμένει στις περισσότερες χρήσεις της μελέτης και μετά από τον έλεγχο του συστήματος συναλλαγών, του μεγέθους της προσφοράς και της ηλικίας της εταιρείας.

Από αυτά τα αποτελέσματα συμπεραίνουν ότι οι μακροπρόθεσμες αρνητικές ανώμαλες αποδόσεις που έχουν καταγραφεί από τον Ritter (1991) για τις αρχικές δημόσιες προσφορές μετοχών δεν ισχύουν αποκλειστικά για τις αρχικές προσφορές, αλλά αποτελούν ένα πιο καθολικό χαρακτηριστικό που εντοπίζεται σε όλες τις προσφορές κοινών μετοχών.

Επίσης, η μακροπρόθεσμη χαμηλή απόδοση των εταιρειών που διενεργούν και αρχικές δημόσιες προσφορές και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου θα μπορούσε να επηρεάσει την εσφαλμένη εκτίμηση του σχετικού κινδύνου του δείγματος και των αντίστοιχων εταιρειών. Ωστόσο, παρατηρείται ότι το μέγεθος και η ευρωστία της χαμηλής απόδοσης υποδηλώνουν ότι δεν ισχύει αυτό. Συγκεκριμένα, η μέση αυξημένη απόδοση σε ετήσια βάση (που υπερβαίνει την απόδοση των γραμματίων δημοσίου) για τις εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι μόνο 2% κατά τη διάρκεια των πρώτων πέντε χρόνων μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Είναι μικρότερη από το ένα τρίτο του 7,4% της μέσης αυξημένης απόδοσης κινδύνου σε ετήσια βάση για τις αντίστοιχες εταιρείες. Καθώς κάθε αντίστοιχη εταιρεία ανήκει στην ίδια ομάδα του κλάδου και είναι συγκρίσιμη σε μέγεθος με την εταιρεία που διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ενδέχεται αυτή η μεγάλη διαφορά στην αυξημένη απόδοση κινδύνου να μην μπορεί να εξηγηθεί με τα συνήθη μέτρα για τους κινδύνους. Συνεπώς, καταλήγουν ότι τα αποτελέσματα τους είναι συνεπή με διευθυντές που μπορούν να επωφεληθούν από την ειδική πληροφόρηση της εταιρείας για να αυξήσουν το μετοχικό κεφάλαιο όταν υπερτιμηθεί η μετοχή της εταιρείας.

3.2. Επισκόπηση μελετών ως προς τη Χειραγώγηση κερδών στο πλαίσιο των SEOs

Οι Teoh, Welch και Wong έχουν ως στόχο να εξετάσουν εάν η ασυνήθιστα επιθετική διαχείριση των κερδών μέσω λογιστικών προσαρμογών που αυξάνουν τα έσοδα οδηγεί τους επενδυτές να είναι υπερβολικά αισιόδοξοι σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις της εταιρείας που διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Δηλαδή, οι επενδυτές μπορεί να παρερμηνεύσουν τα υψηλά κέρδη που παρουσιάζονται κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κι άρα να υπερτιμήσουν τις νέες μετοχές. Όταν δεν διατηρούνται τα υψηλά κέρδη που υπήρχαν πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, οι επενδυτές αποτιμούν εκ των υστέρων ξανά την επιχείρηση σε χαμηλότερο επίπεδο που δικαιολογείται από τα μεγέθη της.

Αυτή η υπόθεση διαχείρισης των κερδών προβλέπει ότι οι εταιρείες που αυξάνουν το μετοχικό κεφάλαιο έχουν ασυνήθιστα μεγάλες λογιστικές προσαρμογές που αυξάνουν τα έσοδα πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και ασυνήθιστα χαμηλά κέρδη και απόδοση μετοχών μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, η υπόθεση αυτή προβλέπει χαμηλότερη απόδοση για εταιρείες που αυξάνουν το μετοχικό κεφάλαιο με ασυνήθιστα μεγάλες λογιστικές προσαρμογές που αυξάνουν τα έσοδα πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα από εταιρείες που διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από το 1976 έως το 1989, στη συνέχεια κατέγραψαν τις εταιρείες με την υψηλότερη αύξηση καθαρών εσόδων κατά τη χρήση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και τις ομότιμες εταιρείες του κλάδου ανάλογης απόδοσης, που δεν διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το αρχικό δείγμα αποτελείται από 6386 περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ Ιανουαρίου 1970 και Σεπτεμβρίου 1989 από την Securities Data Corporation. Για να συμπεριληφθούν στο τελικό δείγμα, είναι αναγκαίο να υπάρχουν τα διαθέσιμα δεδομένα της απόδοσης των μετοχών και επαρκή στοιχεία (δεδομένα) για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας της χρήσης, πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Για να αποφευχθούν λανθασμένα ή αυθαίρετα συμπεράσματα αποκλείστηκαν οι εταιρείες που έχουν στοιχεία των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων για ολόκληρη την περίοδο από τα τρία χρόνια πριν έως τα τρία χρόνια μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Επίσης, για το λόγο ότι ο τραπεζικός κλάδος και ο κλάδος υπηρεσιών κοινής ωφελείας έχουν δικές τους ξεχωριστές απαιτήσεις γνωστοποίησης, εξαιρέθηκαν οι εταιρείες αυτών των κλάδων από το δείγμα. Εάν μία εταιρεία πραγματοποιεί διάφορες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, χρησιμοποιήθηκε μόνο η παλαιότερη για την αποφυγή της χρήσης επικαλυπτόμενων στοιχείων στην εκτίμηση της σχέσης αποδόσεων - δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων. Με τους άνω περιορισμούς το δείγμα πλέον ανέρχεται στις 3032 εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Όμως, για τις 2645 υπάρχουν επαρκή στοιχεία για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων για τουλάχιστον μία χρήση κατά τη διάρκεια της περιόδου 1974-1993. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 1265 εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με διαθέσιμα στοιχεία δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων της προηγούμενης χρήσης πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το πραγματικό μέγεθος του δείγματος ποικίλλει ανάλογα με τις διαδικασίες της δοκιμασίας και τα μέτρα που χρησιμοποιούνται για τα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα. Μόνο οι 1248 εταιρείες έχουν διαθέσιμες αποδόσεις για το μήνα της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Οι συγγραφείς για να εκτιμήσουν το ρόλο της διαχείρισης κερδών ως ένα παράγοντα του μεγέθους των λογιστικών προσαρμογών που πραγματοποιήθηκαν από τις διοικήσεις χρησιμοποιούν για τον υπολογισμό των καθαρών εσόδων τον εξής τύπο:

Net Income = Total Accruals + Cash Flow from Operations

Για την εκτίμηση της μακροχρόνιας απόδοσης των εταιρειών αυτών πραγματοποιήθηκε υπολογισμός των μη φυσιολογικών συσσωρευμένων καθαρών εσόδων για τρία χρόνια πριν το "event" ως εξής:

$$\text{Cumulative Net Income} = \sum_{t=1}^3 \left(\frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \frac{NI_{i,-1}}{TA_{i,-2}} \right) - \left(\frac{NI_{m,t}}{TA_{m,t-1}} - \frac{NI_{m,-1}}{TA_{m,-2}} \right)$$

Όπου,

NI_{i,t} : τα καθαρά κέρδη τη χρήση t

TA_{i,t} : το σύνολο ενεργητικού τη χρήση t

"i" : δηλώνει την εταιρεία που έχει προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

"m" : δηλώνει την συγκρίσιμη εταιρεία που δεν έχει προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Τέλος, οι ετήσιες αποδόσεις υπολογίστηκαν ως εξής:

$$\text{Annual Returns} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \left[\prod_{t=m_1}^{m_f} (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=m_1}^{m_f} (1 + \alpha_{i,t}) \right]$$

Όπου,

"N" : ο αριθμός εταιρειών σε κάθε τεταρτημόριο με έγκυρα δεδομένα απόδοσης κατά τον πρώτο μήνα κάθε έτους

r_{i,t} : οι μηνιαίες αποδόσεις μιας μετοχής "i" κατά τον μήνα "t"

α_{i,t} : η ισοδύναμη προσαρμοσμένη απόδοση μιας μετοχής "i" κατά τον μήνα "t"

m₁ : ο πρώτος μήνας που παρέχει έγκυρα δεδομένα σχετικά με την απόδοση

m_f : ο τελευταίος μήνας που παρέχει έγκυρα δεδομένα σχετικά με την απόδοση

Το πρώτο συμπέρασμα στο οποίο οι Teoh, Welch και Wong κατέληξαν είναι η ύπαρξη μίας αρνητικής σχέσης μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και των κερδών και αποδόσεων των μετοχών μετά από την αύξηση. Η αρνητική σχέση με τις αποδόσεις των μετοχών παραμένει μετά από τον έλεγχο για το μέγεθος της εταιρείας, το δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία και τις κεφαλαιουχικές δαπάνες μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας και των μεταγενέστερων αποδόσεων είναι κοινή σε όλες τις εταιρείες κατά τη διάρκεια της περιόδου της δοκιμασίας 1976 έως 1990. Πρώτον, έδειξαν ότι τα στοιχεία διακριτικής ευχέρειας των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων εξηγούν τις μελλοντικές αποδόσεις, όπως τις εξηγεί και ο δείκτης λογιστικής προς αγοραία αξία, και αρκετά καλύτερα από το μέγεθος της εταιρείας.

Δεύτερον, έδειξαν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας και μελλοντικών αποδόσεων είναι πιο ισχυρή και σταθερή στις εταιρείες που προβαίνουν σε νέα αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Η σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας και της χαμηλής απόδοσης των μετοχών μετά από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου τεκμηριώνεται ως το γεγονός ότι οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου παρακολουθούνται ήδη από αναλυτές, προσφέρουν περισσότερες δημόσιες και ελεγμένες πληροφορίες, έχουν μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στην αγορά και είναι πιο εύκολο να πουλήσουν μελλοντικούς τίτλους, κρίνεται εμφανές ότι τα κίνητρα και οι ευκαιρίες για εξαπάτηση των επενδυτών με διαχείριση των κερδών είναι πιο περιορισμένα για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου απ' ό,τι για τις αρχικές δημόσιες προσφορές. Έτσι, τα παρόντα αποδεικτικά στοιχεία των προβλέψιμων αποδόσεων μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για τις εταιρείες που τη διενεργούν με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες για τα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας αποτελούν ακόμα μεγαλύτερη πρόκληση για τη θεωρία αποτελεσματικής αγοράς απ' ό,τι τα αποδεικτικά στοιχεία των αρχικών δημόσιων προσφορών.

Τέλος, τα στοιχεία συμφωνούν με την υπόθεση ότι οι επενδυτές αφελώς προβαίνουν σε υιοθέτηση των κερδών ως κριτήριο, πριν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, και αγνοούν τις σχετικές πληροφορίες των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας πριν από την αύξηση. Σε αυτήν την ερμηνεία, μία πληροφοριακά ατελής αγορά είναι υπερβολικά αισιόδοξη όταν γίνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έπειτα απογοητεύεται όταν δεν μπορούν να διατηρηθούν τα υψηλά κέρδη.

Αυτά τα ευρήματα συνεπάγονται επιπτώσεις για τους επενδυτές, τις εταιρείες και τους φορείς θέσπισης των λογιστικών προτύπων. Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων πριν από την προσφορά για να κάνουν διάκριση μεταξύ αυτών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι διευθυντές μπορούν να εξετάσουν τις λογιστικές επιλογές που επιτρέπουν να μειωθεί το κόστος του κεφαλαίου της εταιρείας ή να μεγαλώσει η ευημερία τους. Και οι φορείς θέσπισης των λογιστικών προτύπων μπορεί να επιθυμούν να εξετάσουν το κόστος διακριτικής ευχέρειας σε επιλογές που συνδέονται με τα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα, ειδικά όταν οι επενδυτές έχουν αρκετά λιγότερες πληροφορίες απ' ό τι οι διευθυντές των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τους Loughran και Ritter (1995) η μέση ετήσια απόδοση μετοχών των εκδοτριών εταιρειών είναι περίπου 8% μικρότερη σε σχέση με την απόδοση αντίστοιχων μη εκδοτριών εταιρειών για ένα διάστημα πέντε ετών μετά την ημέρα διάθεσης των μετοχών. Η εμπειρική μελέτη του Rangan εξετάζει εάν η χειραγώγηση των κερδών των εταιρειών αυτών κατά την περίοδο διάθεσης των μετοχών τους, μπορεί να εξηγήσει την εν λόγω μειωμένη απόδοση. Πολλές εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω με σκοπό να παρουσιάσουν αύξηση των εσόδων και συγχρόνως το χρηματιστήριο δεν αντιλαμβάνεται ότι η χειραγώγηση των κερδών αντικατοπτρίζει πρόσκαιρες και όχι πάγιες αυξήσεις των κερδών, παρατηρείται μια υπερτίμηση των μετοχών των εταιρειών. Αντιθέτως, όταν οι εν λόγω εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά την περίοδο μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών με αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιρειών. Για τους άνω δύο λόγους εξετάζεται εάν η μειωμένη απόδοση που παρουσιάζουν οι μετοχές οφείλεται στην αδυναμία των επενδυτών να αντιληφθούν την χειραγώγηση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα πριν και μετά τη διάθεση των μετοχών.

Ως δείγμα στην εν λόγω μελέτη χρησιμοποιήθηκαν 712 εποχιακές προσφορές μετοχών για το χρονικό διάστημα από το 1987 έως το 1990. Στο δείγμα περιλαμβάνονται Αμερικάνικες εταιρείες, που διαπραγματεύονται στον NYSE, AMEX αλλά και NASDAQ, οι οποίες έχουν προβεί, για το άνω διάστημα, σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσα από διάθεση μετοχών. Για τον υπολογισμό της χειραγώγησης των κερδών χρησιμοποιήθηκαν διαφοροποιούμενα λογιστικά δεδουλευμένα βασιζόμενοι στις μεθόδους που αναπτύσσονται στα άρθρα των Jones (1991) και Deschow (1995). Με τον τρόπο αυτό οι σημαντικότερες διαφορές στα δεδουλευμένα εντοπίζονται κατά το τρίμηνο στο οποίο γίνεται η

ανακοίνωση της διάθεσης των μετοχών καθώς και το τρίμηνο που ακολουθεί. Δύο πιθανές ερμηνείες του φαινομένου αυτού μπορεί να είναι είτε το γεγονός ότι οι εκδότριες εταιρείες ασχολούνται ενεργά με τη χειραγώγηση των κερδών κατά τη διάρκεια αυτών των δύο τριμήνων, είτε ότι οι εταιρείες αυτές δεν χειραγωγούν τα κέρδη τους, αλλά προγραμματίζουν τη διάθεση των μετοχών τους μετά από τρίμηνα όπου καταγράφονται υψηλά κέρδη.

Τα current accruals υπολογίζονται ως εξής:

$$ACC = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD)$$

Όπου:

ΔCA : η μεταβολή στα current assets

ΔCASH : η μεταβολή σε μετρητά και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις

ΔCL : η μεταβολή βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

ΔSTD : η μεταβολή του τμήματος του μακροπρόθεσμου χρέους

Για τον υπολογισμό της επίδρασης της ανάπτυξης στα δεδουλευμένα, πριν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από τις εν λόγω εταιρείες, χρησιμοποιήθηκε η εξής παλινδρόμηση:

$$ACC_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} * \Delta REV_{it} + \beta_{2i} * \Delta COGS_{it} + \epsilon_{it}$$

Όπου:

ΔREV_{it} : η μεταβολή των κερδών μιας εταιρείας "i" για το τρίμηνο "t"

ΔCOGS_{it} : η μεταβολή στο κόστος πωληθέντων μιας εταιρείας "i" για το τρίμηνο "t"

Από τα αποτελέσματα της μελέτης ο Rangan διαπιστώνει ότι η χειραγώγηση των κερδών κατά το διάστημα πριν και μετά τη διάθεση των μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε αξιόπιστες προβλέψεις όσον αφορά τις αποδόσεις των μετοχών, σε 230 περιπτώσεις αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου, κατά την περίοδο 1987-1990.

Η αύξηση της τυπικής απόκλισης στη χειραγώγηση των κερδών, κατά την περίοδο πριν ή μετά τη διάθεση των μετοχών, συνδέεται με μείωση, περίπου 10%, των (προσαρμοσμένων με το δείκτη της αγοράς) αποδόσεων το ακόλουθο έτος. Καταλήγει λοιπόν στο συμπέρασμα ότι οι (πριν από τη διάθεση των μετοχών) μέτοχοι των εκδοτριών εταιρειών επωφελούνται από τις λανθασμένες εκτιμήσεις των τιμών των μετοχών, οι οποίες είναι αποτέλεσμα της χειραγώγησης των κερδών.

Ένα ακόμη συμπέρασμα αποτελεί το γεγονός ότι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα της περιόδου διάθεσης των μετοχών αντιστρέφονται το επόμενο έτος, γεγονός που εξηγεί ένα ποσοστό της μείωσης των κερδών του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, η αντιστροφή των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων αφορά κυρίως το έτος μετά το έτος της διάθεσης των μετοχών. Οι μεταβολές των κερδών κατά το δεύτερο ή τρίτο έτος μετά το έτος διάθεσης των μετοχών δεν συνδέονται με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα του έτους που έγινε η διάθεση των μετοχών. Τέλος, ένα σημαντικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν και διάφορες προγενέστερες μελέτες είναι ότι οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών μετά την περίοδο διάθεσης των μετοχών, αντικατοπτρίζουν την αναποτελεσματικότητα των αγορών.

Οι Ken M.L. Ching, (2002), μελετούν αν τα βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας που υπήρχαν πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (SEOs) προβλέπουν χειραγώγηση κερδών και αποδόσεων μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Έχουν βρεθεί στοιχεία που δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις δανείζονται μελλοντικά για την χειραγώγηση κερδών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και κατά συνέπεια, τα κέρδη μειώνονται μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το περιεχόμενο πληροφόρησης των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού αντικατοπτρίζεται σε ένα χρόνο αγοράς και σε έκτακτες κρατήσεις αποδόσεων για τα δικαιώματα προσφοράς των επιχειρήσεων. Οι συγγραφείς του άρθρου εξετάζουν επίσης το αν η συχνότητα της διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εξαρτάται από τις δομές της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματά της μελέτης δείχνουν ότι επιχειρήσεις με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου οι οποίες έχουν μεγάλα διοικητικά συμβούλια, έχουν και μεγαλύτερο βαθμό χειραγώγησης κερδών. Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, παρέχουν ένα άμεσο κίνητρο για τη διαχείριση των κερδών. Τα διοικητικά στελέχη μπορούν να βελτιώσουν τους όρους υπό τους οποίους οι μετοχές των εταιρειών τους που πωλούνται σε τρίτους.

Προς υποστήριξη αυτού, οι Rangan (1998) και Teoh, Welch και Wong (1998) έχουν δείξει ότι οι διαχειριστές χειραγωγούν τα κέρδη σε περιόδους αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και ότι υπερεκτιμούν τα κέρδη πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου λόγω του καιροσκοπισμού.

Ο Shivakumar (2000) μελετά τη διαχείριση των κερδών των επιχειρήσεων κάνοντας αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και υποστηρίζει ότι οι επενδυτές είναι σε θέση να εντοπίσουν τα δεδουλευμένα διακριτικής ευχέρειας και τη τιμή της μετοχής, σύμφωνα με θεμελιώδη μεγέθη. Οι περισσότερες έρευνες σχετικά με τη διαχείριση των κερδών, και όλες οι μελέτες που αναφέρονται παραπάνω, χρησιμοποιούν δεδομένα χρήσης από τις ΗΠΑ. Σε σύγκριση, υπάρχει έλλειψη ερευνών με άλλες χώρες.

Εξετάζοντας κατά πόσο η διαχείριση των κερδών πραγματοποιείται γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, σημαντικές είναι οι ανακοινώσεις των επενδυτών, αναλυτών και των ρυθμιστικών αρχών. Οι επενδυτές και οι αναλυτές μπορούν ως εκ τούτου να αποφύγουν την επένδυση σε εταιρίες με χαμηλή απόδοση που δεν διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, επιλέγοντας επιχειρήσεις με αρνητικά ή χαμηλά βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας. Έτσι, χρησιμοποιούν τις πληροφορίες που περιέχονται στα λογιστικά δεδουλευμένα να κάνουν διακρίσεις μεταξύ εταιριών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να δώσουν προσοχή σε λογιστικές πρακτικές που διαστρεβλώνουν ή προκαλούν μια ψευδή εικόνα για τις αποδόσεις των επιχειρήσεων κατά τη στιγμή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιούνται δεδομένα για να διερευνηθεί κατά πόσο τα δεδουλευμένα διακριτικής ευχέρειας χρησιμοποιούνται για την ενίσχυση των δημοσιευμένων κερδών πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αν οποιαδήποτε διαχείριση κερδών συνδέεται με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Εάν η αγορά αδυνατεί να κατανοήσει ότι η διαχείριση των κερδών είναι μόνο προσωρινή αύξηση κερδών, οι επιχειρήσεις θα είναι υπερτιμημένες. Όταν τα υψηλά κέρδη πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν διατηρούνται, η αγορά επανεκτιμά την αξία της επιχείρησης καθοδικά σε ένα επίπεδο που δικαιολογείται από τους θεμελιώδεις παράγοντες.

Στη παρούσα μελέτη ο Shivakumar μελετά κατά πόσο τα βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζουν τις αποδόσεις και τα κέρδη μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αρχικά βρέθηκαν ενδείξεις θετικών δεδουλευμένων διακριτικής ευχέρειας κατά το έτος πριν από την αύξηση μετοχικού.

Δεύτερον, μελετάται μια σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων και της αλλαγής στην απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού για το συνολικό δείγμα και την προσφορά δικαιωμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις δανείζονται μελλοντικά για τη διαχείριση κερδών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Τρίτον, γίνεται αναφορά σε μια σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και στις ανώμαλες αποδόσεις για τα δικαιώματα που προσφέρονται στις επιχειρήσεις.

Τέλος, τα αποτελέσματά της έρευνας δείχνουν ότι επιχειρήσεις με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όπου έχουν μεγάλα διοικητικά συμβούλια, έχουν και υψηλότερο βαθμό διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Daniel A. Cohen και Paul Zarowin, εξετάζουν την διαχείριση κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, εστιάζοντας τόσο στην πραγματική όσο και στη λογιστική χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Πολλές έρευνες έχουν ασχοληθεί είτε με θέματα διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είτε με θέματα διαχείρισης κερδών μέσω χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων. Η συγκεκριμένη εμπειρική μελέτη παρουσιάζει τον συνδυασμό και των δύο θεμάτων. Οι Daniel A. Cohen και Paul Zarowin ερευνούν το πως οι εταιρίες χρησιμοποιούν εργαλεία πραγματικής, καθώς και λογιστικής, χειραγώγησης κερδών. Επίσης, αναλύεται η τάση των επιχειρήσεων για πραγματική αντιστάθμιση έναντι της διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το μοντέλο του άρθρου αυτού είναι ένα πρώτο βήμα στην εξέταση για το πώς οι επιχειρήσεις αντισταθμίζουν τις χρηματοοικονομικές με τις λογιστικές μεθόδους σχετικά με τη διαχείριση κερδών. Συγκρίνεται το οικονομικό κόστος των δεδουλευμένων με τη χρηματοοικονομική διαχείριση κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, εξετάζοντας την επίδραση του κάθε είδους διαχείρισης κερδών για τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης.

Οι A. Cohen και Paul Zarowin παρέχουν τα πρώτα στοιχεία για αυτό το σημαντικό θέμα αποδεικνύοντας ότι οι δαπάνες της πραγματικής διαχείρισης κερδών είναι πιθανότατα μεγαλύτερες από το κόστος της λογιστικής των δεδουλευμένων, τουλάχιστον στο πλαίσιο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Ενώ πολλά άρθρα έχουν τεκμηριωμένα αποδεικτικά στοιχεία για την αύξηση των εσόδων από την διαχείριση κερδών (π.χ., Rangan 1998, Teoh Welch και Wong 1998 et al.) οι Daniel A. Cohen et al. έχουν μελετήσει αποκλειστικά τη λογιστική των δεδουλευμένων.

Η έρευνά τους είναι σημαντική, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιούν πολλαπλές στρατηγικές για τη διαχείριση των δημοσιευμένων κερδών τους, όπως για παράδειγμα, μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων χειραγώγησης όπου επηρεάζονται οι ταμειακές ροές.

Οι Ching, Michael Firth, Oliver M. Rui(2002) εξετάζουν αν τα βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας που υπήρχαν πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (SEO) προβλέπουν χειραγώγηση κερδών και αποδόσεων μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (SEO) . Έχουν βρεθεί στοιχεία που δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις δανείζονται μελλοντικά για την χειραγώγηση κερδών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και, κατά συνέπεια, τα κέρδη μειώνονται μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το περιεχόμενο πληροφόρησης των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού αντικατοπτρίζεται σε ένα χρόνο αγοράς και σε έκτακτες κρατήσεις αποδόσεων για τα δικαιώματα προσφοράς των επιχειρήσεων . Οι συγγραφείς του άρθρου εξετάζουν επίσης το αν η συχνότητα της διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εξαρτάται από τις δομές της εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα αποτελέσματά της μελέτης δείχνουν ότι επιχειρήσεις με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου οι οποίες έχουν μεγάλα διοικητικά συμβούλια, έχουν και μεγαλύτερο βαθμό χειραγώγησης κερδών .Αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (SEO) , παρέχουν ένα άμεσο κίνητρο για τη διαχείριση των κερδών. Στο βαθμό που τα διοικητικά στελέχη μπορούν να βελτιώσουν τους όρους υπό τους οποίους οι μετοχές των εταιρειών τους που πωλούνται σε τρίτους. Προς υποστήριξη αυτού, Rangan (1998) και Teoh et al. (1998) όπου έχουν δείξει ότι οι managers χειραγωγούν τα κέρδη σε περιόδους αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Οι μελέτες τους υποστηρίζουν ότι οι managers υπερεκτιμούν τα κέρδη πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου λόγω του καιροσκοπισμού. Ο Shivakumar (2000) αναφέρει επίσης τη διαχείριση των κερδών από τις επιχειρήσεις κάνοντας SEO, αλλά ο ίδιος υποστηρίζει ότι οι επενδυτές είναι σε θέση να εντοπίσουν τα δεδουλευμένα διακριτικής ευχέρειας και τη τιμή της μετοχής, σύμφωνα με θεμελιώδη μεγέθη. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι η διαχείριση των κερδών κατά τη στιγμή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (SEO) είναι ορθολογική συμπεριφορά από τους managers.Οι περισσότερες έρευνες σχετικά με τη διαχείριση των κερδών, και όλες οι μελέτες που αναφέρονται παραπάνω, χρησιμοποιούν δεδομένα χρήσης από τις ΗΠΑ . Σε σύγκριση, υπάρχει έλλειψη ερευνών με άλλες χώρες.

Εξετάζοντας κατά πόσο η διαχείριση των κερδών πραγματοποιείται γύρω από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, σημαντικές είναι οι ανακοινώσεις των επενδυτών, αναλυτών και των ρυθμιστικών αρχών. Ο Teoh et al. (1998) και Rangan (1998) δείχνουν ότι η κακή απόδοση μετά την αύξηση μετοχικού

κεφαλαίου μπορεί να εξηγηθεί εν μέρει από τη διαχείριση κερδών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι επενδυτές και οι αναλυτές μπορούν ως εκ τούτου να αποφύγουν την επένδυση σε εταιρίες με χαμηλή απόδοση που δεν διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, επιλέγοντας επιχειρήσεις με αρνητικά ή χαμηλά βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας. Έτσι, χρησιμοποιούν τις πληροφορίες που περιέχονται στα λογιστικά δεδουλευμένα να κάνουν διακρίσεις μεταξύ εταιριών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να δώσουν προσοχή σε λογιστικές πρακτικές που διαστρεβλώνουν ή προκαλούν μια ψευδή εικόνα για τις αποδόσεις των επιχειρήσεων κατά τη στιγμή της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Εάν οι επενδυτές δεν μπορούν 'να δουν μέσα' από τις λογιστικές πρακτικές, θα πρέπει να προτρέπονται να αγοράζουν τις μετοχές αυτών των εταιρειών με τα υψηλότερα «ψευδή» δημοσιευμένα κέρδη κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι ρυθμιστικές αρχές έχουν την ευθύνη να εντοπίζουν περιπτώσεις όπου η διαχείριση των κερδών έχει μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης. Σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιούνται δεδομένα από για να διερευνηθεί κατά πόσο τα δεδουλευμένα διακριτικής ευχέρειας χρησιμοποιούνται για την ενίσχυση των δημοσιευμένων κερδών πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αν οποιαδήποτε διαχείριση κερδών συνδέεται με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Εάν η αγορά αδυνατεί να κατανοήσει ότι η διαχείριση των κερδών είναι μόνο προσωρινή αύξηση κερδών, οι επιχειρήσεις θα είναι υπερτιμημένες. Όταν τα υψηλά κέρδη πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν διατηρούνται, η αγορά επανεκτιμά την αξία της επιχείρησης καθοδικά σε ένα επίπεδο που δικαιολογείται από τους θεμελιώδεις παράγοντες.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει κατά πόσο τα βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα έσοδα/έξοδα διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζουν τις αποδόσεις και τα κέρδη μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αρχικά βρέθηκαν ενδείξεις θετικών δεδουλευμένων διακριτικής ευχέρειας κατά το έτος πριν από την αύξηση μετοχικού. Στη συνέχεια, μελετάται μια σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων και της αλλαγής στην απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού για το συνολικό δείγμα και την προσφορά δικαιωμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις δανείζονται μελλοντικά για τη διαχείριση κερδών πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Έπειτα, γίνεται αναφορά σε μια σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων διακριτικής ευχέρειας πριν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και στις ανώμαλες αποδόσεις για τα δικαιώματα που προσφέρονται στις επιχειρήσεις. Το εύρημα αυτό δείχνει ότι το περιεχόμενο των πληροφοριών των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων πριν

την αύξηση μετοχικού αντικατοπτρίζεται σε ανώμαλες αποδόσεις για τα δικαιώματα που προσφέρονται στις επιχειρήσεις.

Τα αποτελέσματά της έρευνας δείχνουν ότι επιχειρήσεις με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όπου έχουν μεγάλα διοικητικά συμβούλια, έχουν και υψηλότερο βαθμό διαχείρισης κερδών γύρω από την αύξηση μετοχικού. Οι managers ασχολούνται με τη διαχείριση των κερδών πριν από την ανακοίνωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Το κάνουν αυτό, προκειμένου να αυξηθούν τα έσοδα από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, για ένα δεδομένο αριθμό μετοχών που έχουν εκδοθεί. Στην περίπτωση έκδοσης δικαιωμάτων, η διαχείριση κερδών συνδέεται αρνητικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Συνολικά, τα στοιχεία της έρευνας υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές πρέπει να έχουν επίγνωση της πιθανής διαχείρισης των κερδών από τις επιχειρήσεις που κάνουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Abdullah Iqbal et al. εξετάζουν τη μακροπρόθεσμη λειτουργική και χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των βρετανικών επιχειρήσεων ανοικτής προσφοράς στο πλαίσιο της διαχείρισης των κερδών. Θεωρείται ότι κατά την περίοδο πριν τη προσφορά μετοχών των επιχειρήσεων ανακοινώνονται σημαντικές βελτιώσεις στην λειτουργική τους απόδοση, άσχετα με την απόδοση των ταμειακών ροών. Αποτελέσματα σχετικά με τις επενδυτικές αποδόσεις δείχνουν ότι οι προσφερόμενες επιχειρήσεις ξεπερνούν διάφορα σημεία αναφοράς στο έτος πριν τη προσφορά, αλλά υστερούν σε έως και τέσσερα χρόνια μετά την προσφορά. Αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι βραχυπρόθεσμα δεδουλευμένα πριν την προσφορά, προβλέπουν την μακροχρόνια υποαπόδοση μετά την προσφορά μετοχών, όμως δεν προβλέπουν τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Πρόσφατες μελέτες, από τις λειτουργικές αποδόσεις των επιχειρήσεων κάνοντας αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δείχνουν αυξανόμενες αποδόσεις κατά την περίοδο πριν τη προσφορά και χαμηλότερες μετά την προσφορά. Η ανάλυση της απόδοσης επιστροφής δείχνει ότι οι προσφερόμενες επιχειρήσεις ξεπερνούν την αγορά πριν από την έκδοση μετοχών, αλλά υστερούν της αγοράς μακροπρόθεσμα μετά την ανοιχτή προσφορά. Για την εξήγηση αυτών των γεγονότων, οι Teoh, Welch και Wong (1998) και Rangan (1998) δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις υπερεκτιμούν τα κέρδη τους πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου χρησιμοποιώντας λογιστικά δεδουλευμένα.

Σε μακροπρόθεσμη βάση, η αγορά συνειδητοποιεί το σφάλμα με επακόλουθο τα απογοητευτικά κέρδη μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η συμβολή της μελέτης του συγκεκριμένου άρθρου αφορά όχι μόνο την εγκυρότητα των στοιχείων της διαχείρισης των κερδών στις ΗΠΑ, αλλά και τη διενέργεια

δοκιμών που διεξήχθησαν . Εξετάζεται η λειτουργική και επενδυτική απόδοση από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εκδίδοντας μέσω ανοικτών προσφορών στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου (LSE). Το θέμα είναι ότι , προσφέρεται στους μετόχους σε αναλογία με τις υπάρχουσες συμμετοχές τους , οποιαδήποτε μετοχή που δεν έχει ληφθεί από τους μετόχους και στη συνέχεια τοποθετούνται άνευ όρων με τα θεσμικά όργανα. Στο βαθμό όπου, οι ανοιχτές προσφορές της Βρετανίας περιλαμβάνουν τόσο τους παλιούς όσο και τους νέους μετόχους , μιλάμε για παρόμοια με των ΗΠΑ προσφορά . Σε σύγκριση με τις προσφερόμενες εταιρίες , οι ανοιχτές προσφορές δίνουν περισσότερες δυνατότητες για τους μετόχους να συμμετάσχουν στην έκδοση, αν και τα δικαιώματα των μετόχων σε ανοικτές προσφορές δεν είναι διαπραγματεύσιμα μέσα, σε αντίθεση με την έκδοση δικαιωμάτων.

Με βάση ένα δείγμα από 181 ανοικτές προσφορές από το Ηνωμένο Βασίλειο, μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, διαπιστώνεται ότι από την έκδοση μετοχών τα κέρδη υπερβαίνουν τη συμφωνημένη απόδοση και κέρδη των μη εκδοτών κατά το έτος πριν και το χρόνο της προσφοράς, αλλά υστερούν μετά τη προσφορά. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που διαχειρίζονται επιθετικά τα κέρδη τους πριν τη προσφορά έτους έχουν χαμηλότερες αποδοχές ενεργητικού από ό, τι μη προσφερόμενες επιχειρήσεις κατά τα τρία έτη μετά την έκδοση.

Η απόδοση της επένδυσης της ανοιχτής προσφοράς των επιχειρήσεων βελτιώνεται σε σχέση με την αγορά κατά το έτος πριν από την έκδοση και επιδεινώνεται κατά τα έτη μετά την έκδοση. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων πριν τη προσφορά και των δύο ετών μετά την προσφορά. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τα στοιχεία της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου των ΗΠΑ του Teoh et al. και Rangan, υποστηρίζοντας την υπόθεση της διαχείρισης των κερδών.

Κεφάλαιο 4^ο

4.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η παρούσα εμπειρική μελέτη έχει ως στόχο να εξετάσει εάν υφίσταται η περίπτωση χειραγώγησης των κερδών των εταιρειών που έχουν προβεί σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Επίσης, εξετάζεται εάν η χειραγώγηση των κερδών των εταιρειών αυτών κατά την περίοδο διάθεσης των μετοχών των άνω εταιρειών, μπορεί να εξηγήσει την εν λόγω μειωμένη απόδοση. Τέλος, μελετάται το ενδεχόμενο, η μειωμένη απόδοση που παρουσιάζουν οι μετοχές να οφείλεται στην αδυναμία των επενδυτών να αντιληφθούν την χειραγώγηση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα πριν και μετά τη διάθεση των μετοχών. Για τους άνω λόγους η μεθοδολογία που αναπτύχθηκε βασίζεται σε μια πληθώρα άρθρων όπως αυτά των Loughran και Ritter (1995), Spiess και Affleck-Graves (1995), Jones (1991), Deschow (1995), Teoh, Welch και Wong (1998), Healy και Palepu (1990), Scrinivasan Rangan καθώς και Georgia Siougle (2007).

4.2 Περιγραφή δείγματος

Μελετάται ένα δείγμα εισηγμένων εταιριών του Λονδίνου για τη χρονική περίοδο 1990-2010 και θα γίνει σύγκριση με Ελληνικές εταιρίες για την ίδια περίοδο. Όπως πραγματοποιήθηκε σε προγενέστερες μελέτες από το αρχικό δείγμα εταιριών θα αποκλειστεί ένας αριθμός εταιριών που δε πληροί τα κριτήρια. Αρχικά συγκεντρώθηκε το δείγμα το οποίο αποτελείται από Βρετανικές και Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες. Για την συγκέντρωση των δεδομένων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων THOMSON ONE BANKER. Ο αρχικός αριθμός του δείγματος αποτελείτο από 7.803 Βρετανικές και 300 Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες οι οποίες διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για το διάστημα 31/12/1990-31/12/2010.

Στη συνέχεια το δείγμα των εταιρειών περιορίστηκε και για τις δύο χώρες θέτοντας τα εξής κριτήρια :

1. Οι εταιρίες να είναι εισηγμένες (Company Status: Public)
2. Η χρονική περίοδος είναι 31/12/1990-31/12/2010
3. Αποκλείστηκαν εταιρίες κατηγοριών : Ασφαλιστικές(Insurance), Financials, Asset management (Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και Ακινήτων (Real Estate)

Θέτοντας άλλο ένα κριτήριο διάκρισης για τις εταιρίες με συνολική εισροή από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (Proceeds) μεγαλύτερες των 100.000.000 \$, το δείγμα αποτελείται από 207 Βρετανικές (Πίνακας 1) και 27 Ελληνικές (Πίνακας 2) εισηγμένες εταιρείες.

4.3 Υπολογισμός των μακροχρόνιων χρηματοοικονομικών αποδόσεων

Στηριζόμενοι στο άρθρο, *Spiess, D., Graves, J., 1995. Under-performance in long-run stock returns following seasoned equity offerings*, οι εταιρείες, όπως προαναφέραμε, που διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της περιόδου 1975-1989 είχαν σημαντικά χαμηλότερη απόδοση από ένα δείγμα αντίστοιχων εταιρειών του ίδιου κλάδου και ίδιου μεγέθους που διενήργησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Για τη μέτρηση της μακροπρόθεσμης απόδοσης αυτών των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, υπολογίζεται η απόδοση μετά από την αγορά των μετοχών στην τιμή κλεισίματος την ημέρα της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Σημεία αναφοράς της μετέπειτα απόδοσης λαμβάνονται υπόψη:

1. Ένα δείγμα εταιρειών του ίδιου κλάδου που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου .
2. Ένα δείγμα εταιρειών ίδιου δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία και ίδιου μεγέθους που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Και για τα δύο παραπάνω, οι εταιρείες του ελέγχου αποτελούν επίσης αντικείμενο του συστήματος συναλλαγών και περιλαμβάνουν εταιρείες που δεν έχουν πουλήσει δημόσια νέες μετοχές για πέντε χρόνια πριν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από την αντίστοιχη εταιρεία του δείγματος.

Αυτή η χαμηλή απόδοση παραμένει ακόμα και μετά από τον έλεγχο του συστήματος συναλλαγών, του μεγέθους της προσφοράς και της ηλικίας της εταιρείας που διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και του δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία. Ισχύει το ίδιο με ότι έχει καταγραφεί για τις αρχικές δημόσιες προσφορές, Graves, J., 1995, υποδηλώνοντας ότι οι διευθυντές εκμεταλλεύονται την υπερτίμηση και στην αγορά της αρχικής προσφοράς και της μεταγενέστερης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Μελετώντας τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να προσδιοριστεί εάν η ικανότητα των διευθυντών να επωφελούνται από τις ευκαιρίες υπερτίμησης είναι ένα ευρύ φαινόμενο της αγοράς ή απλά οφείλεται στη μεγάλη ασυμμετρία της πληροφόρησης στην αγορά των δημόσιων προσφορών.

4.4 Υπολογισμός χειραγώγησης κερδών

Στην παρούσα μελέτη, όπως συμβαίνει και με τις περισσότερες διεθνείς μελέτες, θα χρησιμοποιηθεί το επίπεδο των μη-κανονικών δεδουλευμένων (abnormal or discretionary accruals) ως σημείο αναφοράς προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός «ωραιοποίησης» των αποτελεσμάτων.

4.4.1 Υπόδειγμα Jones

Όπως προαναφέρθηκε ένα από τα πιο διαδεδομένα υποδείγματα για τον υπολογισμό των μη-κανονικών δεδουλευμένων έχει αναπτυχθεί από την Jones (1991), όπου σύμφωνα με το οποίο, και με τη χρήση μιας εξίσωσης παλινδρόμησης, τα συνολικά δεδουλευμένα μιας εταιρείας θεωρείται ότι σχετίζονται γραμμικά με την μεταβολή στις πωλήσεις και το ύψος των παγίων της, ενώ τα μη-κανονικά δεδουλευμένα ερμηνεύονται από το ανεξήγητο κομμάτι της παλινδρόμησης.

$$TA_{it} / A_{it-1} = a (1/A_{it-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{it} / A_{it-1}) + \beta_2 (PPE_{it} / A_{it-1}) + e_{it}$$

Όπου

TA_{it} : το σύνολο Δεδουλευμένων(total accruals)

A_{it} : το σύνολο Ενεργητικού(total assets)

ΔREV_{it} : η διαφορά των εσόδων μεταξύ του έτους t και του t-1

PPE_{it} : τα πάγια στοιχεία (PROPERTY, PLANT & EQUIP-GROSS)

$i=N$: ο αριθμός εταιριών που περιέχονται στο δείγμα

T : το έτος πριν την έκδοση

Για να μελετηθεί το δείγμα ,στηριζόμενοι στο μοντέλο Jones, συγκεντρώθηκαν οι απαραίτητες μεταβλητές:

1. Total Assets
2. Total Revenue(sales)
3. Accounts Receivable
4. Operating Income
5. Property Plant & Equip-Gross
6. Operating Income
7. Cash Flow from Operations

Επίσης αναγκαία δεδομένα για τις χρηματιστηριακές αποδόσεις είναι η τιμή (Price monthly) και ο γενικός δείκτης αγοράς Athens Stock Exchange (ATHEX) και London Stock Exchange (FTSE ALL SHARE). Λόγω έλλειψης των παραπάνω δεδομένων το τελικό μας δείγμα περιορίστηκε σε 92 Βρετανικές (**Πίνακας 3**) και 15 Ελληνικές εταιρείες (**Πίνακας 4**) .

Έπειτα, για την εφαρμογή του μοντέλου, χρειάστηκε να υπολογιστούν οι εξής μεταβλητές:

Total Accruals = Operating Income - Net Cash Flow from Operations

Total Accruals/Assets_{t-1}

$\Delta\text{REV} = \text{Net Sales or Revenues}_t - \text{Net Sales or Revenues}_{t-1}$

$\Delta\text{REV}/\text{Assets}_{t-1}$

PPE(Property, Plant & Equip-Gross) και PPE/Assets_{t-1}

Στη συνέχεια για όλο το δείγμα, 92 Βρετανικές και 15 Ελληνικές εταιρείες , εφαρμόζεται το μοντέλο Jones μέσω παλινδρομήσεων λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές των αναγκαίων μεταβλητών του μοντέλου Jones :

Total Accruals / Assets $t-1$, $\Delta\text{REV} / \text{Assets } t-1$ (b1) και $\text{PPE} / \text{Assets } t-1$ (b2) για όλες τις τιμές των περιόδων από την προηγούμενη χρήση της ημερομηνίας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Υπολογίζοντας έτσι τους συντελεστές των αναγκαίων μεταβλητών του μοντέλου Jones (b1 & b2) αλλά και την σταθερά (a) της εξίσωσης.

4.4.2 Υπολογισμός Abnormal Total Accruals

Κατόπιν γίνεται υπολογισμός των συνολικών δεδουλευμένων που θα έπρεπε να δημοσιευτούν.

Τα Normal Total Accruals υπολογίστηκαν μέσω της εξίσωσης:

$$\text{NTA}_i = \alpha + \beta_{1i} * \text{DREV} / \text{ASSETS}_{t-1} + \beta_{2i} * \text{PPE} / \text{ASSETS}_{t-1}$$

Όπου,

NTA_i : τα Normal Total Accruals για μια εταιρεία "i"

α : η σταθερά "α" του μοντέλου του Jones

β_{1i} : ο πρώτος συντελεστής βήτα του μοντέλου του Jones

β_{2i} : ο δεύτερος συντελεστής βήτα του μοντέλου του Jones

DREV : η διαφορά των εσόδων μεταξύ του έτους t και του t-1

PPE : τα πάγια στοιχεία (PROPERTY, PLANT & EQUIP-GROSS)

ASSETS_{t-1} : τα πάγια στοιχεία ενεργητικού μιας εταιρείας "i" για το έτος t-1

Εφόσον υπολογίστηκαν τα Normal Total Accruals, επόμενο βήμα η εκτίμηση των μη κανονικών δεδουλευμένων (Abnormal Total Accruals) Ελληνικών και Βρετανικών εταιριών(Πίνακας 5 & Πίνακας 6) ,μέσω των οποίων διαπιστώνεται αν η εταιρεία έχει προβεί σε χειραγώγηση κερδών :

$$\text{Abnormal Total Accruals} = \text{Total Accruals(as reported)} - \text{Normal Total Accruals}$$

4.4.3 Υπολογισμός Working Capital Accruals

Τα Δεδουλευμένα (accruals) μπορούν να υπολογιστούν βάση των Συνολικών Δεδουλευμένων (Total Accruals) όπως επίσης και με τον υπολογισμό του Κεφαλαίου Κίνησης (Working Capital Accruals) μέσω της εξίσωσης :

$$WCA_{it}(\text{Working Capital Accruals})/\text{Assets}_{t-1} = a_i + b_{1i} * \Delta\text{REV}_{it}/\text{Assets}_{t-1}$$

Όπου,

WCA_{it} : το Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital Accruals) για μια εταιρεία "i" για το έτος "t"

a_i : η σταθερά "α" του μοντέλου του Jones

b_{1i} : ο συντελεστής βήτα του μοντέλου του Jones

ΔREV : η διαφορά των εσόδων μεταξύ του έτους t και του t-1 για μια εταιρεία "i"

ASSETS_{t-1} : τα πάγια στοιχεία ενεργητικού μιας εταιρείας "i" για το έτος t-1

Στην άνω σχέση τα Working Capital Accruals εκτιμήθηκαν ως εξής:

$$\text{Working Capital Accruals} = \text{Total Accruals} + \text{Depreciation}$$

Έχοντας υπολογίσει τα Working Capital Accruals = Total Accruals + Depreciation και τα Working Capital Accruals / Assets_{t-1}, υπολογίζονται τα αποτελέσματα μέσω της παλινδρόμησης για όλες τις περιόδους πριν από την προηγούμενη χρήση από την ημερομηνία της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Τέλος υπολογίζονται τα Normal WCA = a + b1*ΔREV/Assets_{t-1}, και στη συνέχεια τα

$$\text{Abnormal WCA} = \text{WCA as reported} - \text{Normal WCA}$$

4.5 Στρατηγική Αγοράς και Διατήρησης (Buy and Hold Strategy)

Για τη μέτρηση της μακροπρόθεσμης απόδοσης των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, υπολογίζεται η απόδοση μετά από την αγορά των μετοχών στην τιμή κλεισίματος την ημέρα της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Η χαμηλή απόδοση παραμένει ακόμα και μετά από τον έλεγχο του συστήματος συναλλαγών, του μεγέθους της προσφοράς και της ηλικίας της εταιρείας που διενεργεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και του δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία, υποδηλώνοντας ότι οι διευθυντές εκμεταλλεύονται την υπερτίμηση και στην αγορά της αρχικής προσφοράς και της μεταγενέστερης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Εξετάζονται οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να προσδιοριστεί εάν η ικανότητα των διευθυντών να επωφελούνται από τις ευκαιρίες υπερτίμησης είναι ένα ευρύ φαινόμενο της αγοράς ή απλά οφείλεται στη μεγάλη ασυμμετρία της πληροφόρησης στην αγορά των δημόσιων προσφορών. Η διπλωματική αυτή εργασία έχει σαν στόχο να παρουσιάσει την μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης ως τρόπο προσέγγισης της αγοράς. Θα παρουσιαστούν τα κυριότερα στοιχεία της θεωρίας, αυτά δηλαδή που αποτελούν τις βάσεις πάνω στις οποίες στηρίζονται όλοι σχεδόν οι τεχνικοί αναλυτές στην προσπάθειά τους να ερμηνεύσουν και να προβλέψουν την αγορά. Σκοπός της εργασίας είναι να εκτιμήσει την αποτελεσματικότητα των τεχνικών κανόνων εμπορικών συναλλαγών με το να αξιολογήσει την ικανότητά τους να ξεπεράσουν την αφελή στρατηγική της διακράτησης- αγοράζω και κατέχω στρατηγική εμπορικών συναλλαγών. Η επενδυτική στρατηγική που παρουσιάζεται είναι η ίδια και για όλη τη βάση δεδομένων μας. Βασίζεται στην απλούστερη μορφή της τεχνικής ανάλυσης και μάλιστα του δείκτη του κινητού μέσου όρου. Εφαρμόζεται η μέθοδος της τομής των κινητών μέσων όρων πάνω σε τιμές κλεισίματος μετοχών εταιρειών, οι οποίες είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια του Λονδίνου και της Αθήνας. Η αποδοτικότητα των τεχνικών κανόνων ενισχύεται περαιτέρω με μια συνδυασμένη προσέγγιση σημάτων αγοράς και πώλησης. Προσεγγίζοντας σημαντικές πληροφορίες θεωριών που έχουν βραβευτεί κατά καιρούς στις χρηματιστηριακές αγορές από καταξιωμένους οικονομολόγους, καθώς και μέσα από πρακτικές, θα παρουσιαστεί το φαινόμενο της μεθοδολογικής προσέγγισης της τεχνικής ανάλυσης.

Με την χρήση της τεχνικής ανάλυσης εντοπίζονται σήματα αγοράς και πώλησης. Με την πιστή εφαρμογή της ανάλυσης ουσιαστικά είμαστε μέσα στην αγορά οποιαδήποτε χρονική στιγμή ακολουθώντας τα σημεία (σήματα) αγοράς και πώλησης, εισόδου και εξόδου δηλαδή, που παρουσιάζονται τα εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης.

$$BHAR_{it} = \Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+ER_{it})$$

Όπου,

$\Pi(1+R_{it})$: Το γινόμενο του $1+R_{it}$ της απόδοσης της μετοχής μίας εταιρίας i , για το μήνα t .

$\Pi(1+ER_{it})$: Το γινόμενο του $1+ER_{it}$ της απόδοσης του εκάστοτε δείκτη.

Μια από τις διαδεδομένες επενδυτικές στρατηγικές είναι η επενδυτική στρατηγική της αγοράς και διακράτησης (buy and hold : πρόκειται για μια επενδυτική στρατηγική που αφορά τη μακροπρόθεσμη, σταδιακή επένδυση σε χρεόγραφα μιας εταιρείας).

Αυτή η στρατηγική είναι μια μακροπρόθεσμη επενδυτική στρατηγική, που βασίζεται στην ιδέα ότι, μακροπρόθεσμα, οι αγορές μετοχών θα δώσουν μια ικανοποιητική αυξητική απόδοση, παρά τις περιόδους μεταβλητότητας ή ύφεσης της αγοράς. Έτσι αγοράζονται μετοχές, και στη συνέχεια δεν πραγματοποιούνται συναλλαγές για μεγάλο χρονικό διάστημα άσχετα από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Μια τέτοια στρατηγική αγνοεί τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες τάσεις και επικεντρώνεται αποκλειστικά στην μακροπρόθεσμη. Η προσέγγιση αυτή στην επένδυση μετοχών βασίζεται πάνω στην παραδοχή ότι στο απώτερο μέλλον οι τιμές των μετοχών θα ανεβαίνουν, αλλά ο μέσος επενδυτής δεν γνωρίζει τι θα συμβεί αύριο. Η λογική πίσω από την ιδέα είναι ότι σε μια καπιταλιστική κοινωνία η οικονομία θα συνεχίσει να αναπτύσσεται, έτσι τα κέρδη θα συνεχίσουν να αυξάνονται και ως αποτέλεσμα θα αυξηθούν συγχρόνως οι τιμές των μετοχών και των μερισμάτων μετοχών. Μπορεί να υπάρξουν βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις, λόγω των επιχειρηματικών κύκλων ή της αύξησης του πληθωρισμού, αλλά σε μακροπρόθεσμη βάση αυτά θα εξομαλύνονται και η αγορά στο σύνολό της θα αυξηθεί. Αυτή η άποψη υποστηρίζει επίσης ότι η βραχυπρόθεσμη παρακολούθηση της αγοράς, ώστε στον κατάλληλο ακριβώς χρόνο να ληφθούν αποφάσεις για την αγορά ή πώληση μετοχών ανάλογα με τα επιτόκια ή τη δύναμη της οικονομίας, (που μπορεί κανείς να εισέλθει στην αγορά στα χαμηλότερα σημεία και να πωλήσει στα ψηλά), δεν λειτουργεί ή δεν λειτουργεί για τους μικρούς επενδυτές, οπότε είναι καλύτερο απλά να αγοράζουν και να κατέχουν.

Οι μικρότεροι, ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τυπικά περισσότερο την επενδυτική στρατηγική της διακράτησης σε επενδύσεις ακινήτων, όπου η περίοδος εκμετάλλευσης είναι συνήθως η διάρκεια ζωής της υποθήκης τους. Δύο επιπλέον οφέλη της στρατηγικής της διακράτησης είναι ότι μπορούν να

μειωθούν οι εμπορικές προμήθειες και οι φόροι μπορούν να μειωθούν ή να εξαλειφθούν από την πραγματοποίηση λιγότερων αγορών και πωλήσεων και διακράτησης για περισσότερο χρονικό διάστημα. Από τα ισχυρότερα επιχειρήματα υπέρ αυτής της στρατηγικής είναι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (EMH efficient market hypothesis) Εάν κάθε χρεόγραφο αποτιμάται δίκαια ανά πάσα στιγμή, τότε πραγματικά δεν υπάρχει λόγος για εμπορικές συναλλαγές. Ορισμένοι λαμβάνουν μια ακραία άποψη πάνω στην στρατηγική της διακράτησης, υποστηρίζοντας ότι δεν πρέπει ποτέ κάποιος να πουλήσει ένα χρεόγραφο, εάν δεν χρειάζεται άμεσα τα χρήματα

4.5.1 Μεθοδολογία της Στρατηγικής Αγοράς και Διατήρησης (Buy and Hold Strategy)

Συγκεντρώθηκαν (από τη data stream) οι μηνιαίες τιμές(P) και ο γενικός δείκτης (PI) για όλες τις εταιρίες Ελλάδας και Βρετανίας που έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου το χρονικό διάστημα 1990-2010. Έχοντας δεδομένα τις τιμές P για κάθε μία εταιρία και τις τιμές κλεισίματος PI, από την ημερομηνία που έγινε η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και για τα επόμενα τρία έτη ,υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις (Return) ,για 12-24-36 μήνες ,μέσω λογαριθμικής εξίσωσης :

$$R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1})$$

Όπου,

P_{it} : η τιμή κλεισίματος μετοχής i το μήνα t

P_{it-1} : η τιμή κλεισίματος μετοχής i το μήνα t-1

καθώς επίσης υπολογίζεται η απόδοση FTSE ALL SHARE Return (για Βρετανία) και η απόδοση FTSE ATHEX Return (για Ελλάδα) μέσω της λογαριθμικής εξίσωσης :

$$RI_{it} = \ln(PI_{it}/PI_{it-1})$$

Όπου,

PI_{it} : η τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE ALL SHARE(ή FTSE ATHEX) για το μήνα t

PI_{it-1} : η τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE ALL SHARE (ή FTSE ATHEX)για το μήνα t-1

Στη συνέχεια εκτιμάται η απόδοση Abnormal Return , κάθε εταιρίας για 12-24-36 μήνες, αφαιρώντας την απόδοση (R) της εταιρίας από την απόδοση FTSE ALL SHARE(για Αγγλία) ή FTSE ATHEX (για Ελλάδα) ως εξής:

$$BHAR_{it} = \Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+ER_{it})$$

Όπου,

$\Pi(1+R_{it})$: Το γινόμενο του $1+R_{it}$ της απόδοσης της μετοχής μίας εταιρίας i , για το μήνα t .

$\Pi(1+ER_{it})$: Το γινόμενο του $1+ER_{it}$ της απόδοσης του εκάστοτε δείκτη.

Έχοντας υπολογίσει το $1+R$ COMPANY και το $1+R$ INDEX εκτιμάται στο 13^ο -25^ο -37^ο μήνα, το γινόμενο $\Pi(1+R_{it})$ καθώς και το γινόμενο $\Pi(1+ER_{it})$ ώστε από την αφαίρεση τους να υπολογιστεί το $BHAR_{it}$ (Πίνακας 7 & Πίνακας 8)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

5.1 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

5.1.1 Γενικά Αποτελέσματα Δείγματος

Πολλές εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω με σκοπό να παρουσιάσουν αύξηση των εσόδων και συγχρόνως το χρηματιστήριο δεν αντιλαμβάνεται, ότι η

χειραγώγηση των κερδών, δεν αντικατοπτρίζει πάγιες αυξήσεις των κερδών αλλά πρόσκαιρες, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μια υπερτίμηση των μετοχών των εταιρειών αυτών. Αντιθέτως, όταν οι εν λόγω εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών έχοντας ως αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιρειών.

Στα γενικά αποτελέσματα του δείγματος των εταιριών για την Ελλάδα (**πίνακας 9, διάγραμμα 1**) , εκτιμήθηκε ο μέσος όρος των μη κανονικών δεδουλευμένων (Abnormal Total Accruals) στο -0.0230 και το κεφάλαιο κίνησης (Working Capital Accruals) στο -0.0431 . Το συμπέρασμα από τις άνω εκτιμήσεις είναι ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης κερδών καθώς τα μη κανονικά δεδουλευμένα και το κεφάλαιο κίνησης είναι μικρότερα του μηδενός. Παράλληλα παρατηρείται η αρνητική χρηματιστηριακή απόδοση με BHAR12 στο -0.0615 , BHAR24 στο -0.1046 και BHAR36 στο -0.1225 όπως υπολογίστηκαν οι αποδόσεις των εταιριών, μέσω της στρατηγικής Αγοράς και Διακράτησης (Buy and Hold) για 12,24 και 36 μήνες. Από τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας είναι εμφανές ότι όλες οι εκτιμήσεις είναι στατιστικά ασήμαντες με μόνη εξαίρεση το BHAR 36 μηνών ($p\text{-value} < 0.05$) με το $p\text{-value}$ στο 0.044.

Προχωρώντας στη μελέτη των γενικών αποτελεσμάτων του δείγματος εταιριών Αγγλίας (**πίνακας 10 , διάγραμμα 2**) παρατηρείται ο μέσος όρος των μη κανονικών δεδουλευμένων (Abnormal Total Accruals) στο -0.0038 και του κεφαλαίου κίνησης (Working Capital Accruals) στο -0.0253. Άρα και στη περίπτωση της Αγγλίας το δείγμα δεν υφίσταται χειραγώγηση κερδών .Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις στο δείγμα παρουσιάζουν αρνητική αύξηση με BHAR12 -0.0831, BHAR24 -0.0976 και BHAR36 -0.1459. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας δείχνει στατιστικά ασήμαντες τιμές με εξαιρέσεις τα BHAR 12 και 36 μηνών όπου το $p\text{-value}$ είναι μικρότερο του 0.05.

5.2 Άλλοι παράγοντες επιρροής του δείγματος

Στη συνέχεια εξετάζονται άλλοι παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν τα μη κανονικά δεδουλευμένα και τις χρηματιστηριακές αποδόσεις του δείγματος .

5.2.1 Επίδραση IFRS

Ένας από αυτούς είναι η επίδραση των IFRS. Θα εξεταστεί αν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έλαβε χώρα. Η υιοθέτηση των IFRS δεν έχει αμβλύνει την επιρροή του οικονομικού περιβάλλοντος και του θεσμικού πλαισίου της χώρας στις διαδικασίες της ελεγκτικής και χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Παρά την υιοθέτηση των IFRS, η χειραγώγηση των κερδών από τα διευθυντικά και διοικητικά στελέχη εξακολουθεί να υφίσταται, καθώς επίσης και η ωφελιμιστική συμπεριφορά των ελεγκτών. Συνεπώς, οι ρυθμιστικές αρχές οφείλουν να καθιερώσουν πρότυπα και κανόνες που να περιορίζουν την ωφελιμιστική συμπεριφορά και των δυο.

Τα αποτελέσματα του δείγματος (**πίνακας 11, διάγραμμα 3**) ,για τις Αγγλικές εταιρίες ,είναι αρνητικά τη χρονική περίοδο 1996-2005 για τα μη κανονικά δεδουλευμένα και το κεφάλαιο κίνησης. Καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η αρνητική σχέση δεν οφείλεται στη χειραγώγηση κερδών, αλλά προέρχεται από τις απαιτήσεις συμμόρφωσης στα IFRS, οι οποίες παράγουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα στα κέρδη, ιδιαίτερα σε οικονομικά προβληματικές επιχειρήσεις.

Από το 2006 έως το 2010, είναι μία περίοδος που ενσωματώνει τη σοβαρή παγκόσμια και ελληνική οικονομική ύφεση. Στο συγκεκριμένο δείγμα τη περίοδο 2006-2010 παρουσιάζονται θετικά αποτελέσματα μη κανονικών δεδουλευμένων, ενδείξεις δηλαδή χειραγώγησης κερδών πράγμα το οποίο έπεται και την αρνητική αύξηση της χρηματιστηριακής απόδοσης από BHAR12 με -0.0714 σε BHAR36 -0.1563. Τέλος, ελέγχοντας τη στατιστική σημαντικότητα των εκτιμήσεων παρατηρείται ότι τέσσερις εκτιμήσεις είναι στατιστικά σημαντικές και συγκεκριμένα τα Abnormal Total Accruals και Abnormal Working Capital Accruals για το διάστημα 1996 έως 2005 καθώς τα BHAR 24 και 36 μηνών για το διάστημα 2006 έως 2010.

Επίσης παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του δείγματος και για τις Ελληνικές εταιρίες (**πίνακας 12, διάγραμμα 4**). Τη χρονική περίοδο 1996-2005 τα μη κανονικά δεδουλευμένα και το κεφάλαιο κίνησης εμφανίζονται αρνητικά. Από το 2006 έως το 2010 όμως εντοπίζεται χειραγώγηση κερδών αφού παρουσιάζονται θετικά αποτελέσματα μη κανονικών δεδουλευμένων και κεφαλαίου κίνησης.

Παρατηρώντας την αρνητική χρηματιστηριακή απόδοση από BHAR12 με -0.0614 σε BHAR24 με -0.0150 και BHAR36 με -0.0435. Όλες οι εκτιμήσεις είναι στατιστικά ασήμαντες εκτός των Abnormal Total Accruals για το διάστημα 1996 έως 2005 όπου το p-value ανέρχεται στο 0.0344.

5.2.2 Επίδραση Διαφορετικών χρονικών περιόδων

Σχετικά με την επίδραση των διαφορετικών χρονικών περιόδων στα Abnormal Total Accruals και στα Abnormal Working Capital Accruals των Αγγλικών εταιρειών παρατηρείται ότι κατά τις περιόδους 1996-1999, 2000-2002 και 2003-2007 τα Abnormal Total Accruals εκτιμώνται αρνητικά και συγκεκριμένα -0.0358, -0.0298 και -0.0303 αντίστοιχα. Αναφορικά με τα Abnormal Working Capital Accruals των Αγγλικών εταιρειών για τις παραπάνω περιόδους είναι αρνητικά επίσης και ανέρχονται σε -0.0368, -0.0273 και -0.0403. Αντιθέτως, κατά την περίοδο 2008-2010 τα Abnormal Total Accruals εκτιμώνται θετικά και συγκεκριμένα 0.0412. Το συμπέρασμα από τις άνω εκτιμήσεις είναι ότι συγκεκριμένα για τις περιόδους 1996-1999, 2000-2002 και 2003-2007 δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης κερδών καθώς τα μη κανονικά δεδουλευμένα είναι μικρότερα του μηδενός. Αυτό διότι τα δεδουλευμένα, που θα έπρεπε να παρουσιάζουν οι εταιρίες, είναι μεγαλύτερα από αυτά που έχουν δημοσιευτεί. Σε αντίθεση με τη περίοδο 2008-2010 όπου παρουσιάζεται χειραγώγηση κερδών, με τα μη κανονικά δεδουλευμένα να υπολογίζονται σε 0.04124. Τέλος, τα BHAR 12, 24 και 36 μηνών για το διάστημα 1996 έως 1999 είναι στατιστικά σημαντικά με το p-value τους να μη ξεπερνάει το 0.05. Τα άνω συμπεράσματα παρουσιάζονται και στον **πίνακα 13** καθώς και στο **διάγραμμα 5**.

Από τις άνω εκτιμήσεις επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι εταιρείες που προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών έχοντας ως αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιρειών. Όπως παρατηρείται κατά την περίοδο 2008-2010, όπου παρουσιάζεται χειραγώγηση κερδών, το BHAR που εκτιμήθηκε ανά 12 μήνες μειώνεται όλο και περισσότερο και συγκεκριμένα το BHAR δώδεκα, εικοσιτεσσέρων και τριάντα έξη μηνών, μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω διάθεσης νέων μετοχών, ανέρχεται σε -0.0390, -0.0735 και -0.0990 αντίστοιχα. Δηλαδή, καταγράφεται μια σταδιακή και συνεχόμενη πτώση της χρηματιστηριακής τιμής των εταιρειών αυτών.

Σχετικά με την επίδραση των διαφορετικών χρονικών περιόδων στα Abnormal Total Accruals και στα Abnormal Working Capital Accruals των Ελληνικών εταιρειών παρατηρείται ότι κατά τις περιόδους 1996-1999, 2000-2002 και 2008-2010 τα Abnormal Total Accruals εκτιμώνται αρνητικά και συγκεκριμένα -0.1215, -0.2958 και -0.0240 αντίστοιχα. Αναφορικά με τα Abnormal Working Capital Accruals των Ελληνικών εταιρειών για τις παραπάνω περιόδους είναι αρνητικά επίσης και ανέρχονται σε -0.1737, -0.2734 και -0.0387. Αντιθέτως, κατά την περίοδο 2003-2007 τα Abnormal Total Accruals εκτιμώνται θετικά και συγκεκριμένα 0.0308. Το συμπέρασμα από τις άνω εκτιμήσεις είναι ότι

συγκεκριμένα για τις περιόδους 1996-1999, 2000-2002 και 2008-2010 δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης κερδών καθώς τα μη κανονικά δεδουλευμένα είναι μικρότερα του μηδενός . Αυτό διότι τα δεδουλευμένα , που θα έπρεπε να παρουσιάζουν οι εταιρίες, είναι μεγαλύτερα από αυτά που έχουν δημοσιευτεί . Σε αντίθεση με τη περίοδο 2003-2007 όπου παρουσιάζεται χειραγώγηση κερδών , με τα μη κανονικά δεδουλευμένα να υπολογίζονται σε 0.0308. Από την πραγματοποίηση στατιστική ελέγχου σχετικά με την σημαντικότητα των μετρήσεων μόνο το BHAR 36 μηνών για το διάστημα 2003 έως 2007 είναι στατιστικά σημαντικό με το p-value να ανέρχεται σε 0.0064. Όσον αφορά τα στοιχεία του των διαστημάτων 1996-1999 και 2000-2002 αποτελούνται από μία και μόνο παρατήρηση. Τα άνω συμπεράσματα παρουσιάζονται και στον **πίνακα 14** καθώς και **στο διάγραμμα 6**.

Από τις άνω εκτιμήσεις επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι εταιρίες που προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών έχοντας ως αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιριών. Όπως παρατηρείται κατά την περίοδο 2003-2007, όπου παρουσιάζεται χειραγώγηση κερδών, το BHAR που εκτιμήθηκε ανά 12 μήνες μειώνεται και μόνο κατά τη διάρκεια του τελευταίου δωδεκαμήνου παρουσιάζεται μια μικρή βελτίωση και συγκεκριμένα το BHAR δώδεκα, εικοσιτεσσέρων και τριάντα έξη μηνών, μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω διάθεσης νέων μετοχών, ανέρχεται σε -0.0905, -0.2012 και -0.1343 αντίστοιχα. Δηλαδή, καταγράφεται μια σταδιακή πτώση της χρηματιστηριακής τιμής των εταιριών αυτών.

5.2.3 Σχέση χρηματιστηριακών αποδόσεων και μη κανονικών δεδουλευμένων

Στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες που προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών έχοντας ως αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιριών φαίνεται επίσης και ταξινομώντας τις εταιρίες αυτές κατά τεταρτημόρια με βάση τα Abnormal Total Accruals. Συγκεκριμένα αναλύοντας τη σχέση χρηματιστηριακών αποδόσεων και μη κανονικών δεδουλευμένων για τις Αγγλικές εταιρίες παρατηρείται ότι οι εταιρίες που ανήκουν στο 3ο (δλδ. το 50%-75% του δείγματος) και 4ο τεταρτημόριο (το 75%-100% του δείγματος) παρουσιάζουν χειραγώγηση κερδών , με τα μη κανονικά δεδουλευμένα να υπολογίζονται θετικά και να ανέρχονται σε

0.0043 και 0.1456 αντίστοιχα για κάθε τεταρτημόριο. Όπως παρουσιάζεται και στον **πίνακα 15** και **διάγραμμα 7**. Οι Αγγλικές εταιρείες που κατατάσσονται στο 4ο τεταρτημόριο και προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών παρουσιάζουν BHAR που μειώνεται συνεχώς ανά δώδεκα μήνες μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Συγκεκριμένα το BHAR ανά δωδεκάμηνο κυμαίνεται σε 0.0126, -0.0598 και -0.2441.

Αναλύοντας τη σχέση χρηματιστηριακών αποδόσεων και μη κανονικών δεδουλευμένων για τις Ελληνικές εταιρείες παρατηρείται ότι οι εταιρείες που ανήκουν στο 3ο και 4ο τεταρτημόριο παρουσιάζουν χειραγώγηση κερδών, με τα μη κανονικά δεδουλευμένα να υπολογίζονται θετικά και να ανέρχονται σε 0.0074 και 0.1856 αντίστοιχα για κάθε τεταρτημόριο. Όπως παρουσιάζεται και στον **πίνακα 16** και **διάγραμμα 8**. Σημειώνεται ότι τα Abnormal TA του πρώτου τεταρτημρίου είναι στατιστικά σημαντικά καθώς το p-value που εκτιμήθηκε είναι 0.0215.

Οι Ελληνικές εταιρείες που κατατάσσονται στο 3ο τεταρτημόριο και προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών παρουσιάζουν BHAR που μειώνεται συνεχώς ανά δώδεκα μήνες μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Συγκεκριμένα το BHAR ανά δωδεκάμηνο κυμαίνεται σε 0.0275, 0.0170 και -0.0453.

5.2.4 Ανάλυση συγκεντρωτικών αποτελεσμάτων δείγματος

Συγκεντρωτικά τα συμπεράσματα σχετικά τα μη κανονικά δεδουλευμένα και τα μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης για την Αγγλία δείχνουν ότι εταιρείες που ανήκουν στα τρία πρώτα τεταρτημόρια δε προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών σε αντίθεση με εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο. Τα μη κανονικά δεδουλευμένα των αγγλικών εταιρειών ανέρχονται για τα πρώτα τρία τεταρτημόρια σε -0.0648, -0.0069 και -0.0075. Αντιθέτως οι εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο εμφανίζουν μη κανονικά δεδουλευμένα θετικά και συγκεκριμένα 0.0666 και προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών. Αναφορικά με τα μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης, για τα

τρία πρώτα τεταρτημόρια, ανέρχονται σε -0.0957, -0.0117 και -0.0407. Αντιθέτως οι εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο εμφανίζουν μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης θετικά και συγκεκριμένα 0.0508. Επίσης, με p -value μικρότερο του 0.05 εντοπίστηκαν 3 παρατηρήσεις: τα Abnormal TA και Abnormal WCA για το πρώτο τεταρτημόριο καθώς και το BHAR 24 μηνών για το δεύτερο τεταρτημόριο. Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζονται και στον **πίνακα 17** και **διάγραμμα 9**.

Τα συγκεντρωτικά συμπεράσματα σχετικά τα μη κανονικά δεδουλευμένα και τα μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης για την Ελλάδα δείχνουν ότι εταιρείες που ανήκουν στα τρία πρώτα τεταρτημόρια δε προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών σε αντίθεση με εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο. Τα μη κανονικά δεδουλευμένα των αγγλικών εταιρειών ανέρχονται για τα πρώτα τρία τεταρτημόρια σε -0.0387, -0.0565 και -0.0134. Αντιθέτως οι εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο εμφανίζουν μη κανονικά δεδουλευμένα θετικά και συγκεκριμένα 0.0572 και προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών. Αναφορικά με τα μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης, για τα τρία πρώτα τεταρτημόρια, ανέρχονται σε -0.0600, -0.0949 και -0.0243. Αντιθέτως οι εταιρείες που ανήκουν στο τέταρτο τεταρτημόριο εμφανίζουν μη κανονικά δεδουλευμένα κεφάλαια κίνησης θετικά και συγκεκριμένα 0.0461. Τέλος, σημειώνεται ότι όλες οι εκτιμήσεις είναι στατιστικά ασήμαντες καθώς παρουσιάζουν p -value πολύ μεγαλύτερο του 0.05. Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζονται και στον **πίνακα 18** και **διάγραμμα 10**.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

6.1 ΣΥΝΟΨΗ

Η παρούσα εμπειρική μελέτη είχε ως στόχο να εξετάσει εάν υφίσταται η περίπτωση χειραγώγησης των κερδών των εταιρειών που έχουν προβεί σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Επίσης, εξετάστηκε εάν η χειραγώγηση των κερδών των εταιρειών αυτών κατά την περίοδο διάθεσης των μετοχών των άνω εταιρειών, μπορεί να εξηγήσει την εν λόγω μειωμένη απόδοση. Τέλος, μελετήθηκε το ενδεχόμενο, η μειωμένη απόδοση που παρουσιάζουν οι μετοχές να οφείλεται στην αδυναμία των

επενδυτών να αντιληφθούν την χειραγώγηση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα πριν και μετά τη διάθεση των μετοχών.

Πολλές εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω με σκοπό να παρουσιάσουν αύξηση των εσόδων και συγχρόνως το χρηματιστήριο δεν αντιλαμβάνεται, ότι η χειραγώγηση των κερδών, δεν αντικατοπτρίζει πάγιες αυξήσεις των κερδών αλλά πρόσκαιρες, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μια υπερτίμηση των μετοχών των εταιρειών αυτών. Αντιθέτως, όταν οι εν λόγω εταιρείες προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω παρατηρείται μια πτώση των κερδών κατά το χρονικό διάστημα μετά την λήξη της διάθεσης των μετοχών έχοντας ως αποτέλεσμα η μείωση αυτή να εκφράζεται με υποτίμηση των μετοχών των εταιρειών.

Στην παρούσα μελέτη, όπως συμβαίνει και με τις περισσότερες διεθνείς μελέτες, χρησιμοποιήθηκε το επίπεδο των μη-κανονικών δεδουλευμένων (abnormal or discretionary accruals) ως σημείο αναφοράς προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός «ωραιοποίησης» των αποτελεσμάτων.

Η παραπάνω υπόθεση δεν τεκμηριώθηκε στη παρούσα εμπειρική μελέτη από τα δεδομένα του δείγματος καθώς το φαινόμενο της χειραγώγησης κερδών δεν επιβεβαιώνεται.

Παρακάτω διατυπώνονται οι περιορισμοί της συγκεκριμένης εμπειρικής μελέτης:

1. Όπως εκτιμήθηκαν τα μη κανονικά δεδουλευμένα και υιοθετώντας τη μέθοδο Time series, το συγκεκριμένο δείγμα μπορεί να μην “καθαρό” (clean estimation) για το χρονικό διάστημα εκτίμησης.
2. Θα μπορούσαν να έχουν εκτιμηθεί οι μη κανονικές αποδόσεις λαμβάνοντας υπόψη άλλους κινδύνους (risk factors) .

Επίσης, τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης οδηγούν και σε περαιτέρω συμπεράσματα. Οι επενδυτές εσφαλμένα προβαίνουν σε υιοθέτηση των κερδών ως κριτήριο, πριν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, και αγνοούν τις πληροφορίες των βραχυπρόθεσμων δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων πριν από την αύξηση. Σε αυτό το γεγονός συμβάλει και μία πληροφοριακά ατελής αγορά η οποία είναι υπερβολικά αισιόδοξη όταν γίνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και στη συνέχεια υποχωρεί όταν δεν μπορούν να διατηρηθούν τα υψηλά αυτά κέρδη. Αυτά τα ευρήματα συνεπάγονται επιπτώσεις για τους επενδυτές, τις εταιρείες και τους φορείς θέσπισης των λογιστικών προτύπων (Loughran, T., Ritter, J., 1997) . Μια επιπλέον ερμηνεία της πτωτικής τάσης των αποδόσεων των μετοχών μετά τη διάθεση,

πέραν της περίπτωσης χειραγώγησης κερδών από τους διευθυντές, μπορεί να αποτελέσει και το γεγονός ότι οι εταιρείες που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνεχίζουν να επενδύουν πολύ ακόμα και όταν η απόδοση τους επιδεινώνεται και αυτό υποδηλώνει ότι οι διευθυντές είναι τόσο υπεραισιόδοξοι για τη μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών που διενεργούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όσο οι επενδυτές.

Βιβλιογραφία

1. Abarbanell J., R. Leavy, 1998, "*Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts Earnings Forecast Errors?*", Journal of Accounting vol. 41, pp.209-221
2. Abdullah Iqbal, Susanne Espenlaub, Norman Strong . "*Earnings management around UK open offers* " . European Journal of Finance Vol.15 pp.29-51

3. Arnat O., Blake J. and Olivares E. (1999) . '' *The struggle against creative accounting : true and fair view* '' part of the problem or part of the solution .Working paper, Journal of Economics 41 .
4. Beattie, V., S. Brown, D. Ewers, B. John, S. Manson, D. Thomas and M. Turner. 1994. ''*Extraordinary items and income smoothing: A positive accounting approach*'' . Journal of Business Finance and Accounting pp.791-811
5. Cohen, S., Papadaki, A. and Siougle G. (2004),'' *SEOs in a Hot Market: Evidence of timing*'' , Proceedings of third Conference of Hellenic Finance and Accounting Association, 3-4 December, Athens, Greece
6. Daniel A. Cohen , Paul Zarowin (2010) . '' *Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings*'' . Journal of Accounting vol.50 pp.2-19
7. Degeorge, F. Ding, Y. Jeanjean, T. and Stolowy, H. 2004. '' *Does analyst following curb earnings management? International Evidence*'' . Working paper. University of Lugano, HEC School of Management and China-Europe International Business School
8. Dechow P., D. Skinner, 2000. '' *Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*'' . Accounting Horizons, pp. 235–250.
9. D. Katherine Spiess, John Affleck-Graves (1995) . '' *Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings*'' . Journal of Financial Economics vol. 38,243-267.
10. F. Degeorge, J.Patel, R. Zeckhauser 1999. ''*Earnings management to exceed thresholds*'' . Journal of Business vol.72 , pp. 1-33
11. Fern , Richard H., Betty C., Steven W., 1994. ''*An empirical test of politically – motivated income smoothing in the oil refining industry*'' . Journal of Applied Business Research vol.10, pp.92-100.

12. Graham, J.R, Harvey, C.R. and Rajgopal, S. 2005. *'' The economic implications of corporate financial reporting''* . Journal of Accounting and Economics vol.40, pp.3-70

13. Griffiths, I 1986 . *'' Creative accounting. How to make your profits what you want them to be''* .

14. Gutterman A. *''Marketing the Initial Public Offering: strategic planning analysis''* (Part II), Securities Regulation LJ 1991

15. Healy, P. and Wahlen, J.M. (1999) *''A review of the earnings management literature and its implications for standard setting''* , Accounting Horizons, Vol. 13, pp.365–383

16. Healy, P.M. 1985. *''The effect of bonus schemes on accounting decisions''*. Journal of Accounting and Economics vol.7 pp.85-107

17. Hepworth, S.R. 1953. *''Periodic income smoothing''*. The Accounting Review vol.28,pp. 32-39.

18. Holthausen R., Leftwich R. 1983. *'' The economic consequences of Accounting choice''*. Journal of Accounting and Economics pp.77-117.

19. Jameson, M (1988) , *''A practical Guide to creative accounting ''* , Kogan Page

20. Jones J. 1991, *''Earnings Management During Import Relief Investigations''* , Journal of Accounting Research vol.29, pp.193-228.

21. Ken M.L. Ching, Michael Firth, Oliver M. Rui (2002) . *''Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings''* .

22. Lakshmanan, Shivakumar (2000) . *''Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings;''* Journal of Accounting and Economics vol.29, pp.339-371

23. Loughran, T., Ritter, J., 1997. *''The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings''*. Journal of Finance vol.52,pp.1832-1850
24. Myers A. Linda & Skinner J. Douglas, 1999. *''Earnings Momentum and Earnings Management''*, Working Paper, University of Michigan
25. Naser, (1993), *''Creative Financial Accounting , Prentice Hall International (uk) limited''* p.110
26. Neil J., Pourciau S., Schaefer T., 1995. *'' Accounting method choice and IPO Valuation''*. Accounting Horizons vol.9, pp.68-80.
27. Park Y. W., Hyun-Han Shin 2003. *'' Board composition and earnings management in Canada''*. Journal of Corporate Finance, vol.185,pp. 1 - 27.
28. Rangan, S., 1998. *''Earnings management and the performance of seasoned equity offerings''*. Journal of Financial Economics vol.50, pp.101-122
29. Schipper, K. 1989. *'' Commentary on earnings management''*. Accounting Horizons pp. 91-102
30. Siew Hong Teoh, Ivo Welch, T.J. Wong (1998) . *''Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings''* . Journal of Financial Economics vol.50, pp.63-99

ΠΙΝΑΚΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ-ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Πίνακας 1- Δείγμα εταιριών Αγγλίας που προέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
21/03/07	Abbot Group PLC	156,81
24/04/98	Aegis Group PLC	373,39
20/01/06	Aero Inventory Plc	150,46
11/11/10	African Minerals Ltd	308,26
22/05/01	Airtours PLC	302,52
12/09/02	Alliance UniChem PLC	111,51
20/01/05	AMEC PLC	169,27
15/01/01	Anglo American Corporation	369,66
17/07/97	Antofagasta Holdings PLC	203,09
30/11/99	Applied Holographics PLC	101,65
06/03/00	AremisSoft Corp	112,14
10/05/07	Aricom PLC	553,52
19/07/06	Ashtead Group PLC	280,18
11/02/04	AstraZeneca PLC	1.039,40
15/11/10	Aurelian Oil & Gas PLC	157,27
22/01/09	Autonomy Corp PLC	309,00
21/12/09	Avanti Communications	142,69
26/07/05	Avis Europe PLC	198,99
10/05/07	Babcock International Group	178,86
08/05/07	BAE Systems PLC	1.011,17
22/10/09	Balfour Beatty PLC	596,48
18/10/00	Baltimore Technologies PLC	151,97
14/10/97	Berkeley Group PLC	204,77
14/08/01	BHP Billiton PLC	103,70
04/02/05	Big Yellow Group PLC	100,15
19/12/97	Bodycote International PLC	169,90
28/05/09	Booker Group PLC	151,25
16/06/98	Boosey & Hawkes PLC	137,13

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
26/11/09	Borders & Southern petroleum	193,26
09/06/09	Bowleven PLC	115,85
01/06/07	British Energy Group PLC	4.638,35
15/05/97	British Petroleum Co PLC	1.438,50
09/05/01	British Telecommunications PLC	7.537,30
16/07/97	British-Borneo Petroleum Syndi	262,10
18/05/10	Britvic PLC	133,81
28/09/00	BTG PLC	183,71
19/11/03	Burberry Group PLC	235,37
26/01/05	Burren Energy PLC	176,09
11/06/98	Cable & Wireless Comm	1.192,51
11/03/09	Cairn Energy PLC	160,95
24/04/07	Cape PLC	140,12
12/12/08	Centrica PLC	3.039,93
18/09/09	Cineworld Group PLC	102,28
10/12/09	Clipper Windpower PLC	205,95
06/01/05	coffeeheaven intl PLC	112,97
07/03/06	Compass Group PLC	409,57
17/10/07	Connaught PLC	114,35
19/07/02	Cookson Group PLC	419,12
03/10/07	Costain Group PLC	130,65
04/11/10	Cove Energy PLC	178,93
05/09/06	Croda International PLC	117,11
01/07/09	Daisy Group PLC	136,72
31/03/06	Dana Petroleum PLC	307,89
22/03/02	Davis Service Group PLC	199,52
22/06/09	Debenhams PLC	432,34
16/05/00	Diageo PLC	663,00
12/05/08	Dobbies Garden Centres PLC	291,14
23/06/09	Drax Group PLC	177,99
03/03/04	DS Smith PLC	130,19
21/11/03	East Surrey Holdings PLC	115,05
05/04/06	easyJet PLC	381,59
15/12/98	Emap PLC	619,72
16/03/98	Emerald Energy PLC	585,64

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
13/05/10	Faroe Petroleum PLC	136,56
19/04/05	Fenner PLC	113,56
19/12/00	Fibernet Group PLC	113,02
21/09/99	Filtronic PLC	117,77
07/02/06	First Choice Holidays PLC	169,73
14/03/00	Flextech PLC	362,50
17/03/10	G4S PLC	550,72
21/10/09	Galliford Try PLC	190,76
01/04/09	Gem Diamonds Ltd	107,39
21/07/09	GKN PLC	664,19
29/11/10	GlaxoSmithKline PLC	1.422,53
13/01/98	Great Universal Stores PLC	259,33
28/05/09	Greene King PLC	323,81
27/07/07	Griffin Mining Ltd	153,49
21/07/00	Guardian iT Plc	198,21
16/06/05	Gyrus Group PLC	280,45
02/12/10	Halfords Group PLC	261,01
04/06/98	Hardy Oil & Gas PLC	133,83
19/10/99	Henlys Group PLC	185,02
15/06/09	Heritage Oil PLC	215,29
17/01/08	Hikma Pharmaceuticals PLC	160,11
07/10/09	Hochschild Mining PLC	144,71
23/11/10	Homeserve PLC	104,79
17/06/05	Homestyle Group PLC	181,26
18/05/99	ICO Global Communications	1.038,04
24/09/08	IG Group Holdings PLC	151,77
28/05/08	Imperial Energy Corp PLC	591,86
11/06/08	Imperial Tobacco Group PLC	9.486,54
23/04/09	Inchcape PLC	349,43
29/09/99	Independent Energy Holdings	196,60
05/10/10	Inmarsat PLC	650,61
20/12/00	Intec Telecom Systems PLC	266,17
27/07/10	InterContinental Hotels Group	522,53
30/07/04	International Power PLC	497,42
17/01/00	Internet Indirect PLC	114,24

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
15/05/03	Intertek Group PLC	109,69
17/06/09	J Sainsbury PLC	397,00
12/06/98	Jarvis PLC	150,54
27/03/07	John Wood Group PLC	265,84
25/07/97	Johnson Matthey PLC	176,46
23/06/08	Johnston Press PLC	259,18
26/06/09	Katanga Mining Ltd	251,31
14/05/02	Kingfisher PLC	2.789,49
23/05/07	Kingston Communications(Hull)	212,71
23/10/09	Ladbrokes PLC	443,67
16/03/06	Laird PLC	214,72
26/10/05	LogicaCMG PLC	654,12
06/11/09	London Mining PLC	119,02
09/12/08	Lonrho PLC	455,61
15/06/00	Marconi PLC	185,81
11/05/06	Marks & Spencer Group PLC	471,17
21/07/09	Marstons PLC	265,30
16/05/00	Matalan PLC	245,32
09/03/07	Mecom Group PLC	648,49
07/03/07	Meggitt PLC	823,88
11/07/06	Melrose Resources PLC	123,22
21/10/97	Meyer International PLC	171,27
18/02/09	Micro Focus International PLC	166,53
15/12/99	Millennium & Copthorne Hotels	251,26
18/03/08	Misys PLC	150,68
03/04/98	Monument Oil and Gas PLC	159,15
19/02/04	Morgan Crucible Co PLC	104,25
26/09/06	Motive Television PLC	118,40
15/12/09	National Express Group PLC	551,62
11/06/10	National Grid PLC	4.543,46
11/08/09	Northgate PLC	135,56
22/07/98	Nursing Home Properties PLC	116,64
07/12/00	Oxford GlycoSciences PLC	165,36
17/04/09	Pace PLC	101,31
27/02/97	Partco Group PLC	104,47

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
02/12/99	Peacock Group PLC	175,93
29/07/00	Pearson PLC	2.487,61
05/06/03	Peninsular & Oriental Steam	199,24
18/11/09	Petra Diamonds Ltd	100,00
12/03/04	PetroKazakhstan Inc	133,13
27/01/04	Photo-Me International PLC	214,50
17/06/99	PowderJect Pharmaceuticals PLC	119,01
17/04/02	Premier Farnell PLC	371,93
07/09/06	Premier Foods PLC	841,06
25/03/09	Premier Oil PLC	236,21
02/03/00	Psion PLC	201,31
10/12/03	Punch Taverns PLC	376,58
09/09/08	QinetiQ Group PLC	452,84
24/07/00	Radiotrust PLC	102,30
02/04/03	Reckitt Benckiser Group PLC	387,80
17/10/00	Redbus Interhouse PLC	122,09
30/07/09	Reed Elsevier PLC	729,50
24/01/08	Regal Petroleum PLC	167,24
16/11/01	Rentokil Initial PLC	150,10
18/08/09	Rexam PLC	552,47
16/05/08	Rightmove PLC	115,92
01/07/09	Rio Tinto PLC	11.728,21
19/10/10	Rockhopper Exploration PLC	323,81
16/04/10	Sable Mining Africa Ltd	124,72
22/09/09	SABMiller PLC	147,16
16/02/00	Sage Group PLC	286,68
08/08/08	Salamander Energy PLC	104,08
15/03/06	Sanctuary Group PLC	157,16
10/06/00	Scoot.com PLC	242,79
20/01/00	Scottish Radio Holdings PLC	126,59
24/11/97	Select Appointments (Holdings)	218,50
24/06/09	Shanks Group PLC	112,01
20/02/07	Shire PLC	899,69
20/03/06	Sibir Energy PLC	137,61

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
24/05/07	SIG PLC	297,63
20/01/10	SOCO International PLC	166,16
24/03/98	Somerfield PLC	295,80
09/03/07	Southern Cross Healthcare	327,09
09/07/09	Speedy Hire PLC	159,21
16/11/00	Spirent PLC	646,41
22/02/06	Sportingbet PLC	114,10
28/01/09	SSL International PLC	124,48
02/11/99	Stagecoach Holdings PLC	286,44
09/11/04	Sterling Energy PLC	180,11
10/03/08	Stobart Group Ltd	150,59
23/07/07	Tanfield Group PLC	259,54
08/12/04	Tate & Lyle PLC	423,34
18/11/97	Taylor Nelson AGB PLC	100,22
26/05/09	Taylor Wimpey PLC	424,34
11/02/10	Telecity Group PLC	176,05
15/09/04	Telewest Global Inc	186,44
13/01/04	Tesco PLC	1.169,05
10/09/09	Thomas Cook Group PLC	1.505,27
21/07/97	Thorn PLC	115,77
19/12/01	Thus Group PLC	251,76
07/12/05	Titan Europe PLC	121,45
16/11/99	Trafficmaster PLC	107,68
12/06/09	Travis Perkins PLC	477,75
27/01/10	Tullow Oil PLC	1.496,22
14/05/02	Unilever PLC	117,01
01/12/09	Unite Group PLC	249,11
29/06/05	United Utilities PLC	907,39
29/09/09	Valiant Petroleum PLC	106,11
02/05/01	Vodafone Group PLC	3.446,88
08/04/08	Wellstream Holdings PLC	327,93
07/04/09	William Hill PLC	524,30
25/09/06	Wolseley PLC	1.243,49
05/11/07	Xchanging PLC	106,23
28/04/06	Yell Group PLC	638,79

Πίνακας 2 – Δείγμα Ελληνικών εταιριών που προέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
01/21/2010	Aegean Marine Petro Net Inc	287,74
06/25/2007	Alapis SA	3.925,00
05/16/2007	ANEK Lines SA	144,22
09/18/2002	Coca-Cola Hellenic Bottling Co	177,44
02/26/2004	Cosmote Telecommunications	450,24
08/13/2010	Danaos Corp	200,00
05/08/2009	Diana Shipping Inc	287,50
05/07/2009	DryShips Inc	487,50
11/06/2007	Euroseas Ltd	107,53
06/08/2007	Folli Follie SA	107,38
08/05/2008	Forthnet SA	154,33
10/23/2007	Freeseas Inc	104,36
07/16/2005	Greek Organisation Of Football	919,34
03/13/2007	Halcor SA	118,84
02/22/2000	Hellenic Petroleum SA	355,00
06/16/2000	Hellenic Telecommunications SA	813,57
12/23/2010	Lesvos Maritime Co	128,43
01/22/1998	Minerva	100,00
09/16/2005	Motor Oil(Hellas)Corinth	390,14
05/23/2007	Navios Maritime Holdings Inc	132,25
10/08/2010	Navios Maritime Partners LP	111,64
06/28/2007	OTE SA	1.509,95
11/08/2006	Sidenor SA	157,59
07/17/2007	StealthGas Inc	129,60
11/05/2004	Top Tankers Inc	128,75
05/17/2003	Vodafone-Panafon Hellenic	232,00

Πίνακας 3 – Τελικό δείγμα Αγγλικών εταιριών

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
19/07/06	Ashtead Group PLC	280.18
11/02/04	AstraZeneca PLC	1,039.40
22/01/09	Autonomy Corp PLC	309.00
08/05/07	BAE Systems PLC	1,011.17
22/10/09	Balfour Beatty PLC	596.48
14/10/97	Berkeley Group PLC	204.77
04/02/05	Big Yellow Group PLC	100.15
19/12/97	Bodycote International PLC	169.90
18/05/10	Britvic PLC	133.81
11/06/98	Cable & Wireless Comm	1,192.51
11/03/09	Cairn Energy PLC	160.95
24/04/07	Cape PLC	140.12
12/12/08	Centrica PLC	3,039.93
07/03/06	Compass Group PLC	409.57
17/10/07	Connaught PLC	114.35
19/07/02	Cookson Group PLC	419.12
05/09/06	Croda International PLC	117.11
31/03/06	Dana Petroleum PLC	307.89
22/06/09	Debenhams PLC	432.34
16/05/00	Diageo PLC	663.00
12/05/08	Dobbies Garden Centres PLC	291.14
03/03/04	DS Smith PLC	130.19
21/11/03	East Surrey Holdings PLC	115.05

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
05/04/06	easyJet PLC	381.59
12/04/02	Enterprise Inns PLC	420.97
14/06/06	Expro International Group PLC	222.67
13/05/10	Faroe Petroleum PLC	136.56
19/04/05	Fenner PLC	113.56
14/03/00	Flextech PLC	362.50
17/03/10	G4S PLC	550.72
21/10/09	Galliford Try PLC	190.76
21/07/09	GKN PLC	664.19
29/11/10	GlaxoSmithKline PLC	1,422.53
28/05/09	Greene King PLC	323.81
27/07/07	Griffin Mining Ltd	153.49
16/06/05	Gyrus Group PLC	280.45
19/10/99	Henlys Group PLC	185.02
15/06/09	Heritage Oil PLC	215.29
17/01/08	Hikma Pharmaceuticals PLC	160.11
07/10/09	Hochschild Mining PLC	144.71
23/11/10	Homeserve PLC	104.79
24/09/08	IG Group Holdings PLC	151.77
11/06/08	Imperial Tobacco Group PLC	9,486.54
23/04/09	Inchcape PLC	349.43
05/10/10	Inmarsat PLC	650.61
27/07/10	InterContinental Hotels Group	522.53
17/06/09	J Sainsbury PLC	397.00
27/03/07	John Wood Group PLC	265.84
25/07/97	Johnson Matthey PLC	176.46

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
23/06/08	Johnston Press PLC	259.18
14/05/02	Kingfisher PLC	2,789.49
23/10/09	Ladbrokes PLC	443.67
26/10/05	LogicaCMG PLC	654.12
09/12/08	Lonrho PLC	455.61
09/03/07	Mecom Group PLC	648.49
07/03/07	Meggitt PLC	823.88
11/07/06	Melrose Resources PLC	123.22
18/02/09	Micro Focus International PLC	166.53
18/03/08	Misys PLC	150.68
15/12/09	National Express Group PLC	551.62
11/06/10	National Grid PLC	4,543.46
11/08/09	Northgate PLC	135.56
17/04/09	Pace PLC	101.31
29/07/00	Pearson PLC	2,487.61
18/11/09	Petra Diamonds Ltd	100.00
27/01/04	Photo-Me International PLC	214.50
17/04/02	Premier Farnell PLC	371.93
25/03/09	Premier Oil PLC	236.21
02/03/00	Psion PLC	201.31
09/09/08	QinetiQ Group PLC	452.84
02/04/03	Reckitt Benckiser Group PLC	387.80
24/01/08	Regal Petroleum PLC	167.24
16/11/01	Rentokil Initial PLC	150.10
18/08/09	Rexam PLC	552.47
01/07/09	Rio Tinto PLC	11,728.21

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
22/09/09	SABMiller PLC	147.16
16/02/00	Sage Group PLC	286.68
15/03/06	Sanctuary Group PLC	157.16
20/01/00	Scottish Radio Holdings PLC	126.59
24/06/09	Shanks Group PLC	112.01
20/02/07	Shire PLC	899.69
20/03/06	Sibir Energy PLC	137.61
24/05/07	SIG PLC	297.63
20/01/10	SOCO International PLC	166.16
09/07/09	Speedy Hire PLC	159.21
16/11/00	Spirent PLC	646.41
13/01/04	Tesco PLC	1,169.05
27/01/10	Tullow Oil PLC	1,496.22
29/06/05	United Utilities PLC	907.39
02/05/01	Vodafone Group PLC	3,446.88
07/04/09	William Hill PLC	524.30
25/09/06	Wolseley PLC	1,243.49

Πίνακας 4 – Τελικό δείγμα Ελληνικών εταιριών

(Issue Date) ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	Issuer	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (\$ mil)
01/21/2010	Aegean Marine Petro Net Inc	287.74
05/16/2007	ANEK Lines SA	144.22
09/18/2002	Coca-Cola Hellenic Bottling Co	177.44
08/13/2010	Danaos Corp	200.00
05/08/2009	Diana Shipping Inc	287.50
05/07/2009	DryShips Inc	487.50
06/08/2007	Folli Follie SA	107.38
08/05/2008	Forthnet SA	154.33
03/13/2007	Halcor SA	118.84
06/16/2000	Hellenic Telecommunication s SA	813.57
12/23/2010	Lesvos Maritime Co	128.43
09/16/2005	Motor Oil(Hellas)Corinth	390.14
10/08/2010	Navios Maritime Partners LP	111.64
06/28/2007	OTE SA	1,509.95
11/08/2006	Sidenor SA	157.59

Πίνακας 5 – Μη κανονικά δεδουλευμένα Αγγλικών εταιριών

ISSUER	(Total Accruals as reported) ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΟΠΩΣ ΕΠΡΕΠΕ ΝΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΟΥΝ	(Normal Total Accruals) ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	(Abnormal Total Accruals) ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ
AUTONOMY	0.0310367548	-0.000555132	0.031591887
ASHTAD	-0.0340802361	-0.097081855	0.063001619
ASTRAZENECA	0.0018156936	0.259954759	-0.258139066
BALFOUR BEATTY	-0.0689548547	-0.050422131	-0.018532723
BAE SYSTEMS	0.0077761320	-0.077022617	0.08479875
BERKELEY	3.2668489767	1.35098533	1.915863647
BIG YELLOW	-0.0110303063	-0.046649423	0.035619117
BODYCOTE	0.0373860229	-0.058973041	0.096359064
BRITVIC	0.0082577501	0.049306604	-0.041048854
CABLE & WIRELESS	-0.0402439024	0.073495166	-0.113739069
CAIRN ENERGY	-0.0714662533	-0.070921912	-0.000544341
CAPE	0.2811459027	-0.025628414	0.306774316
CENTRICA	-0.0235879480	0.018453429	-0.042041377
CONNAUGHT	-0.0080052054	0.047832937	-0.055838143
COOKSON	-0.0404022426	0.000864061	-0.041266304
COSTAIN	-0.1439571476	-0.013467861	-0.130489286
CRODA	0.0062695925	0.120088986	-0.113819393
DANA PETROLEUM	0.0000632500	-0.023558247	0.023621497
DEBENHAMS	-0.0129953237	0.013621395	-0.026616719
DIAGEO	0.0469646895	0.069554332	-0.022589643
DOBBIES GARDEN	0.0237116129	-0.012013442	0.035725055
DS SMITH	-0.0300321773	-0.00958628	-0.020445898
EAST SURREY	-0.0346062154	-0.016901853	-0.017704363
EASY JET	-0.1068005132	-0.083899227	-0.022901286
ENTERPRISE INNS	0.0664907652	0.042345848	0.024144918
EXPRO	-0.0922356972	-0.072061929	-0.020173768
FAROE	-0.1164047601	-0.818760372	0.702355612
FENNER	0.0345755006	0.049969497	-0.015393996
FLEXTECH	-0.0658732573	0.030551921	-0.096425178
G4S	-0.0029511039	0.014876348	-0.017827452
GALLIFORD TRY	-0.0392728520	0.049081202	-0.088354054
GKN	-0.0195221445	0.044675891	-0.064198036
GLAXOSMITHKLINE	0.0376982502	0.117375169	-0.079676918
GREENE KING	0.0245465333	0.051353379	-0.026806846
GRIFFIN MINING	-0.1093100388	-0.049829202	-0.059480836

Issuer	(Total Accruals as reported) ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΟΠΩΣ ΕΠΡΕΠΕ ΝΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΟΥΝ	(Normal Total Accruals) ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	(Abnormal Total Accruals) ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ
GYRUS GROUP	-0.0610558681	-0.064627444	0.003571576
HENLYS GROUP	-0.0659844701	-0.049377213	-0.016607257
HERITAGE OIL	-0.0000036378	-0.186783778	0.18678014
HIKMA	0.0902695558	0.158398684	-0.068129129
HOCHSCHILD MIN	0.0035070202	-0.172364908	0.175871929
HOMESERVE	0.0275630339	-0.015543957	0.043106991
IG GROUP	-0.4238357163	0.032584865	-0.456420581
IMPERIAL TOBACCO	0.0968608597	0.115903887	-0.019043027
INCHCAPE	0.0625047787	0.020853575	0.041651203
INMARSAT	-0.0030996739	0.000447914	-0.003547588
INTERCONTINENTAL	-0.0224736987	-0.00977992	-0.012693779
J SAINSBURY	-0.0318504595	0.01111842	-0.042968879
JOHN WOOD	0.0386072886	0.005885191	0.032722098
JOHNSON MATTHEY	-0.0143821219	0.00804644	-0.022428562
JOHNSTON PRESS	0.0256657066	0.048035775	-0.022370069
KINGFISHER	0.0454359163	0.032290198	0.013145718
LADBROKES	0.0257874203	-0.007687574	0.033474994
LOGICA	0.0264510151	0.069403465	-0.04295245
LONRHO	-0.1367041199	-0.022451912	-0.114252208
MECOM	-0.0118337502	-0.06891087	0.057077119
MEGGITT	0.0422065455	0.023318235	0.018888311
MELROSE	-0.0934167573	0.01791033	-0.111327087
MICRO FOCUS	0.0065012618	0.067575571	-0.061074309
MISYS	0.0704719388	-0.016042557	0.086514496
NATIONAL EXPRESS	0.0137945671	-0.030134084	0.043928651
NATIONAL GRID	0.0109724499	0.019331195	-0.008358745
NORTHGATE	-0.1348546463	-0.493205523	0.358350877
PACE	-0.3579092526	0.018651426	-0.376560679
PEARSON	0.0120368629	0.041444871	-0.029408008
PETRA DIAMONDS	0.0387735899	-0.417929798	0.456703388
PHOTO-ME	-0.2283780877	-0.13569136	-0.092686728
PREMIER FARNELL	0.0967525196	0.019812881	0.076939639
PREMIER OIL	-0.0340044502	0.010094926	-0.044099376
PSION	-0.0645052423	-0.050217872	-0.01428737
QINETIQ	-0.0089270532	0.011853061	-0.020780114

Issuer	(Total Accruals as reported) ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΟΠΩΣ ΕΠΡΕΠΕ ΝΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΟΥΝ	(Normal Total Accruals) ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	(Abnormal Total Accruals) ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ
RECKITT BENCKISER	-0.0214705882	0.02490171	-0.046372298
REGAL PETROLEUM	-0.1547504284	-0.132165032	-0.022585397
RENTOKIL INITIAL	0.0007058337	0.217943625	-0.217237791
REXAM	0.0342834363	-0.020644046	0.054927482
RIO TINTO	-0.0052486680	-0.056933003	0.051684335
SABMILLER	0.0132094799	-0.013540462	0.026749942
THE SAGE GROUP	-0.0559226328	0.192221334	-0.248143967
SANCTUARY	0.0355255412	0.039298053	-0.003772512
SCOTTISH RADIO	0.1785021049	0.047783174	0.130718931
SHANKS	-0.0288648349	-0.015155455	-0.01370938
SHIRE	-0.0558032310	0.001347206	-0.057150437
SIBIR ENERGY	0.0502043936	0.075915387	-0.025710994
SIG	0.0381072064	0.090543232	-0.052436025
SOCO	0.0128109160	-0.014609759	0.027420675
SPEEDY HIRE	-0.0732503571	-0.130543339	0.057292981
SPIRENT	0.0223224887	0.079083057	-0.056760568
TESCO	-0.0234212867	-0.018665627	-0.00475566
TULLOW OIL	-0.0005456488	-0.057367921	0.056822272
UNITED UTILITIES	-0.0252174949	0.014088759	-0.039306254
VODAFONE	0.0245773888	-1.5070646	1.531641989
WILLIAM HILL	0.0287511759	0.048506247	-0.019755071
WOLSELEY	0.0004802824	0.008067167	-0.007586885

Πίνακας 6 – Μη κανονικά δεδουλευμένα Ελληνικών εταιριών

Issuer	(Total Accruals as reported) ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΟΠΩΣ ΕΠΡΕΠΕ ΝΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΟΥΝ	(Normal Total Accruals) ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ	(Abnormal Total Accruals) ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ
ANEK LINES	0.011652397	-0.000980331	0.012632729
COCA-COLA	-0.061779933	0.234016526	-0.295796459
DANAOS	0.015154835	-0.002116568	0.017271404
DRYSHIPS	-0.02202168	-0.119331245	0.097309565
AEGEAN MARINE	0.181451519	0.247596078	-0.06614456
DIANA SHIPPING	-0.037610106	-0.034394828	-0.003215278
FOLLI FOLLIE	-0.026904145	-0.311301034	0.284396889
FORTHNET	-0.138241894	-0.141264552	0.003022658
HALCOR METAL	0.226075096	0.051073309	0.175001787
HELLENIC TELECOM	0.019375374	0.140916041	-0.121540667
MARITIME LESVOS	-0.031790397	-0.006426982	-0.025363416
MOTOR OIL	-0.067618685	0.063177324	-0.130796009
NAVIOS MARITIME PART	-0.11642539	0.047564533	-0.163989924
OTE	-0.069895014	-0.047645577	-0.022249437
SIDENOR	0.047743749	0.154313421	-0.106569672

Πίνακας 7 – Χρηματιστηριακές Αποδόσεις Αγγλικών εταιριών(Μέθοδος Buy and Hold)

Issuer	BHAR 12	BHAR 24	BHAR 36
ASHTAD	0.008642	-0.47746	-0.46214
ASTRAZENECA	-0.32262	-0.31195	-0.35577
AUTONOMY	0.041181	-0.26152	0.472683
BAE SYSTEMS	0.102738	0.173603	-0.10278
BALFOUR	-0.10019	-0.11571	-0.12717
BERKELEY	-0.33687	-0.51086	-0.30799
BIG YELLOW	0.495845	1.682414	0.513792
BODYCOTE	-0.24577	-0.58535	-0.65562
BRITVIC	-0.24038	-0.46839	-0.25233
CABLE & WIRELESS	-0.08196	0.11012	-0.65267
CAIRN ENERGY	0.369414	0.51728	-0.30686
CAPE	-0.08697	-0.69311	-0.77604
CENTRICA	-0.21188	-0.2504	-0.46571
CONNAUGHT	0.179364	0.150226	-0.8734
COOKSON	0.02577	-0.05378	-0.49183
COSTAIN	-0.01816	0.13111	-0.19394
CRODA	0.13759	0.202123	0.388926
DANA PETROLEUM	-0.14981	0.390664	0.310329
DEBENHAMS	-0.54643	-0.59856	-0.14242
DIAGEO	0.374779	0.650372	0.386621
DOBBIES GARDEN	0.328049	0.150962	-0.04191
DS SMITH	-0.19469	-0.55334	-0.07092
EAST SURREY	0.127411	0.357071	-1.75902
EASY JET	1.081305	-0.33688	-0.15529
ENTERPRISE INNS	0.155501	1.007496	1.806332
EXPRO	0.362159	1.292262	1.21277
FAROE	0.105498	0.011391	-0.64495
FENNER	0.375859	0.464853	0.555623
FLEXTECH	-0.22134	-0.02906	0.379647
G4S	-0.07669	-0.00474	-0.40146
GALLIFORD TRY	-0.26915	0.550931	1.025743
GKN	0.118615	0.598348	0.544386
GLAXOSMITHKLINE	0.168446	0.028642	0.109091
GREENE KING	-0.30532	-0.20292	0.114228
GRIFFIN MINING	-0.55887	-0.52526	-0.62624
GYRUS GROUP	0.033914	0.11163	0.701763
HENLYS GROUP	-0.38577	-0.8563	-0.6179
HERITAGE OIL	-0.45941	-0.76937	-0.82113

Issuer	BHAR 12	BHAR 24	BHAR 36
HIKMA	0.018988	0.104527	0.357915
HOCHSCHILD MIN	0.449658	0.073506	-0.0665
HOMESERVE	-0.23409	-0.72317	-0.80625
IG GROUP	-0.20265	0.0727	0.368394
IMPERIAL TOBACCO	0.087913	-0.02245	0.139054
INCHCAPE	0.680093	0.541278	0.03522
INMARSAT	-0.26066	-0.20585	-0.13575
INTERCONTINENTAL	-0.04603	0.468409	0.319298
J SAINSBURY	-0.12976	-0.33049	-0.18274
JOHN WOOD	0.572166	0.0461	0.084862
JOHNSON MATTHEY	-0.48938	-0.4346	-0.07496
JOHNSTON PRESS	-0.85517	-1.0049	-0.93237
KINGFISHER	0.094784	0.179104	0.004124
LADBROKES	-0.07566	-0.15461	0.218659
LOGICA	-0.17374	-0.18715	0.254512
LONRHO	-0.03044	-0.07729	0.190866
MECOM	-0.61335	-0.67727	-0.74642
MEGGITT	0.016696	-0.15561	-0.02606
MELROSE	-0.14437	0.012557	-0.24293
MICRO FOCUS	0.152329	-0.72167	-0.29844
MISYS	0.147164	0.404205	0.913815
NATIONAL EXPRESS	0.171732	-0.08031	-0.22037
NATIONAL GRID	0.025955	0.222529	0.08735
NORTHGATE	-0.20008	-0.05651	-0.21238
PACE	-0.24658	-0.89448	-0.97766
PEARSON	-0.26328	-0.35811	-0.42022
PETRA DIAMONDS	0.272991	0.409092	0.292001
PHOTO-ME	-0.40397	-0.67351	-1.02948
PREMIER FARNELL	-0.1996	-0.27862	-0.60816
PREMIER OIL	-0.08365	0.387103	-0.11703
PSION	-0.81313	-0.81008	-0.59916
QINETIQ	-0.37837	-0.71781	-0.61682
RECKITT BENCKISER	0.129928	0.124393	0.269968
REGAL PETROLEUM	-0.55838	-0.70185	-0.9122
RENTOKIL INITIAL	0.0217	-0.19529	-0.42176
REXAM	0.058033	0.160577	0.39231
RIO TINTO	0.115693	0.360773	-0.21398
SABMILLER	0.241301	0.278233	0.392849

Issuer	BHAR 12	BHAR 24	BHAR 36
THE SAGE GROUP	-0.65779	-0.57883	-0.4805
SANCTUARY	-1.02816	-0.93393	-0.66787
SCOTTISH RADIO	-0.01605	-0.43528	-0.29235
SHANKS	0.12517	0.161579	-0.30481
SHIRE	-0.0688	0.154677	0.272421
SIBIR ENERGY	-0.13387	0.061188	-0.64753
SIG	-0.41139	-0.5675	-0.73572
SOCO	-0.20306	-0.30976	-0.34699
SPEEDY HIRE	-0.57858	-0.56427	-0.60132
SPIRENT	-0.6511	-0.61301	-0.69167
TESCO	0.159861	-0.02472	0.269512
TULLOW OIL	-0.02553	0.056918	-0.2457
UNITED UTILITIES	-0.18545	-0.20312	0.047029
VODAFONE	-0.34259	-0.05512	-0.13578
WILLIAM HILL	-0.38566	-0.40195	0.037126
WOLSELEY	-0.39035	-0.46018	-0.7342

Πίνακας 8 – Χρηματιστηριακές Αποδόσεις Ελληνικών εταιριών(Μέθοδος Buy and Hold)

Issuer	BHAR 12	BHAR 24	BHAR 36
ANEK LINES	0.091348	-0.12001	-0.19714
COCA-COLA	0.017037	-0.19223	-0.39191
DANAOS	0.30955	0.180184	0.059299
DRYSHIPS	-0.11392	0.059485	0.009544
AEGEAN MARINE	-0.50288	-0.2029	-0.22436
DIANA SHIPPING	0.052048	0.24912	0.211804
FOLLI FOLLIE	0.077938	-0.0704	-0.00164
FORTHNET	-0.34287	-0.2412	-0.25502
HALCOR METAL	-0.52358	-0.20282	-0.16205
HELLENIC TELECOM	-0.06888	0.060932	-0.11357
MARITIME LESVOS	-0.33255	-0.47368	-0.6319
MOTOR OIL	-0.16117	-0.66645	-0.09885
NAVIOS MARITIME PART	0.35025	0.157269	0.182265
OTE	-0.01287	0.040857	-0.05801
SIDENOR	0.237383	-0.14832	-0.16735

Πίνακας 9 – Γενικά αποτελέσματα Ελληνικών εταιριών

ΓΕΝΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ					
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
Μέσος Όρος	-0.0231	-0.0431	-0.0615	-0.1046	-0.1225
P-value	0.5353	0.3270	0.3954	0.1224	0.0439

Πίνακας 10 – Γενικά αποτελέσματα Αγγλικών εταιριών

ΓΕΝΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ					
	Μη κανονικά δεδουλευ μένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
Μέσος Όρος	-0.0038	-0.0253	-0.0831	-0.0976	-0.1459
P-value	0.7924	0.1289	0.0231	0.0600	0.0130

Πίνακας 11 – Αποτελέσματα Αγγλίας σύμφωνα με τα IFRS

	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ IFRS				
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1996-2005	-0.0348	-0.0421	-0.0998	-0.0587	-0.1311
2006-2010	0.0167	0.0141	-0.0714	-0.1248	-0.1563
P-value 1996-2005	0.0167	0.0380	0,1239	0.5404	0,2259
P-value 2006-2010	0.4602	0.5628	0,0990	0,0328	0,0189

Πίνακας 12 – Αποτελέσματα Ελλάδας σύμφωνα με τα IFRS

	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ IFRS				
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1996-2005	-0.1636	-0.1857	0.0061	-0.2365	-0.1929
2006-2010	0.0281	0.0087	-0.0614	-0.0151	-0.0435
P-value 1996-2005	0.0344	0.0632	0,9475	0,2212	0,0657
P-value 2006-2010	0,4578	0,7695	0.5439	0,7942	0,4271

Πίνακας 13 - Επίδραση διαφορετικών χρονικών περιόδων για Αγγλικές εταιρίες

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ					
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1996-1999	-0.0358	-0.0368	-0.3137	-0.3582	-0.3381
2000-2002	-0.0298	-0.0273	0.0285	0.2141	-0.1274
2003-2007	-0.0303	-0.0403	-0.0781	-0.1088	-0.1351
2008-2010	0.0412	-0.0045	-0.0391	-0.0735	-0.0991
P-value 1996-1999	0,2669	0,3133	0,0119	0,0233	0,0190
P-value 2000-2002	0,4293	0,4423	0,5362	0,1716	0,7273
P-value 2003-2007	0,0991	0,0567	0,2312	0,2216	0,1484
P-value 2008-2010	0,1830	0,8987	0,4330	0,3225	0,1908

Πίνακας 14 - Επίδραση διαφορετικών χρονικών περιόδων για Ελληνικές εταιρίες

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ					
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1996-1999	-0.1215	-0.1737	-0.0689	0.0609	-0.1136
2000-2002	-0.2958	-0.2734	0.0171	-0.1922	-0.3919
2003-2007	0.0308	0.0046	-0.0905	-0.2012	-0.1343
2008-2010	-0.0241	-0.0387	0.0191	0.0886	0.0477
P-value 2003-2007	0,6055	0,9275	0,4059	0,0557	0,0064
P-value 2008-2010	0.5308	0,2901	0,9088	0,3245	0,5723

Πίνακας 15 – Σχέση χρηματιστηριακών αποδόσεων και μη κανονικών δεδουλευμένων ,Αγγλίας

	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ:ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ			
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή ή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1^ο τεταρτημόριο <25%	-0.1312	-0.1529	-0.1371	-0.1431
2^ο τεταρτημόριο 25%-50%	-0.0288	-0.1522	-0.1985	-0.1418
3^ο τεταρτημόριο 50%-75%	0.0043	-0.0474	0.0012	-0.0294
4^ο τεταρτημόριο 75%-100%	0.1456	0.0126	-0.0598	-0.2441
P₁-value	0,0000	0,0087	0,1178	0,2182
P₂-value	0,0000	0,0832	0,0752	0,1606
P₃-value	0,2867	0,5357	0,9904	0,8367
P₄-value	0,0006	0,8604	0,6274	0,0234

Πίνακας 16 – Σχέση χρηματιστηριακών αποδόσεων και μη κανονικών δεδουλευμένων ,Ελλάδας

	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ:ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ			
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή ή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1^ο τεταρτημόριο <25%	-0.1781	0.0343	-0.1601	-0.1055
2^ο τεταρτημόριο 25%-50%	-0.0551	-0.1527	-0.1961	-0.2704
3^ο τεταρτημόριο 50%-75%	0.0074	0.0275	0.0170	-0.0453
4^ο τεταρτημόριο 75%-100%	0.1856	-0.1865	-0.0712	-0.0514
P₁-value	0,0215	0,7783	0,4486	0,4345
P₂-value	0,0694	0,4229	0,1623	0,1199
P₃-value	0,2066	0,8524	0,8941	0,7073
P₄-value	0,0759	0,4034	0,4461	0,4518

Πίνακας 17 – Συγκεντρωτικός πίνακας αποτελεσμάτων Αγγλίας

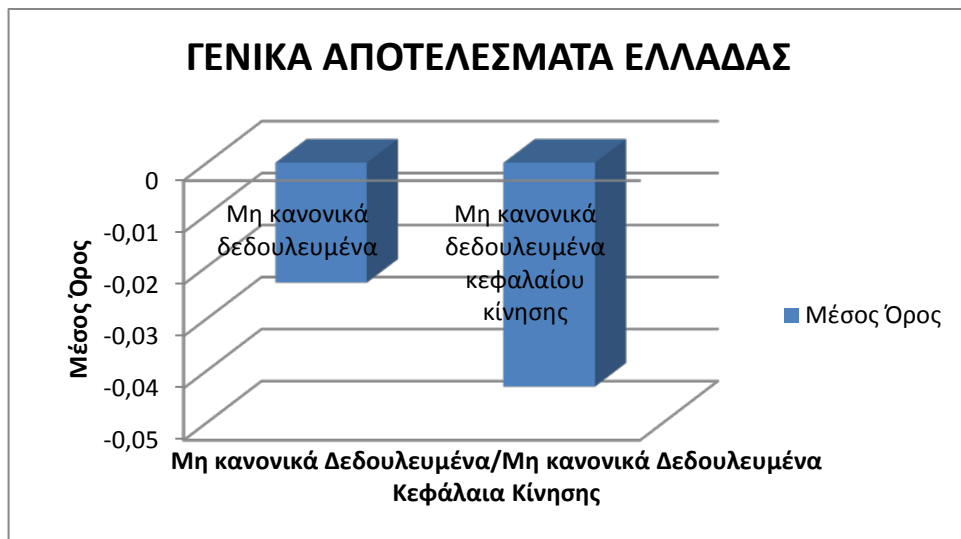
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΓΓΛΙΑΣ					
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηριακή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηριακή απόδοση
1^ο τεταρτημόριο <25%	-0.0648	-0.0957	-0.0619	-0.0632	-0.1574
2^ο τεταρτημόριο 25%-50%	-0.0069	-0.0117	-0.0738	-0.1844	-0.1374
3^ο τεταρτημόριο 50%-75%	-0.0075	-0.0407	-0.0683	-0.0693	-0.1309
4^ο τεταρτημόριο 75%-100%	0.0666	0.0508	-0.1299	-0.0764	-0.1582
P₁-value	0,0286	0,0043	0,3632	0,4177	0,0780
P₂-value	0,6053	0,3465	0,3560	0,0237	0,1907
P₃-value	0,7595	0,3658	0,1811	0,5931	0,2117
P₄-value	0,1209	0,1080	0,1753	0,5397	0,3535

Πίνακας 18 – Συγκεντρωτικός πίνακας αποτελεσμάτων Ελλάδας

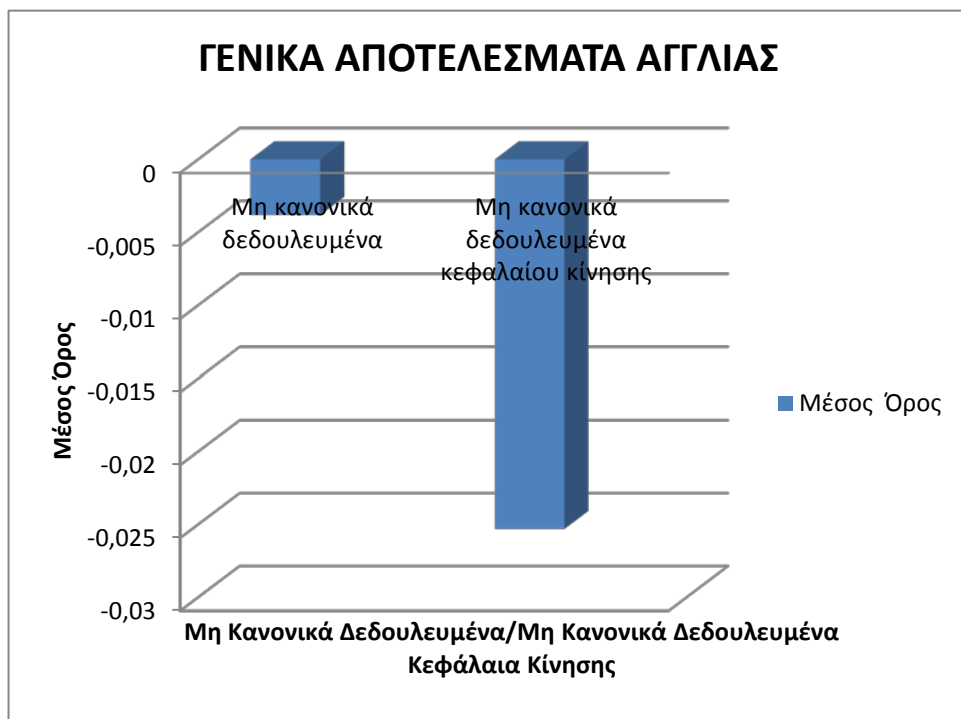
	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΛΛΑΔΑΣ				
	Μη κανονικά δεδουλευμένα	Μη κανονικά δεδουλευμένα κεφαλαίου κίνησης	ΒΗΑR12 Χρηματιστηρια κή απόδοση	ΒΗΑR24 Χρηματιστηρια κή απόδοση	ΒΗΑR36 Χρηματιστηρια κή απόδοση
1^ο τεταρτημόριο <25%	-0.0387	-0.0601	0.0033	-0.0402	-0.1412
2^ο τεταρτημόριο 25%-50%	-0.0565	-0.0948	-0.0242	-0.2150	-0.0614
3^ο τεταρτημόριο 50%-75%	-0.0134	-0.0243	-0.1755	-0.0787	-0.1161
4^ο τεταρτημόριο 75%-100%	0.0572	0.0461	0.0978	0.1198	0.0344
P₁-value	0,7707	0,6126	0,9208	0,5401	0,2013
P₂-value	0,5211	0,2033	0,9108	0,2953	0,5112
P₃-value	0,5071	0,4640	0,3172	0,5332	0,3683
P₄-value	0,3882	0,3376	0,7245	0,2970	0,3984

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

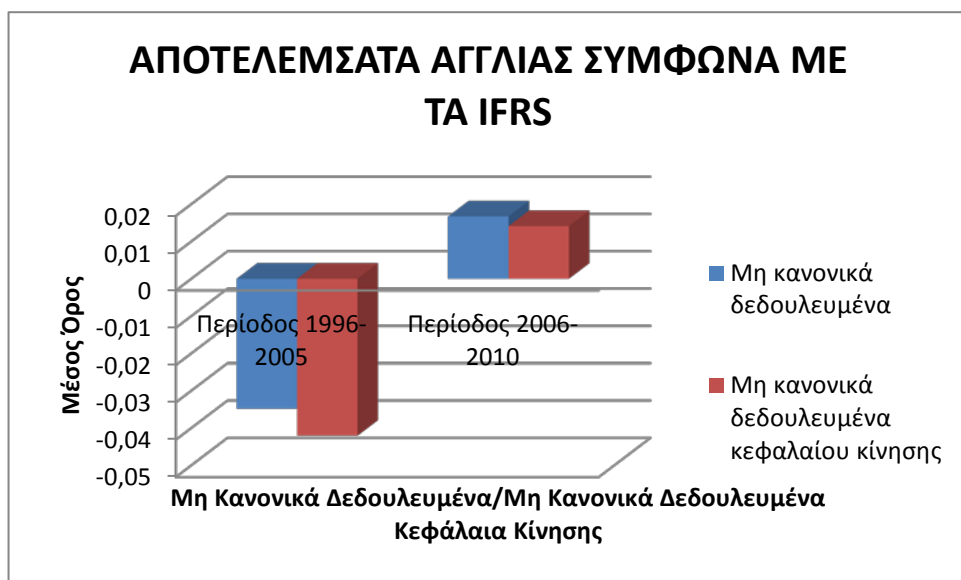
Διάγραμμα 1 - ΓΕΝΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



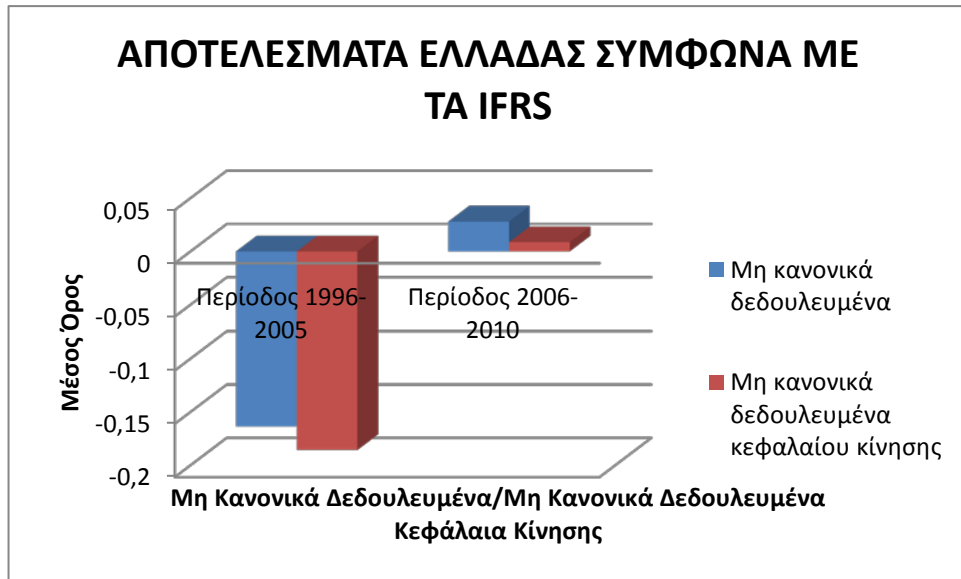
Διάγραμμα 2 - ΓΕΝΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

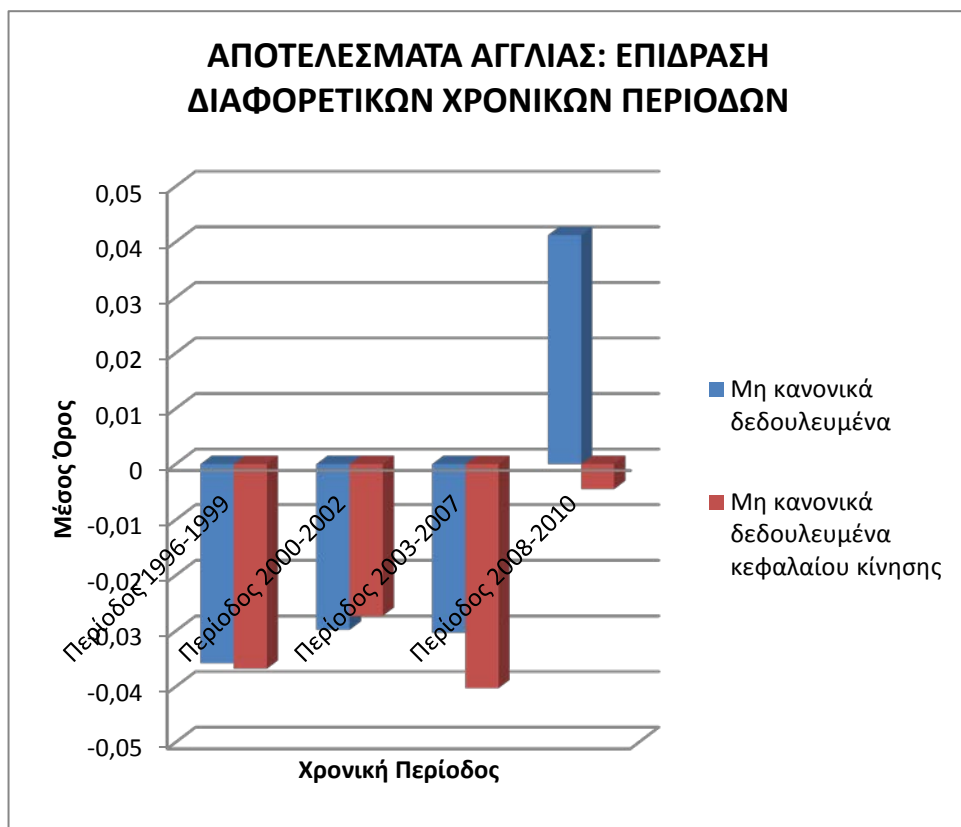


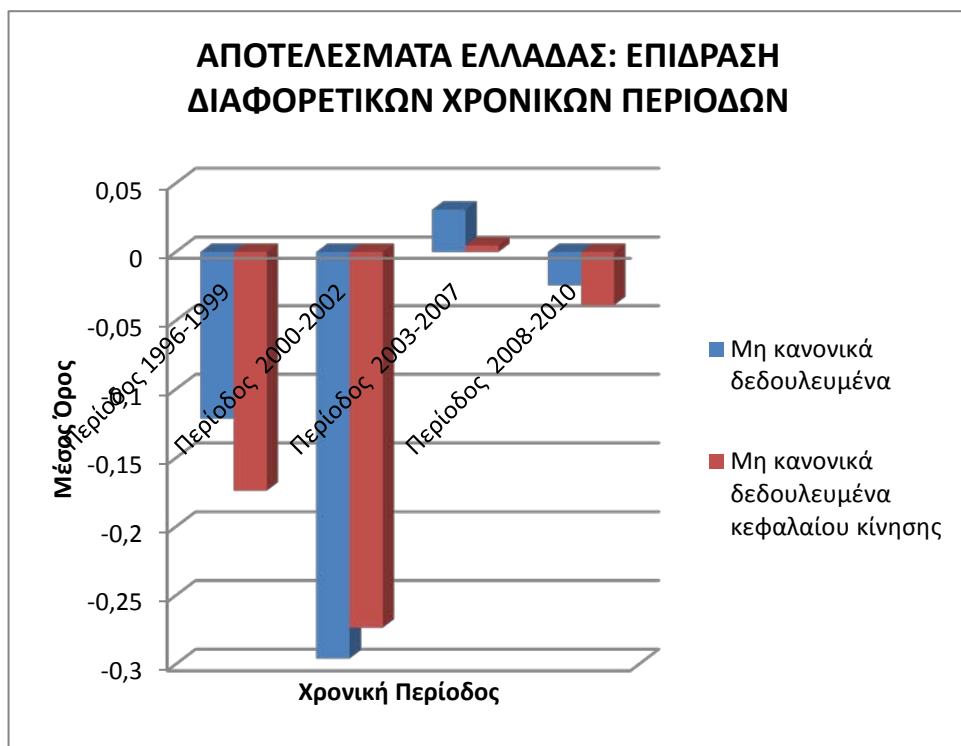
Διάγραμμα 3 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ IFRS



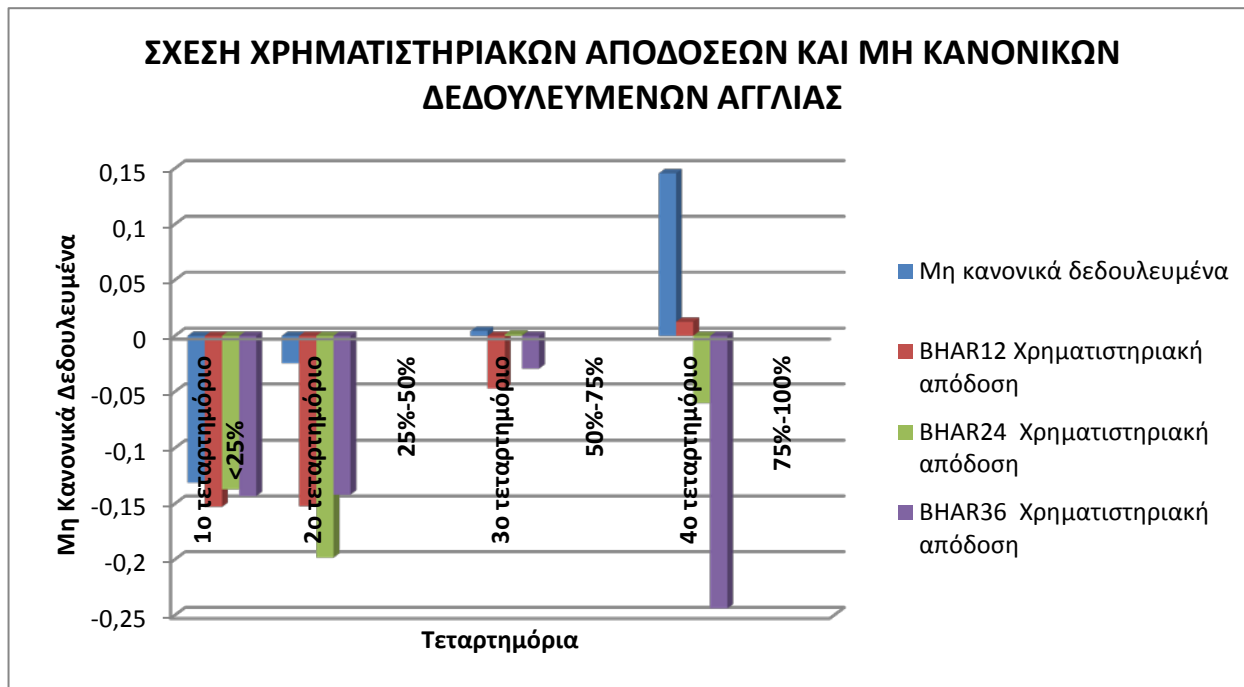
Διάγραμμα 4 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΑ IFRS



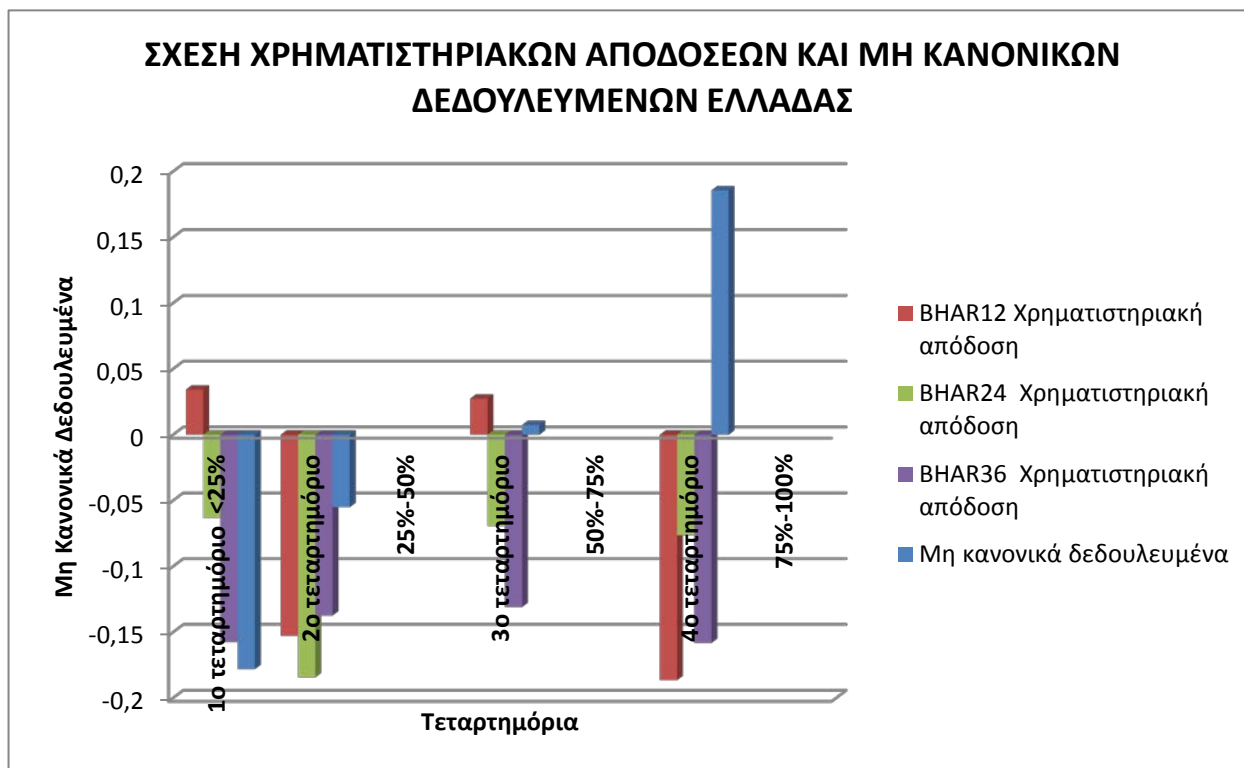
Διάγραμμα 5 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΓΓΛΙΑΣ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ

Διάγραμμα 6 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΛΑΔΑΣ: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ

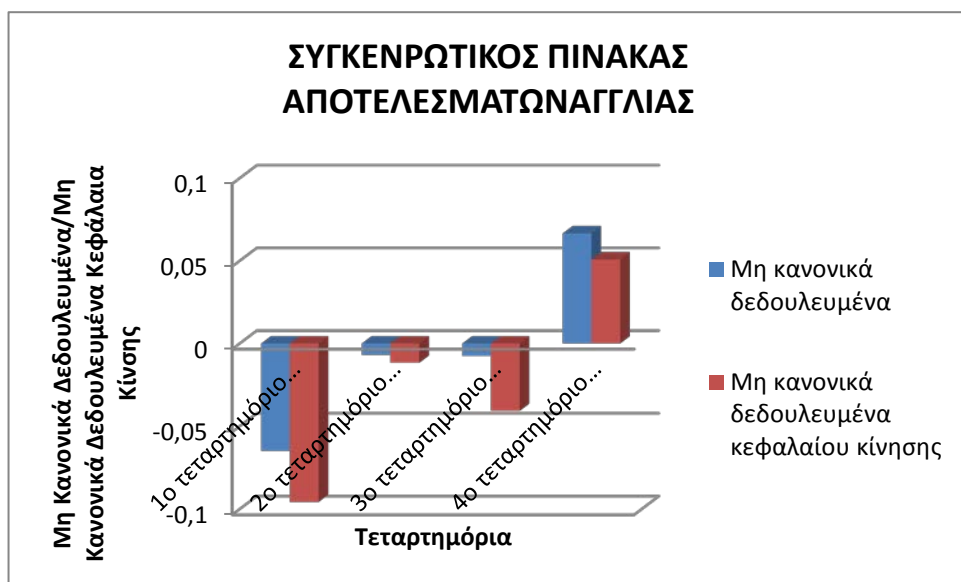
Διάγραμμα 7 –ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ ΑΓΓΛΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



Διάγραμμα 8 –ΣΧΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



Διάγραμμα 9 – ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΑΓΓΛΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



Διάγραμμα 10 – ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

