



ΑΤΕΙ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Σπουδάστρια: Πουλοπούλου Βασιλική, Α.Μ.:2007092

Επιβλέπων καθηγητής: κ. Μπαμπαλός Βασίλειος

Καλαμάτα, Μάιος 2014

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θεωρώ υποχρέωσή μου να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Μπαμπαλό Βασίλειο για την εμπιστοσύνη και την πολύτιμη καθοδήγησή του κατά την διάρκεια υλοποίησης της πτυχιακής μου εργασίας.

Επιπλέον, οφείλω να αφιερώσω την πτυχιακή μου εργασία στους γονείς μου και την γιαγιά που μου συμπαραστάθηκαν όλα τα χρόνια της φοίτησής μου στο Α.Τ.Ε.Ι Καλαμάτας.

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η πτυχιακή εργασία είναι εξ' ολοκλήρου δικό μου έργο και κανένα μέρος της δεν είναι αντιγραμμένο από έντυπες ή ηλεκτρονικές πηγές, μετάφραση από ξενόγλωσσες πηγές και αναπαραγωγή από εργασίες άλλων ερευνητών ή φοιτητών. Όπου έχω βασιστεί σε ιδέες ή κείμενα άλλων, έχω προσπαθήσει με όλες μου τις δυνάμεις να το προσδιορίσω σαφώς μέσα από την καλή χρήση αναφορών ακολουθώντας την ακαδημαϊκή δεοντολογία.

Περίληψη

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος της παρούσης εργασίας βρίσκεται η διαχείριση των κερδών (Α' μέρος) και η αξία της επιχείρησης (Β' μέρος). Αρχικά, παρουσιάζονται οι στρατηγικές και οι τεχνικές διαχείρισης κερδών. Στη συνέχεια, αναλύονται οι μέθοδοι ανίχνευσης των παραπάνω τεχνικών. Επίσης, τα κίνητρα που μπορούν να ωθήσουν μια επιχείρηση στην εφαρμογή διαχείρισης των κερδών. Στο τέλος του Α' μέρους της εργασίας αναλύεται πως η κρίση επηρεάζει την διαχείριση των κερδών και πως η διαχείριση των κερδών επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Στο Β' μέρος παρουσιάζονται οι σκοποί της επιχείρησης και οι μέθοδοι αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης.

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής είναι να γίνει κατανοητή η έννοια της διαχείρισης των κερδών. Διαχείριση κερδών είναι μια στρατηγική που χρησιμοποιείται από τη διοίκηση της εταιρείας για να χειραγωγήσουν σκόπιμα τα κέρδη της εταιρείας, έτσι ώστε να ταιριάζουν με έναν προκαθορισμένο στόχο. Η κινητήριος δύναμη πίσω από τη διαχείριση των εσόδων είναι να καλύψει έναν προκαθορισμένο στόχο.

Από την άλλη πλευρά η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, η οποία προστατεύει τους επενδυτές, θεωρεί καταχρηστική τη διαχείριση κερδών, επειδή εξυπηρετεί τους ωφελιμιστικούς σκοπούς κάθε επιχείρησης παρουσιάζοντας ωραιοποιημένα κέρδη. Ανώτερος στόχος των στελεχών είναι να εξετάσουν, πιστωτικές διευκολύνσεις και γενικότερα να διατηρήσουν την δύναμη της εταιρείας στην αγορά.

Επίσης, στόχος της πτυχιακής είναι να εξηγήσει την αξία της επιχείρησης. Είναι γεγονός ότι η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από το κατά πόσο τα μελλοντικά κέρδη που προσδοκούν οι επενδυτές υπερβαίνουν ή όχι το κόστος κεφαλαίου. Η εταιρεία ορίζεται ως το πλήθος των οικονομικών πόρων που έχουν ενωθεί, με σκοπό να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων. Γι' αυτό το λόγο η συνολική αξία της επιχείρησης δεν απορρέει μόνο από την αξία των πόρων της αλλά και από την ικανότητα της να προσφέρει μια ελκυστική απόδοση.

Πως μπορεί να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης; Η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσδιοριστεί με τις μεθόδους αποτίμησης εκ των οποίων οι πιο χρησιμοποιούμενες είναι: 1) Μέθοδος που βασίζεται σε λογιστικά δεδομένα, 2) Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, 3) Η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών και 4) Οι χρηματιστηριακοί μέθοδοι.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

Διαχείριση των κερδών

ΕΙΣΑΓΩΓΗ Α ΜΕΡΟΥΣ.....	1
------------------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

1.1 Ορισμός της διαχείρισης κερδών.....	2
1.2 Διεθνείς μελέτες για την Διαχείριση των Κερδών.....	4
1.3 Βασικά Χαρακτηριστικά της Διαχείρισης των Κερδών.....	5
-Οι μάγειρες (Cooks).....	5
-Οι συνταγές (Recipes).....	5
- Τα κίνητρα (Incentives).....	5
- Η επίβλεψη (Monitoring).....	5
- Οι συνέπειες (Results).....	5
1.4 Στρατηγικές Διαχείρισης των Κερδών.....	6
1.4.1 Εξομάλυνση των κερδών (Income Accounting).....	6
1.4.2 Big Bath Accounting.....	7
1.4.3 Αύξηση του κέρδους.....	8
1.5 Τεχνικές Διαχείρισης Κερδών.....	9
1.5.1 Η Λογιστική των «Accruals».....	9
1.5.2 «COOKIE JAR RESERVE».....	10
1.5.3 «Big bet on the Future».....	10
1.5.4«Εμπλουτισμός Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων».....	10
1.5.5 Απαλλαγή από Προβληματικές Εταιρείες (Throw Out a Problem Child).....	12
1.5.6 Αλλαγές στα GAAP.....	12
1.5.7 Απόσβεση, Υποτίμηση και Εξάντληση.....	13
1.5.8Πώληση/Επαναμίσθωση (Leaseback) και Τεχνικές Ανταλλαγής Περιουσιακών Στοιχείων	14

1.5.9 Κατάταξη Λειτουργικών Έναντι μη Λειτουργικών Κερδών.....	15
1.5.10 Πρόωρη Αποπληρωμή Χρεών.....	16
1.5.11 Η χρήση Παραγώγων (Derivatives).....	16
1.5.12 Τεχνικές “Shrink the Ship”.....	17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Μέθοδοι Ανίχνευσης Διαχείρισης Κερδών

2.1. Διαχείριση των Δεδουλευμένων.....	18
2.2 Υποδείγματα δεδουλευμένων.....	19
-Συνολικά Δεδουλευμένα.....	19
2.3 Υποδείγματα διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων.....	20
-Μέσω Μαθηματικών Μοντέλων.....	20
A) Το Μοντέλο του Healy.....	20
B) Το Μοντέλο του DeAngelo.....	21
Γ) Το Μοντέλο της Jones.....	21
Δ) Το Τροποποιημένο Μοντέλο της Jones.....	22
E) Το κλασικό υπόδειγμα.....	22
2.4 Η κατανομή των συχνοτήτων των κερδών εργαλείο για την ανίχνευση του earnings management.....	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Κίνητρα Διαχείρισης Κερδών, επίδραση της κρίσης σε αυτήν και η επίδραση της διαχείρισης κερδών στην χρηματοοικονομική ανάλυση και στην αξία της επιχείρησης.

3.1 Κίνητρα για πλασματική αύξηση των κερδών.....	25
3.1.1 Μεγιστοποίηση αποζημίωσης στελεχών.....	26
3.1.2 Μεγιστοποίηση τιμής μετοχής.....	26
3.1.3 Μείωση τη διακύμανσης των κερδών.....	27
3.1.4 Μείωση κόστους κεφαλαίου.....	27
3.1.5 Η Επίδραση των Συμβολαίων.....	27
3.1.6 Συμβόλαια Δανεισμού Επιχείρησης.....	28

3.1.7 Διαχείριση κερδών και μερισματική πολιτική.....	28
3.1.8 Επιρροή των τρίτων προς την εταιρεία.....	29
3.2 Κίνητρα για την εικονική μείωση των κερδών.....	30
3.2.1 Πολιτικές πιέσεις.....	30
3.2.2 Νομοθετικά κίνητρα.....	30
3.2.3 Το μέγεθος της εταιρείας.....	31
3.2.4 Διαπραγματεύσεις με τα εργατικά σωματεία.....	31
3.3 Η επίδραση της διαχείρισης κερδών στην χρηματοοικονομική ανάλυση.....	32
3.4 Η επίδραση της κρίσης στη διαχείριση κερδών.....	33
3.5 Η επίδραση της Διαχείρισης των Κερδών στην αξία της επιχείρησης.....	34
Η Αξία Της Επιχείρησης	
Εισαγωγή Β ΜΕΡΟΥΣ	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

4.1 Σκοποί της επιχείρησης.....	36
4.2 Ορισμός.....	36
4.3 Ενδιαφερόμενα μέρη αποτίμησης.....	37
4.4 Λόγοι αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης.....	38
4.5 Διαδικασία αποτίμησης.....	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Αποτίμηση

5.1 Ορισμός.....	40
5.2. Μέθοδοι αποτίμησης.....	41
5.2.1 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα.....	42
5.2.1.1. Λογιστική Αξία (Book Value).....	42
5.2.1.2. Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value).....	42

5.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value).....	43
5.2.1.4. Αξία Αντικατάστασης (Replacement Value).....	43
5.2.2. Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (ΠΟΑ).....	44
5.2.3 Η μέθοδος της Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών	46
5.2.4 Οι Χρηματιστηριακές μέθοδοι.....	51
5.2.4.1 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής.....	51
5.2.4.2 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων.....	5
5.2.4.3 Η μέθοδος του P/E – EPS.....	53
5.2.4.4 Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου.....	53
5.2.4.5 Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς.....	54
Συμπεράσματα.....	56
Βιβλιογραφία.....	57

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ Α' ΜΕΡΟΥΣ

Τα κέρδη αποτελούν την «βιτρίνα» των οικονομικών καταστάσεων σε μια επιχείρηση. Δείχνουν κατά πόσο οι δραστηριότητες της επιχείρησης επιδρούν προσθετικά στην αξία τους. Συνεπώς, καθώς αυτά αυξάνονται, αυξάνεται η εταιρική αξία και αντιστρόφως. Τα κέρδη είναι ο κυριότερος λόγος που γίνονται επενδύσεις. Τα κέρδη ορίζουν, επίσης, την αμοιβή των επενδυτών που είναι ανάλογη των προσπαθειών αυτών και των αποφάσεων που αυτοί πήραν. Έτσι, είναι αναμενόμενο ότι τα κέρδη θεωρούνται από τους αναλυτές, τους επενδυτές, τα ανώτερα στελέχη και τους διευθύνοντες συμβούλους ως το σημαντικότερο στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις.

Η ωραιοποίηση των λογιστικών καταστάσεων από τα στελέχη των οικονομικών διευθύνσεων συνιστά μια κύρια πηγή λογιστικής στρέβλωσης. Ενώ οι προϊστάμενοι των λογιστηρίων εξωραίζουν τον ισολογισμό, αυτοί συνήθως κάνουν περισσότερη ωραιοποίηση στον λογαριασμό αποτελεσμάτων. Ο τελευταίος αυτός είναι γνωστός ως «διαχείριση κερδών». Η διαχείριση των κερδών είναι πιθανότατα η πλέον ενοχλητική έκβαση της λογιστικής των δεδουλευμένων. Η χρήση κρίσης και εκτίμησης στην λογιστική των δεδουλευμένων επιτρέπει στα στελέχη των οικονομικών υπηρεσιών να αξιοποιούν την εσωεπιχειρησιακή πληροφόρησή τους και εμπειρία τους προκειμένου να αυξήσουν την χρησιμότητα των λογιστικών αριθμών. Μερικά ανώτερα στελέχη, όμως, εξασκούν αυτή την προαίρεση για να διαχειρίζονται λογιστικούς αριθμούς, ιδιαίτερα το κέρδος, για προσωπικό όφελος, μειώνοντας έτσι, την ποιότητα τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ

Όπως γνωρίζουμε τα κέρδη έχουν μεγάλη σημασία, έτσι η «διαχείριση κερδών» απασχολεί εδώ και πολλά χρόνια το λογιστικό κλάδο. Πολλοί συγγραφείς έχουν επιχειρήσει να καθορίσουν, να εξηγήσουν και να προβλέψουν με ακρίβεια πότε, πώς και γιατί η διοίκηση μιας επιχείρησης προσπαθεί να επηρεάσει τα αποτελέσματά της.

Παρόλα αυτά, οι ακαδημαϊκοί δεν έχουν καταφέρει να συναινέσουν σε έναν ορισμό της διαχείρισης κερδών. Δηλαδή δεν έχει γίνει δυνατό μέχρι στιγμής να παρατεθεί ένας ορισμός της διαχείρισης κερδών κοινά αποδεκτός από όλους τους ακαδημαϊκούς.

Ο Schipper (1989) έχει ορίσει τη διαχείριση κερδών ως την «επί σκοπού διεργασία καθορισμού των κερδών, συνήθως προκειμένου να ικανοποιήσει εγωκεντρικούς σκοπούς. Παρακάτω, θα παραθέσουμε και κάποιους άλλους ορισμούς της διαχείρισης κερδών που έχουν κατά καιρούς διατυπωθεί από σημαντικούς ερευνητές:

1. « Η διαχείριση κερδών εμφανίζεται, όταν η διοίκηση χρησιμοποιεί την κρίση της στην υποβολή οικονομικών εκθέσεων και στη δόμηση συναλλαγών, για να αλλοιώσει τις οικονομικές εκθέσεις, είτε για να παραπλανήσει μερικούς συμμετόχους σχετικά με την ελλοχούσα οικονομική απόδοση της επιχείρησης, είτε για να επηρεάσει την έκβαση των συμβάσεων που εξαρτώνται από αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς» (Healy και Wahlen, 1999, p.368).
2. Η διαχείριση κερδών είναι «η διαδικασία της λήψης σκόπιμων βημάτων εντός των ορίων των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών, με σκοπό την επίτευξη ενός επιθυμητού ορίου αναφερόμενων κερδών»(Davidson Stickney και Weil, 1987, αναφέρεται στον Schipper, 1989. p. 92)
3. Η διαχείριση κερδών είναι «μια σκόπιμη επέμβαση στην εξωτερική οικονομική διαδικασία υποβολής εκθέσεων, με πρόθεση την απόκτηση ιδιωτικού κέρδους». «Μια δευτερεύουσα επέκταση αυτού του ορισμού θα κάλυπτε την «πραγματική» διαχείριση κερδών, η οποία επιτυγχάνεται με αποφάσεις συγχρονισμού επενδύσεων ή χρηματοδότησης, προκειμένου να αλλοιωθούν τα αναφερόμενα κέρδη ή κάποιο υποσύνολο αυτών» (Schipper 1989, p.92).

Κοινό σημείο των παραπάνω ορισμών είναι η διαστρέβλωση της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης, ώστε να παρουσιάζει μια εικόνα που να εξυπηρετεί καλύτερα τα

συμφέροντά της. Στην ουσία, η διαχείριση κερδών στηρίζεται στην ευελιξία των διάφορων λογιστικών κανόνων (όπως για παράδειγμα των Γενικών Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών) και νόμων ή ακόμη και στην εκμετάλλευση των αδυναμιών τους και την παραβίαση αυτών.

Η διαχείριση των κερδών γίνεται για αρκετούς λόγους στους οποίους συμπεριλαμβάνονται:

- Τα στελέχη προσπαθούν να αυξήσουν τις αμοιβές τους
- Να αποφευχθούν επαχθείς δεσμεύσεις από τους πιστοδότες
- Να επιτευχθεί σύγκλιση με τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών
- Να επηρεασθούν οι τιμές των μετοχών.

Η διαχείριση των κερδών μπορεί να λάβει δυο μορφές:

- 1) Αλλαγή των λογιστικών μεθόδων, που συνιστά εμφανή μορφή διαχείρισης κερδών
- 2) Αλλαγή στις λογιστικές εκτιμήσεις και πολιτικές που καθορίζουν τους λογιστικούς αριθμούς, η οποία συνιστά μια κρυπτόμενη μορφή διαχείρισης κερδών.

1.2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Εκτός της Αμερικής όπου είναι συγκεντρωμένος ο μεγάλος όγκος εμπειρικών αλλά και θεωρητικών μελετών στο ευρύτερο πεδίο της διαχείρισης κερδών, υπάρχουν έρευνες από διάφορες χώρες του κόσμου που έχουν αποδείξει ότι η διαχείριση των κερδών είναι ένα υπαρκτό φαινόμενο. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση στο επίπεδο διαχείρισης των κερδών μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών, παρά τις πολλές προσπάθειες εναρμόνισης. Βρέθηκε ότι η διαχείριση κερδών παρατηρείται πιο πολύ στις μη εισηγμένες εταιρείες και στις χώρες με μικρή προστασία των επενδυτών και αδύνατα νομικά συστήματα. Επιχειρήσεις χωρών οι οποίες έχουν νομικά συστήματα που μοιάζουν με αυτά της Γερμανίας και της Γαλλίας παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα διαχείρισης των κερδών από ότι οι σκανδιναβικές και οι βρετανικές εταιρείες. Τα ευρήματα αυτά πιστοποιούν ότι σε όλες τις εταιρείες το θεσμικό περιβάλλον επηρεάζει κάποια στοιχεία που διαμορφώνουν τα κέρδη με τον ίδιο τρόπο. Μεγαλύτερη επίπτωση στις μη εισηγμένες εταιρείες εμφανίζονται να έχουν οι φορολογικοί κανόνες. Τα λογιστικά πρότυπα όπου σχεδιάστηκαν, ώστε να κάνουν τα κέρδη περισσότερο αντικειμενικά, έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις εισηγμένες εταιρείες.

1.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Τα βασικά στοιχεία του προβλήματος της διαχείρισης των οικονομικών καταστάσεων περιγράφονται από το μοντέλο «CRIME» που ανέπτυξε ο Rezaee (2002). Η διαστρέβλωση των οικονομικών καταστάσεων είναι αποτέλεσμα της εφαρμογής ενός συνόλου μεθόδων διαχείρισης λογιστικών κερδών και αποδίδεται στην επίδραση κάποιων παραγόντων.

Ο όρος **CRIME** που σημαίνει έγκλημα στα ελληνικά προέρχεται από τα αρχικά των λέξεων : Cooks – μάγειρες, Recipes-συνταγές, Incentives – κίνητρα, Monitoring – έλεγχος και Results – συνέπειες. Βασικοί παράγοντες που εξηγούν και αιτιολογούν την εμφάνιση οικονομικής απάτης είναι:

Οι μάγειρες (Cooks)

Είναι τα πρόσωπα που εμπλέκονται σε παραποιήσεις χρηματοοικονομικών καταστάσεων τα οποία είναι υψηλόβαθμα στελέχη της διοίκησης.

Οι συνταγές (Recipes)

Οι συνταγές είναι οι δυνητικές μορφές που μπορεί να εκλάβει η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων. Η πιο συχνή μορφή είναι η διαχείριση των κερδών.

Τα κίνητρα (Incentives)

Η υιοθέτηση πρακτικών Διαχείρισης Κερδών παρακινείται από κάποια κίνητρα. Τα κίνητρα αυτά είναι κυρίως οικονομικής φύσεως και σχετίζονται με την προσέλκυση νέων επενδυτών, προβλήματα ρευστότητας κ.ά. Επίσης, ο Rezaee σημειώνει ότι τα κίνητρα αυτά μπορεί να είναι και “ψυχωτικά”, δηλαδή η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων να οφείλεται στην τάση ορισμένων στελεχών να καταστρώνουν και να εμπλέκονται σε δολοπλοκίες.

Η επίβλεψη (Monitoring)

Ο όρο της επίβλεψης αναφέρεται στην έκταση και την ποιότητα ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων τόσο από την μεριά του εσωτερικού ελέγχου, όσο και από την μεριά του εξωτερικού ελέγχου.

Οι συνέπειες (Results)

Σε αυτό περιγράφονται οι συνέπειες που έχει η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων ανάμεσα στις σχέσεις της επιχείρησης με τους επενδυτές, τους πιστωτές της και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

1.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Η διαχείριση των κερδών μπορεί να είναι κοσμητική κατά την οποία τα στελέχη παραποιούν τα δεδουλευμένα δίχως συνέπειες στην ταμιακή ροή. Επίσης, μπορεί να είναι πραγματική, όπου τα στελέχη κάνουν ενέργειες με συνέπειες στην ταμιακή ροή της επιχείρησης για σκοπούς διαχείρισης κερδών.

Η κοσμητική διαχείριση κερδών είναι ένα δυνητικό αποτέλεσμα του εύρους εφαρμογών της λογιστικής των δεδουλευμένων. Λογιστικά πρότυπα και μηχανισμοί καθοδήγησης μειώνουν αυτό το εύρος. Εν τούτοις είναι αδύνατο να εξαλειφθεί αυτό το εύρος δοθείσας της πολυπλοκότητας και της μεταβλητότητας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Επιπλέον, η λογιστική των δεδουλευμένων απαιτεί εκτιμήσεις και κρίσεις. Αυτό αποφέρει κάποια διαχειριστική προαίρεση στον προσδιορισμό των λογιστικών αριθμών. Ενώ αυτή η προαίρεση παρέχει μια ευκαιρία για τα στελέχη να αποκαλύψουν μια πιο πληροφοριοδοτική εικόνα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μιας εταιρείας, τα στελέχη μπορεί να κάνουν κακή χρήση αυτής της ευκαιρίας προκειμένου να ωραιοποιήσουν τις λογιστικές καταστάσεις και να διαχειρισθούν έτσι τα κέρδη.

Υπάρχουν τρεις στρατηγικές οι οποίες είναι τυπικές κοσμητικής διαχείρισης των κερδών. Η **εξομάλυνση των κερδών (Income smoothing)**, το **«Big Bath Accounting»** και η **Αύξηση του Κέρδους** είναι οι κυριότερες μορφές διαχείρισης των κερδών. Τα στελέχη των επιχειρήσεων μπορούν να τις εφαρμόσουν είτε συνδυαστικά είτε ξεχωριστά σε διαφορετικά χρονικά σημεία προκειμένου να επιτευχθούν οι μακροπρόθεσμοι στόχοι της διαχείρισης των κερδών.

1.4.1 Εξομάλυνση των κερδών (Income Accounting)

Η εξομάλυνση των κερδών είναι μια συνήθης μορφή διαχείρισης κερδών. Οι επιχειρήσεις για να παρουσιάσουν σταθερή αύξηση των κερδών τους, χρησιμοποιούν την εξομάλυνση. Για να υπάρξει αυτή η μορφή της διαχείρισης των κερδών οι εταιρείες πρέπει να παράγουν πολύ μεγάλα κέρδη, έτσι ώστε η οικονομική της απόδοση να είναι πάνω από το μέσο όρο για μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία προβλέψεων με τις οποίες θα ρυθμίζονται οι ροές, όταν χρειάζεται. Είναι, λοιπόν, μια μείωση στη διακύμανση των κερδών, η οποία ωθεί τους επενδυτές να θεωρούν περισσότερο αξιόπιστα τα κέρδη, αφού τα δημοσιευμένα είναι πολύ κοντά στα αναμενόμενα κέρδη.

Η αύξηση στην αξία της εταιρείας από τη δημοσίευση υψηλότερων κερδών μετριάζεται με μια μεγαλύτερη απόκλιση που μειώνει την αναφερόμενη αξιοπιστία των

δημοσιευμένων κερδών. Σύμφωνα με τους Wild, Bernstein & Subramanyam (2001) πολλές εταιρείες όπως η Coca-Cola, η General Electric και η Microsoft χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή διαχείρισης κερδών δηλαδή να μην δημοσιοποιούν μέρη των κερδών σε «καλές περιόδους» μέσω της δημιουργίας αποθεματικών (earnings bank) και να δημοσιοποιούν τα κέρδη σε «κακές χρονιές».

Ωστόσο, εμπειρικά και ανέκδοτα στοιχεία δείχνουν ότι η Διαχείριση των Κερδών είναι διαβρωτική. Οι παράγοντες που κάνουν την διακύμανση των κερδών να κοστίζει είναι το κόστος αντιπροσώπευσης των ξένων και ίδιων κεφαλαίων, οι φόροι εισοδήματος, η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ αυτών που έχουν πρόσβαση στην εταιρεία και αυτών που δεν έχουν, και η αποφυγή του κινδύνου από τους managers.

1.4.2 Big Bath Accounting

Οι επιχειρήσεις, για λόγους ανταγωνιστικότητας οδηγούνται στην αναδιοργάνωση ή την εγκατάλειψη κάποιων λειτουργιών. Όταν συμβαίνει αυτό, 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.

Οι τεχνικές «Big Bath» βασίζονται στη φιλοσοφία πως αν πρέπει να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα, είναι προτιμότερο να αναφερθούν άμεσα από τη διοίκηση, ώστε να δημιουργηθούν οι κατάλληλες συνθήκες για μελλοντικές αυξήσεις των κερδών. Επίσης, 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

1.4.3 Αύξηση του κέρδους

Η τελευταία στρατηγική διαχείρισης κερδών είναι η αύξηση του αναφερόμενου/ δημοσιευμένου κέρδους μιας περιόδου. Το κίνητρο είναι να δοθεί στην εταιρεία μια ευνοϊκή εικόνα. Κατ' αυτό τον τρόπο είναι δυνατό να αυξηθεί το κέρδος σε αρκετές περιόδους. Σε ένα σενάριο ανάπτυξης, οι αντίθετες εγγραφές δεδουλευμένων είναι μικρότερου ύψους ποσά από τα δεδουλευμένα της τρέχουσας χρήσεως τα οποία έτσι αυξάνουν το κέρδος. Αυτό οδηγεί σε μια κατάσταση όπου η εταιρεία μπορεί να δημοσιοποιεί υψηλότερο κέρδος από την επιθετική διαχείριση των κερδών για μακρές περιόδους χρόνου. Επίσης, οι εταιρείες μπορεί να διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα πάνω και μετά να ακυρώσουν όλα τα δεδουλευμένα, με χρέωση τους μια μόνο φορά. Η μοναδική αυτή χρέωση συχνά αναφέρεται ως έκτακτη, ανόργανη ή ουδέτερη δαπάνη και ως εκ τούτου μπορεί να εκληφθεί ως λιγότερο σχετική για την λειτουργία της επιχείρησης σε οποιοσδήποτε λογιστικές αναλύσεις.

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

1.5 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ

Στην ενότητα αυτή περιγράφονται οι πιο επιτυχημένες και ευρέως χρησιμοποιημένες, νόμιμες τεχνικές διαχείρισης κερδών. Οι τεχνικές αυτές μπορούν να ταξινομηθούν σε 12 κατηγορίες.

1.5.1 Η Λογιστική των «Δεδουλευμένων»

Η λογιστική των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων είναι ένα από τα πιο συνηθισμένα εργαλεία της διαχείρισης των κερδών. Ο όρος δεδουλευμένα αναφέρεται σε ένα σύστημα με το οποίο υπολογίζεται ο χρόνος αναγνώρισης εσόδων/εξόδων, δηλαδή το πότε πραγματοποιούνται έσοδα/έξοδα και το πότε αναγνωρίζονται και καταχωρούνται στα λογιστικά βιβλία.

Στη λογιστική το έσοδο αναγνωρίζεται τη στιγμή που θα πραγματοποιηθεί, το οποίο συνοδεύεται από την έκδοση του αντίστοιχου παραστατικού. Όμως, αυτό δεν σημαίνει πάντα την άμεση είσπραξη. Μπορεί να έχουμε είσπραξη είτε άμεσα είτε έμμεσα, δηλαδή πωλήσεις της μετρητοίς ή πωλήσεις με πίστωση αντίστοιχα. Επίσης υπάρχει περίπτωση η συναλλαγή να μην ολοκληρωθεί δηλαδή να μην πληρώσει ο αγοραστής για το σύνολο των αγαθών που απέκτησε. Τότε έχουμε έσοδα, αλλά όχι χρηματική εισροή. Επίσης, υπάρχουν και τα προεισπραχθέντα έσοδα, στην περίπτωση που ο πελάτης προπληρώνει για την αγορά αγαθών (μη δεδουλευμένα). Στην ουσία αυτό δεν αποτελεί έσοδο, αλλά υποχρέωση της εταιρείας προς τον πελάτη.

Η λογιστική των δεδουλευμένων είναι δημοφιλής για τους τρεις παρακάτω λόγους:

1. Τα δεδουλευμένα αποτελούν συστατικά των κερδών που δεν παρουσιάζονται στις ταμειακές ροές.
2. Δεν έχουν άμεσες συνέπειες στις ταμειακές ροές.
3. Ανιχνεύονται σχετικά δύσκολα.

Ωστόσο, απαιτεί προβλέψεις και εκτιμήσεις αναφορικά με τις συνέπειες στις μελλοντικές ταμειακές ροές. Αυτές οι εκτιμήσεις αυξάνουν την ικανότητα των λογιστικών αριθμών να αντανakλούν έγκαιρα τις εταιρικές συναλλαγές. Επίσης πρέπει να αναφερθεί πως συχνά επιφέρουν λάθη, τα οποία μπορεί να στρεβλώσουν τη συνάφεια των αριθμών της λογιστικής των δεδουλευμένων.

Διαφορετικά σαν μέθοδο διαχείρισης κερδών μπορούμε να διακρίνουμε την κατάχρηση από μέρους της διοίκησης της λεγόμενης διοικητικής προαίρεσης (managerial

discretion). Με αυτή βελτιώνεται το οικονομικό περιεχόμενο των λογιστικών αριθμών δίνοντας έτσι στα στελέχη τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν την κρίση τους και να δημοσιοποιούν ιδιωτικές πληροφορίες μέσω των λογιστικών επιλογών και εκτιμήσεων.

1.5.2 «COOKIE JAR RESERVE»

Η τεχνική “cookie jar” παρατηρείται κυρίως σε περιόδους ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης και απόδοσης. Δηλαδή, η τεχνική αυτή επιτρέπει τη μείωση των κερδών μιας επιχείρησης μέσω της υποτίμησης των αποθεμάτων και της τεχνητής υπερτίμησης των εξόδων. Ενώ, σε περιόδους χαμηλής οικονομικής απόδοσης, τα αποθεματικά “cookie jar” μπορούν να χρησιμοποιηθούν με τέτοιο τρόπο, ώστε να αυξηθούν τα κέρδη και, αντίστοιχα, να μειωθούν τα έξοδα αυτών των περιόδων.

1.5.3 «Big bet on the Future»

Όταν μια εταιρεία συγχωνεύεται με κάποια άλλη μπορεί να ειπωθεί πως έχει βάλει ένα «big bet on the future» δηλαδή ένα «μεγάλο στοιχείο στο μέλλον». Το στοιχείο αυτό θα μπορεί να αποβεί κάτι σίγουρο σε όρους αύξησης των αναφερόμενων εσόδων της αποκτηθείσας επιχείρησης, εάν η συγχώνευση είναι κατάλληλα σχεδιασμένη. Οι “big bet” τεχνικές περιλαμβάνουν:

- ❖ Διαγραφή των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης για την συγχωνευμένη εταιρεία. Η τεχνική αυτή επιτρέπει ένα σημαντικό τμήμα της τιμής αγοράς να διαγραφεί έναντι των τρεχόντων εσόδων στη χρήση της συγχώνευσης, απαλλάσσοντας τα μελλοντικά έσοδα από αυτές τις χρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι τα μελλοντικά έσοδα θα είναι υψηλότερα απ’ ότι θα ήταν σε διαφορετική περίπτωση.
- ❖ Ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων της νεοαποκτηθείσας εταιρείας με τα αποτελέσματα της μητρικής. Τα κέρδη της μητρικής εταιρείας αυξάνονται σημαντικά, εάν η θυγατρική αγοράστηκε σε ευνοϊκούς όρους.

1.5.4 « Εμπλουτισμός Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων»

Οι εταιρείες συνηθίζουν να αγοράζουν μετοχές άλλων εταιρειών είτε για επενδυτικούς σκοπούς είτε για να πετύχουν κάποιου είδους στρατηγική συμμαχία. Τα GAAP υποθέτουν ότι επενδύσεις σε ποσοστό μικρότερο από 20% των μετοχών της άλλης επιχείρησης είναι παθητικές επενδύσεις και κατά συνέπεια η επιχείρηση που επενδύει δεν χρειάζεται να συμπεριλάβει το καθαρό εισόδημα του επιχειρηματία στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις, πράγμα που θα έκανε για υψηλότερα ποσοστά

ιδιοκτησίας. Επίσης, υπάρχουν λεπτομερείς κανόνες για το πώς υποβάλλεται μια τέτοια έκθεση παθητικών επενδύσεων.

Τα GAAP προϋποθέτουν πως αυτές οι επενδύσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε δύο κατηγορίες χρηματοφυλακίων με διαφορετική λογιστική μεταχείριση. Η πρώτη κατηγορία είναι τα «διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα»: Οποιαδήποτε αλλαγή στην αξία αγοράς αυτών των αξιόγραφων κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής χρήσης, καθώς και όποια πραγματικά κέρδη ή ζημίες προκύψουν από τις πωλήσεις αναφέρονται στο λειτουργικό αποτέλεσμα. Η δεύτερη κατηγορία είναι τα «διαθέσιμα προς πώληση χρεόγραφα»: Οποιαδήποτε αλλαγή στην αξία αγοράς κατά τη διάρκεια μιας χρήσης αναφέρεται ως «άλλα μη λειτουργικά έσοδα ή έξοδα» στην τελευταία γραμμή του λογαριασμού αποτελέσματος και όχι στο λειτουργικό αποτέλεσμα. Όταν τα αξιόγραφα αυτά πωλούνται, οποιοδήποτε κέρδος ή απώλεια αναφέρεται στο λειτουργικό αποτέλεσμα.

Τα GAAP μέσω των προϋποθέσεων που θέτουν για την πραγματοποίηση επενδύσεων προσφέρουν ευκαιρίες για διαχείριση κερδών μέσω των ακόλουθων τεχνικών:

- ❖ Συγχρονισμένες πωλήσεις αξιόγραφων οι οποίες έχουν κερδίσει αξία. Όταν απαιτούνται επιπρόσθετα έσοδα, συχνά πωλείται ένα αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου το οποίο έχει απραγματοποιητό κέρδος. Το κέρδος θα αναφερθεί στα λειτουργικά έσοδα.
- ❖ Συγχρονισμένες πωλήσεις αξιόγραφων οι οποίες έχουν χάσει σε αξία. Όταν φαίνεται χρήσιμο να αναφερθούν χαμηλότερα έσοδα, πωλείται αξιόγραφο το οποίο έχει απραγματοποιητή ζημία. Η ζημία θα αναφερθεί στα λειτουργικά έξοδα.
- ❖ Αλλαγή πολιτικής διακράτησης αξιόγραφων χαρτοφυλακίου. Η διοίκηση μπορεί να αλλάξει την πρόθεσή της σε σχέση με ένα αξιόγραφο χαρτοφυλακίου που διαθέτει και να το επαναταξινομήσει από διαπραγματευόμενο χρεόγραφο σε διαθέσιμο προς πώληση χρεόγραφο ή αντίστροφα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μεταφορά κερδών ή ζημιών του χρεογράφου στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.
- ❖ Διαγραφή απαξιωμένων χρεογράφων. Αξιόγραφα τα οποία έχουν προφανή μακροχρόνια πτώση αξίας στην ανοιχτή αγορά μπορούν να διαγραφούν στην έστω και μειωμένη αξία τους ανεξάρτητα από την ταξινόμηση του χαρτοφυλακίου στο οποίο συμπεριλαμβάνονται. Ομόλογα τα οποία αγοράζονται για να δημιουργήσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη κατηγοριοποιούνται επίσης σαν «διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα» και η μεταχείριση τους είναι ίδια με αυτή των επενδύσεων σε μετοχές (stock investments). Επενδύσεις ομολόγων που κρατούνται με πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα κατηγοριοποιούνται σε διαφορετική κατηγορία χαρτοφυλακίου την επονομαζόμενη «διακράτηση για ωρίμανση» (held to maturity).

1.5.5 Απαλλαγή από Προβληματικές Εταιρείες (Throw Out a Problem Child)

Όταν τα κέρδη μειώνονται λόγω μιας προβληματικής θυγατρικής και επιπλέον αυτή η μείωση των κερδών προβλέπεται να είναι εντονότερη σε μελλοντικές περιόδους, η προβληματική αυτή θυγατρική μπορεί να “αποβληθεί” και η μητρική να απαλλαγεί από την αρνητική επιρροή σε κέρδη με μια από τις ακόλουθες τεχνικές:

- ❖ Πώληση θυγατρικής. Όταν η θυγατρική πωλείται, μια ζημία ή ένα κέρδος παρουσιάζεται στην τρέχουσα κατάσταση αποτελεσμάτων. Αν η αναφορά μεγάλης ζημίας από την πώληση είναι ανεπιθύμητη, τότε θα πρέπει να εξεταστεί η περίπτωση ενός “spin off” .
- ❖ Δημιουργία ενός φορέα ειδικού σκοπού (Special Purpose Entity - SPE) . Μια άλλη διαθέσιμη επιλογή εντός των GAAP είναι η μεταφορά χρηματοοικονομικών στοιχείων σε μια εξειδικευμένη SPE. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία θεωρείται ότι έπρεπε να έχουν πωληθεί και μετακινούνται από τον ισολογισμό, με τον εκχωρητή να καταγράφει κέρδος ή απώλεια από την πώληση των περιουσιακών στοιχείων . Μια εξειδικευμένη SPE δεν ενσωματώνεται στις οικονομικές καταστάσεις του εκχωρητή. Νέα λογιστικά πρότυπα ονομάζουν αυτούς τους φορείς μεταβλητού ενδιαφέροντος (variable interest entities- VIE’S).
- ❖ Απόσπαση (spin off) θυγατρικής. Σε ένα spin off οι μετοχές της θυγατρικής διανέμονται ή ανταλλάσσονται μεταξύ των υφιστάμενων μετόχων, ώστε να επωμίζονται αυτοί την προβληματική θυγατρική (problem child). Κανένα κέρδος ή ζημία δεν αναφέρονται στο spin off και όλα τα αρνητικά αποτελέσματα της θυγατρικής απομακρύνονται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις καθώς και τα GAAP προϋποθέτουν ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της προηγούμενης περιόδου πρέπει να αντανακλούν τα αποτελέσματα της εναπομένουσας εταιρείας.

1.5.6 Αλλαγές στα GAAP

Όταν μια εταιρεία επιλέγει τις λογιστικές αρχές που θα χρησιμοποιήσει, σπάνια αυτές αλλάζουν. Οι εταιρείες, οι οποίες τις αλλάζουν, φροντίζουν, ώστε η αγορά να μην αντιλαμβάνεται τις αλλαγές ως μείωση της ποιότητας των κερδών, διότι κάτι τέτοιο μπορεί να υποβαθμίσει την τιμή της μετοχής. Ωστόσο, κάτω από τις ακόλουθες περιστάσεις οι λογιστικές αρχές μπορούν να αλλάξουν χωρίς να επηρεάσουν αρνητικά την τιμή ενός αξιόγραφου:

- ❖ Εθελοντική εφαρμογή νέων λογιστικών προτύπων. Κατά καιρούς το Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων (FASB) υιοθετεί νέα λογιστικά πρότυπα και συνήθως υπάρχει ένα περιθώριο υιοθεσίας δυο ή τριών ετών κατά τη διάρκεια του οποίου οι εταιρείες

μπορούν να υιοθετήσουν το νέο πρότυπο σε οποιαδήποτε στιγμή. Η εθελοντική υιοθέτηση τις περισσότερες φορές παρέχει στις εταιρείες μια ευκαιρία για λογιστικά έσοδα.

- ❖ Υιοθέτηση βελτιωμένων κανόνων αναγνώρισης εσόδων. Πολλές επιχειρήσεις έχουν πολλές εναλλακτικές επιλογές αναγνώρισης εσόδων. Κάποιες από αυτές θεωρείται ότι αντικατοπτρίζουν καλύτερα την οικονομική πραγματικότητα. Η έγκαιρη υιοθέτηση ενός αποτελεσματικότερου κανόνα αναγνώρισης εσόδων προσφέρει μια ευκαιρία για διαχείριση των κερδών.
- ❖ Υιοθέτηση βελτιωμένων κανόνων αναγνώρισης εξόδων. Για τις εταιρείες οι οποίες καταγράφουν βέβαια έξοδα σε ταμειακή βάση, μια έγκαιρη αλλαγή βασισμένη στην αρχή των δεδουλευμένων μπορεί να προσφέρει ευκαιρία για διαχείριση των αποτελεσμάτων. Μια τέτοια αλλαγή μάλιστα μπορεί να συμπέσει με μια τροποποίηση στις εταιρικές πολιτικές που αφορούν ένα συγκεκριμένο κονδύλι. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία κατά κύριο λόγο αποζημιώνει τα στελέχη της με μετρητά καταγράφοντας αυτά τα έξοδα όταν πληρώνονται, μία αλλαγή σε αναβαλλόμενα σχέδια αποζημίωσης θα παρείχε την ευκαιρία να καταγραφούν τα έξοδα σε δεδουλευμένη βάση μειώνοντας έτσι τα έσοδα κατά το έτος υιοθέτησης αυτής της πρακτικής.

Μια άλλη πιθανότητα είναι να μετατραπεί η φιλοσοφία αναγνώρισης εσόδων-εξόδων, παραβάλλοντας καλύτερα τα έξοδα με τα σχετικά έσοδα. Για παράδειγμα μία εταιρεία η οποία χρησιμοποιεί τη μέθοδο αύξουσας απόσβεσης μπορεί να αποφασίσει να προσανατολιστεί στην σταθερή μέθοδο αν θεωρεί πως αυτή αντανακλά καλύτερα την ετήσια φθορά του περιουσιακού στοιχείου. Η σταθερή μέθοδος απόσβεσης αποφέρει χαμηλότερες χρεώσεις με αποτέλεσμα να αυξήσει τα τρέχοντα καθαρά έσοδα.

1.5.7 Απόσβεση, Υποτίμηση και Εξάντληση

Το κόστος των μακροπρόθεσμων χρησιμοποιούμενων ή αναλωθέντων λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων κανονικά επιμερίζεται ως έξοδο την περίοδο που αναμένεται να ωφεληθεί η εταιρεία από τη χρήση τους. Μπορεί να καταχωρούνται με τρεις τρόπους. Ο πρώτος είναι ο λογισμός απόσβεσης για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως είναι η καλή φήμη, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, συγγραφικά δικαιώματα και εμπορικά σήματα. Ο δεύτερος είναι ο λογισμός απόσβεσης για ενσωματωμένα πάγια όπως κτίρια, μηχανές και εξοπλισμοί. Τέλος, ο τρίτος είναι ο λογισμός εξόδων εξάντλησης για φυσικές πηγές στις οποίες έχει γίνει μερική εκμετάλλευση όπως ξυλεία, κάρβουνο ή φυσικό αέριο.

Η διαδικασία διαγραφής μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων εμπεριέχει υποκειμενικότητα κρίσης προσφέροντας έτσι ευκαιρίες για διαχείριση κερδών μέσω των ακόλουθων περιπτώσεων:

- ❖ Επιλέγοντας την μέθοδο διανραφής. Η διοίκηση πρέπει να αποφασίσει ποια μέθοδο θα χρησιμοποιήσει, για να διαγράψει πρόσφατα αποκτηθέντα μακροχρόνια λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Μερικές μέθοδοι έχουν σαν αποτέλεσμα την λογιστική εμφάνιση μεγαλύτερων εξόδων στην τρέχουσα περίοδο από ότι σε άλλες.
- ❖ Επιλέγοντας την περίοδο διανραφής. Η διοίκηση πρέπει συχνά να υπολογίζει - εκτιμά την "χρήσιμη ζωή" ενός μακροχρόνιου στοιχείου του ενεργητικού, η οποία μπορεί να είναι σημαντικά μικρότερη από ότι στη πραγματικότητα.
- ❖ Υπολογίζοντας την υπολειμματική αξία. Ορισμένα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία διατηρούν ένα μέρος της πραγματική τους αξίας ακόμα και στο τέλος της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής τους. Αυτή η υπολειμματική αξία πρέπει να εκτιμηθεί, έτσι ώστε να προγραμματιστεί το σωστό ποσό των ετήσιων αποσβέσεων. Η χρονική περίοδος μπορεί να εκτείνεται στα 10, 15 ή ακόμα και 30 χρόνια μετά, είναι λογικό να υπάρχει ένα μεγάλο εύρος πιθανών εκτιμήσεων.
- ❖ Αλλάζοντας την ιδιότητα των περιουσιακών στοιχείων. Αν η ιδιότητα ενός μακροχρόνιου περιουσιακού στοιχείου τροποποιηθεί και από λειτουργικό περιουσιακό στοιχείο καταστεί μη λειτουργικό, δεν είναι πλέον απαραίτητο να αποσβένεται. Αυτό είναι επιτρεπτό, όταν μια εταιρεία παύει να χρησιμοποιεί το περιουσιακό στοιχείο για λειτουργικούς σκοπούς.

1.5.8 Πώληση/Επαναμίσθωση (Leaseback) και Τεχνικές Ανταλλαγής Περιουσιακών Στοιχείων

Η έγκαιρη διάθεση μακροπρόθεσμων παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία στον ισολογισμό αποτιμώνται στο ιστορικό τους κόστος, τις περισσότερες φορές έχει ως αποτέλεσμα την καταγραφή μη διαπιστωμένων μέχρι τότε κερδών ή ζημιών. Έχουμε δύο μεθόδους για να πραγματοποιηθεί κάτι τέτοιο:

- ❖ Ολοκληρωτική πώληση (outright sale). Μια εταιρεία μπορεί να αποφασίσει την πώληση ενός μακροχρόνιου στοιχείου, το οποίο έχει απραγματοποίητα κέρδη ή ζημιές, σε ένα συγκεκριμένο έτος προκειμένου να βελτιωθεί η εικόνα των οικονομικών της καταστάσεων. Για παράδειγμα, ας πάρουμε ένα κτίριο που η εταιρεία κατέχει και η εμφανιζόμενη αξία του στον ισολογισμό είναι \$30 εκατομμύρια, αν και πραγματικά αξίζει \$50 εκατομμύρια. Αν το κτήριο πουληθεί, το έκτακτο κέρδος \$20 εκατομμυρίων θα αυξήσει τα έσοδα της τρέχουσας περιόδου (μη λαμβάνοντας υπόψη τους φορολογικούς παράγοντες).

- ❖ Πώληση/ Επαναμίσθωση (leaseback). Δεν είναι ασυνήθιστο για μία εταιρεία να πουλήσει ένα πάγιο περιουσιακό της στοιχείο και αμέσως μετά να ενοικιάσει. Τα GAAP έχουν λεπτομερείς οδηγίες για το αν μια μίσθωση είναι χρηματοδοτική (ταυτόσημη με τη διατήρηση της ιδιοκτησίας) ή λειτουργική μίσθωση (ταυτόσημη με την ενοικίαση του περιουσιακού στοιχείου). Ζημιές που πραγματοποιούνται σε μια συναλλαγή πώλησης/επαναμίσθωσης αναγνωρίζονται αμέσως στα βιβλία του πωλητή. Αντίθετα, τα όποια κέρδη αποσβένονται τμηματικά κατά τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου αν πρόκειται για χρηματοδοτική μίσθωση. Η διαδικασία πώλησης/επαναμίσθωσης (leaseback) προσφέρει μια ευκαιρία για διαχείριση των αποτελεσμάτων χρήσης με τη καταγραφή κερδών ή ζημιών. Επίσης, προσφέρει την ευκαιρία για διαχείριση των κερδών με την μετατροπή ενός μη υποκείμενου σε απόσβεση περιουσιακού στοιχείου (όπως για παράδειγμα η γη) σε ένα έξοδο (το μίσθωμα) που μειώνει τα κέρδη. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι μια εταιρεία λογίζει \$2 εκατομμύρια το χρόνο αποσβέσεις σε ένα κτίριο που της ανήκει. Ακόμα και αν η γη κάτω από το κτίριο αξίζει \$100 εκατομμύρια τα GAAP δεν επιτρέπουν τον λογισμό αποσβέσεων για τη χρήση της γης. Παρόλα αυτά εάν το κτίριο και η γη αποτελούσαν αντικείμενο πώλησης και επαναμίσθωσης η οποία ήταν λειτουργική, η πληρωμή του μισθώματος θα ήταν σαφώς υψηλότερη από ότι οι αποσβέσεις, αφού ο εκμισθωτής (νέος ιδιοκτήτης) θα έπρεπε να ανακτήσει τα έξοδα της γης αλλά και του κτιρίου. Συνεπώς, ένα ετήσιο μίσθωμα \$5 εκατομμυρίων θα αντανakλούσε την αξία τόσο του κτιρίου όσο και της γης, ενώ η πληρωμή των \$5 εκατομμυρίων θα καταγραφόταν σαν ένα ετήσιο έξοδο, παρέχοντας τη δυνατότητα στην εταιρεία να μειώσει τα καθαρά έσοδα με επιπρόσθετα \$3 εκατομμύρια.

1.5.9 Κατάταξη Λειτουργικών Έναντι μη Λειτουργικών Κερδών

Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες κερδών, τα λειτουργικά και τα μη λειτουργικά. Τα λειτουργικά (core) κέρδη είναι αυτά τα οποία αναμένεται να συνεχιστούν στο μέλλον. Τα μη επανεμφανιζόμενα ή έκτακτα γεγονότα δεν αναμένεται να επηρεάσουν τα μελλοντικά κέρδη, άρα καταγράφονται σαν μη λειτουργικά. Οι οικονομικοί αναλυτές τυπικά σχεδιάζουν τους ρυθμούς ανάπτυξης για τα λειτουργικά κέρδη και μετά προεξοφλούν αυτά τα εισοδήματα στο παρόν, για να υπολογίσουν την αξία των αξιόγραφων. Τα GAAP διευκολύνουν την πρόβλεψη των λειτουργικών κερδών χωρίζοντας την αναφορά των λειτουργικών και μη λειτουργικών ποσών στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Πιθανές κατηγορίες της κατάστασης αποτελεσμάτων για αναφορά ασυνήθιστων ποσών που δεν θεωρούνται μέρος του κανονικού λειτουργικού κέρδους συμπεριλαμβάνουν:

- Ειδικές ή ασυνήθιστες χρεώσεις
- Μη λειτουργικές δραστηριότητες
- Υπερβολικά κέρδη ή ζημιές

- Αθροιστικό αποτέλεσμα των αλλαγών στις λογιστικές αρχές

Δεδομένου ότι υπάρχει ένας αριθμός γκρίζων περιοχών στην κατηγοριοποίηση ορισμένων κονδυλίων είναι δυνατό για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων να διαχειρίζονται τα αποτελέσματα, όταν λαμβάνονται αποφάσεις για το ποια κονδύλια εμπίπτουν σε αυτές τις περιοχές. Για παράδειγμα, η εγκατάλειψη ενός σημαντικού κατασκευαστικού έργου θα μπορούσε πιθανόν να κατηγοριοποιηθεί είτε ως ειδική ή ασυνήθιστη χρέωση είτε σαν μη λειτουργική δραστηριότητα. Ποια κατηγοριοποίηση είναι πιο ακριβής εξαρτάται από την κρίση των στελεχών για παράγοντες που συζητούνται στις λεπτομερείς προϋποθέσεις των GAAP.

1.5.10 Πρόωρη Αποπληρωμή Χρεών

Τα μακροπρόθεσμα εταιρικά χρέη, όπως τα ομόλογα, τυπικά καταγράφονται στην χρεολυτική λογιστική τους αξία (amortized book value). Όταν αυτά αποπληρώνονται νωρίτερα, η πληρωμή που απαιτείται είναι σημαντικά διαφορετική από τη λογιστική αξία τους, δημιουργώντας λογιστικά κέρδη ή ζημιές. Τα GAAP απαιτούν αυτή η ζημία ή το κέρδος να αναφερθεί σαν έκτακτο αποτέλεσμα στην τελευταία γραμμή της κατάστασης αποτελεσμάτων, ακόμα και αν δεν πληροί τα κανονικά κριτήρια για μια τέτοια κατηγοριοποίηση. Η διοίκηση μπορεί να επηρεάσει τα κέρδη επιλέγοντας την οικονομική περίοδο στην οποία προ-αποπληρώνεται το χρέος.

1.5.11 Η χρήση Παραγώγων (Derivatives)

Τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία ή συμβόλαια, των οποίων η αξία είτε παράγεται από άλλο περιουσιακό στοιχείο (απόθεμα, αξιόγραφο, αγαθό) ή συνδέεται με κάποιο δείκτη προσδιορισμένο από την αγορά. Τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προστατέψουν μια επιχείρηση από κάποιο τύπο επιχειρηματικού κινδύνου όπως:

- Αλλαγές στα επιτόκια
- Αλλαγές στις τιμές των αγαθών
- Καιρικές συνθήκες
- Αλλαγές στις τιμές πετρελαίου
- Αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Ορισμένα από τα συνήθη παράγωγα είναι:

- Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures)
- Δικαιώματα προαίρεσης (options)

- Ανταλλαγές (swaps)

Το 1998 το Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων κατέληξε πως τα παράγωγα θα πρέπει να αναφέρονται σαν στοιχεία ενεργητικού και παθητικού στον ισολογισμό και να υπολογίζονται στην ακριβοδίκαιη αξία τους (fair value). Τα κέρδη και η ζημιά από συναλλαγές παραγώγων γενικά αναγνωρίζονται αμέσως στο λειτουργικό αποτέλεσμα. Τα παράγωγα ωστόσο προσφέρουν πολλές ευκαιρίες για διαχείριση των κερδών. Για παράδειγμα, υποθέτουμε μια επιχείρηση με μεγάλο ποσό αξιόγραφων σε σταθερό επιτόκιο. Η εταιρεία θα μπορούσε να κάνει μια συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swap), η οποία θα μετέτρεπε ουσιαστικά τα αξιόγραφα σταθερού επιτοκίου σε αξιόγραφα μεταβλητού επιτοκίου. Όταν το επιτόκιο θα αυξανόταν, η εταιρεία θα κατέγραφε μια αύξηση στα έξοδα επιτοκίου για τα αξιόγραφα και μια μείωση, εάν το επιτόκιο έπεφτε. Το πότε η εταιρεία θα αποφάσιζε την έναρξη ισχύος της συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων εξαρτάται από αυτήν, η δυνατότητα επιλογής της παρέχει αναμφισβήτητα μια ευκαιρία για διαχείριση κερδών.

1.5.12 Τεχνικές “Shrink the Ship”

Εταιρείες οι οποίες ξαναγοράζουν ίδιες μετοχές, δεν είναι υποχρεωμένες να αναφέρουν ζημία ή κέρδος στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, αφού το όποιο αποτέλεσμα στην συναλλαγή δεν αναγνωρίζεται. Ο λόγος είναι ότι με βάση τα GAAP η εταιρεία και οι ιδιοκτήτες κεφαλαίου θεωρούνται το ίδιο. Κέρδος πραγματοποιείται μέσω συναλλαγών μετοχών εκτός της εταιρείας και όχι με αυτές που εμπλέκονται με τους ιδιοκτήτες της εταιρείας. Αλλά αν κανένα κέρδος ή ζημία δεν αναφέρεται στις επαναγορές μετοχών, πώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν για διαχείριση κερδών; Η απάντηση είναι πως παρόλο που η επαναγορά μετοχών δεν επηρεάζει τα κέρδη, επηρεάζει τα κέρδη ανά μετοχή, ένα ευρέως χρησιμοποιούμενο υποκατάστατο κερδών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΙΧΝΕΥΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ

Η έρευνα για την ανίχνευση πρακτικών διαχείρισης των κερδών στηρίζεται σε δυο μεθοδολογίες. Η πρώτη μεθοδολογία στηρίζεται στην μελέτη των δεδουλευμένων και η δεύτερη στην μελέτη της κατανομής συχνοτήτων των κερδών. Στη συνέχεια παρουσιάζονται αυτές οι δυο μεθοδολογίες.

2.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

Ένας γενικός ορισμός που επίσης θα μπορούσε να δοθεί για τη διαχείριση των κερδών είναι η χρησιμοποίηση των δεδουλευμένων με τέτοιο τρόπο, ώστε να προκύπτουν ιδιωτικά οφέλη για τα στελέχη των εταιρειών. Οι παρακάτω σχέσεις είναι συνδεδεμένες με την κατανόηση της έννοιας της διαχείρισης των κερδών ως προϊόν της διαχείρισης των δεδουλευμένων:

- i. Συνολικά Δεδουλευμένα = Δημοσιευμένα Καθαρά Κέρδη - Λειτουργικές Ταμειακές Ροές
- ii. Συνολικά Δεδουλευμένα = Μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα + διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

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 το ύψος τους είναι ενδεικτικό του βαθμού στον οποίο τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ωραιοποιημένα. Η πιο συνηθισμένη προσέγγιση για τον υπολογισμό των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης των συνολικών δεδουλευμένων με μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τα κανονικά δεδουλευμένα. Μη κανονικά η διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα θεωρούνται τα κατάλοιπα των συνολικών δεδουλευμένων. Επιπλέον, η χρήση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ως μέτρο για τον βαθμό διαχείρισης των κερδών.

2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

Τα υποδείγματα διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων προϋποθέτουν τον υπολογισμό των συνολικών δεδουλευμένων. Γι αυτό πρώτα θα παρουσιαστεί ο τρόπος υπολογισμού των συνολικών δεδουλευμένων και στη συνέχεια θα παρουσιαστούν τα μαθηματικά υποδείγματα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων.

- **Συνολικά Δεδουλευμένα**

Για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων έχουμε δυο μεθοδολογίες: η μέθοδος του ισολογισμού και η μέθοδος των ταμειακών ροών.

Τα συνολικά δεδουλευμένα μέσω της μεθόδου του ισολογισμού υπολογίζονται ως εξής :

$$Ta_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t + \Delta DCL_t - DEP_t \quad (1)$$

όπου ΔCA_t είναι η μεταβολή των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού το χρόνο t , $\Delta Cash_t$ η μεταβολή των διαθέσιμων 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 . Επίσης, υπάρχει μια πιο άμεση μεθοδολογία που υπολογίζει τα συνολικά δεδουλευμένα ως τη διαφορά μεταξύ των καθαρών κερδών και των λειτουργικών ταμειακών ροών όπως προκύπτουν από την κατάσταση ταμειακών ροών.

2.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΟΥΜΕΝΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΩΝ

- **Μέσω Μαθηματικών Μοντέλων**

Η ανάλυση της διαχείρισης των κερδών εστιάζει κυρίως στη χρήση από τις διοικήσεις των διακριτικών δεδουλευμένων. Αυτός ο όρος αναφέρεται σε έσοδα ή έξοδα που δεν έχουν ακόμα πραγματοποιηθεί, αλλά καταγράφονται από τη διοίκηση στα λογιστικά βιβλία. Δηλαδή, σε τέτοιες περιπτώσεις είναι στη κρίση των στελεχών της διοίκησης, προκειμένου να αποφασίσουν ποια έσοδα ή έξοδα θα αναγνωρίσουν και ποια όχι. Αυτές οι μελέτες απαιτούν την κατασκευή μαθηματικών μοντέλων για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων εσόδων ή εξόδων, τα οποία η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να διαχειριστεί, ανάλογα με τη διακριτική ευχέρειά της. Τα ήδη υπάρχοντα μοντέλα διακρίνονται στα απλά μαθηματικά μοντέλα που υπολογίζουν τα διακριτικά δεδουλευμένα ως μέρος των συνολικών δεδουλευμένων και στα περισσότερο περίπλοκα μοντέλα, τα οποία επιχειρούν να διαχωρίσουν τα συνολικά δεδουλευμένων στα διακριτικά και στα μη διακριτικά συστατικά τους. Η ποιότητα των κερδών ορίζεται ως η απόλυτη τιμή των διακριτικών συστατικών τους. Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η τιμή, τόσο χαμηλότερη είναι η ποιότητα των κερδών. Παρακάτω αναφέρονται πέντε διαφορετικά μαθηματικά μοντέλα.

A) Το Μοντέλο του Healy

Ο Healy (1985) για να εξετάσει την ύπαρξη της διαχείρισης των κερδών στο δείγμα του συγκρίνει τα μέσα συνολικά δεδουλευμένα με τη διαχωριστική μεταβλητή της διαχείρισης των κερδών. Η έρευνα είναι διαφορετική από τις περισσότερες έρευνες πάνω στη διαχείριση των κερδών, διότι θεωρεί πως ασκείται συστηματική διαχείριση των κερδών σε κάθε εξεταζόμενη περίοδο. Η παρακάτω σχέση αντιπροσωπεύει το μαθηματικό μοντέλο:

$$NDA_t = \frac{\sum TA_t}{T} \quad (2)$$

Όπου: NDA τα μη διακριτικά δεδουλευμένα, TA τα συνολικά δεδουλευμένα, t μια χρονιά από το σύνολο της περιόδου εκτίμησης, και T μια χρονιά της περιόδου γεγονότων.

B) Το Μοντέλο του DeAngelo

Ο DeAngelo (1986) για εξετάσει την ύπαρξη της διαχείρισης των κερδών υπολογίζει τις διαφορές στα συνολικά δεδουλευμένων και υποθέτει πως αυτές οι διαφορές έχουν αναμενόμενη τιμή ίση με το μηδέν κάτω από την υπόθεση της μη ύπαρξης διαχείρισης των κερδών. Το μοντέλο χρησιμοποιεί τα συνολικά δεδουλευμένα της τελευταίας περιόδου, προκειμένου να υπολογίσει τα μη διακριτικά δεδουλευμένα. Το μοντέλο του DeAngelo είναι το εξής:

$$NDA_t = TA_{t-1} \quad (3)$$

Γ) Το Μοντέλο της Jones

Το μοντέλο της Jones (1991) επιχειρεί να ελέγξει την επίδραση των αλλαγών στην οικονομική κατάσταση μιας επιχείρηση μέσω των μη διακριτικών δεδουλευμένων. Το μοντέλο της Jones είναι το εξής:

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) \quad (4)$$

όπου: ΔREV_t τα έσοδα του έτους t μείον τα έσοδα του έτους $t-1$ υπολογισμένα σύμφωνα με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία του έτους $t-1$, PPE_t οι ακαθάριστες εγκαταστάσεις και εξοπλισμός του έτους t υπολογισμένα σύμφωνα με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία του έτους $t-1$, A_{t-1} τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία του έτους $t-1$ και $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$, μεταβλητές συσχετιζόμενες με την επιχείρηση.

Δ) Το Τροποποιημένο Μοντέλο της Jones

Ο Dechow (1995) τροποποιεί το μοντέλο της Jones. Η τροποποίηση αυτή επιχειρεί να εξαλείψει την υποτιθέμενη τάση του μοντέλου της Jones να υπολογίσει τα διακριτικά δεδουλευμένα με σφάλμα εκτίμησης, όταν ασκείται διακριτικότητα πάνω στα έσοδα. Στο μοντέλο αυτό, τα μη διακριτικά δεδουλευμένα υπολογίζονται κατά τη διάρκεια της περιόδου γεγονότος. Ο μαθηματικός τύπος είναι ο εξής:

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1} + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) \quad (5)$$

όπου ΔREC_t τα καθαρά εισπρακτέα του έτους t μείον τα καθαρά εισπρακτέα του έτους $t-1$ υπολογισμένα σύμφωνα με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία του έτους $t-1$.

Οι εκτιμήσεις των μεταβλητών α_1 , α_2 , α_3 , και των μη διακριτικών δεδουλευμένων κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης είναι ίδιες με αυτές του αρχικού μοντέλου της Jones.

Ε) Το κλασικό υπόδειγμα

Το κλασικό υπόδειγμα σχεδιάστηκε από τους Dechow και Sloan και δεν στηρίζεται στην υπόθεση ότι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα παραμένουν αμετάβλητα στο χρόνο. Γίνεται η υπόθεση ότι οι παράγοντες των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων αυτών παραγόντων είναι κοινή σε όλες τις εταιρείες του ίδιου κλάδου. Το μοντέλο έχει ως εξής:

$$NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{ median}_i(TA_{t-1}/A_{t-1}) \quad (6)$$

Όπου τα NDA_t υπολογίζονται από το υπόδειγμα της Jones και TA_{t-1} είναι η διάμεσος των αποπληθωρισμένων συνολικών δεδουλευμένων όλων των εταιρειών εκτός δείγματος που όμως ανήκουν στον ίδιο κλάδο με αυτές του δείγματος. Οι παράμετροι β_1 , β_2 προέρχονται από μια OLS παλινδρόμηση την περίοδο εκτίμησης.

2.4 Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΣΥΧΝΟΤΗΤΩΝ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΙΧΝΕΥΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Εκτός από την εκτίμηση του ύψους των ασυνήθιστων ή των διαφοροποιούμενων μερών των συνολικών δεδουλευμένων που φανερώνει την έκταση της διαχείρισης των κερδών, υπάρχει η κατανομή συχνοτήτων των δημοσιευμένων κερδών που αποτελεί μια εύστοχη προσέγγιση για να αποδειχθεί η ύπαρξη ή μη της διαχείρισης των κερδών.

Αυτό το μοντέλο υποστηρίζει ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων υποκινούνται από τα ισχυρά κίνητρα, ώστε να πετύχουν κάποια συγκεκριμένα όρια ή σημεία αναφοράς κερδών, όπως είναι η δημοσίευση θετικών αποτελεσμάτων ή η επίτευξη διατήρησης της πρόσφατης κερδοφορίας. Οι μελέτες της κατανομής δημοσιευμένων κερδών γύρω από αυτά τα όρια είναι ευδιάκριτες σημαντικές ασυνέχειες.

Υπάρχει ένα σημείο ασυνέχειας γύρω από το μηδέν για την αποφυγή δημοσιοποίησης ζημιών. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει μια συγκέντρωση στη συχνότητα των εταιρειών που δημοσιεύουν οριακά κέρδη, ενώ υπάρχουν πολύ λιγότερες περιπτώσεις εταιρειών που δημοσιεύουν οριακές ζημίες, δηλαδή ακριβώς κάτω από το μηδέν.

Το συμπέρασμα είναι ότι οι εταιρείες επιδίδονται σε τεχνικές διαχείρισης των κερδών, όταν τα κέρδη αναμένεται να υποχωρήσουν ακριβώς κάτω από το σημείο αναφοράς των κερδών (συνήθως το μηδέν).

Η χρήση των ορίων και συγκεκριμένων μέτρων σύγκρισης αποτελεί ένα από τα πιο βασικά στοιχεία της μελέτης της διαχείρισης κερδών. Η χρήση αυτή είναι αναγκαία κυρίως για ψυχολογικούς λόγους. Ο πρώτος λόγος αφορά στα θετικά και στα μη θετικά νούμερα που γίνονται αντικείμενο επεξεργασίας της ανθρώπινης σκέψης. Ο manager καθώς εξετάζει τα σημεία αναφοράς της οικονομικής χρονιάς που πέρασε και τις προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών, διακρίνει μια διαχωριστική γραμμή μεταξύ της επίτευξης και της αποτυχίας στο να φτάσει εκεί που θέλει.

Ο δεύτερος λόγος αφορά τους ιδιώτες – επενδυτές οι οποίοι πρέπει να επιλέξουν μέσα από πολλές επενδυτικές επιλογές, οι οποίες εμπεριέχουν επενδυτικό κίνδυνο. Η συμπεριφορά που χαρακτηρίζει τους ιδιώτες αυτούς, είναι σαν να αξιολογούν τα οικονομικά αποτελέσματα ως αλλαγές γύρω από ένα σημείο αναφοράς (θεωρία της προσδοκίας). Το σημείο αναφοράς αποτελείται από την άποψη της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης αλλά και αυτών που λαμβάνουν αποφάσεις. Όταν οι αποφάσεις της διοίκησης που διαχειρίζεται τα εταιρικά μερίδια είναι σύμφωνες με τις προβλέψεις της θεωρίας της προσδοκίας, τότε η διοίκηση μπορεί να θέσει μια ανταμοιβή που έχει σχέση με ένα όριο

ενώ παράλληλα είναι δυνατόν να υιοθετούν πρακτικές διαχείρισης των κερδών για τον σκοπό αυτό.

Ο τρίτος λόγος που εξηγεί την εμφάνιση των ορίων είναι ότι, οι άνθρωποι στηρίζονται σε εμπειροτεχνικές μεθόδους, έτσι ώστε να μειώσουν τα κόστη συναλλαγής. Ένα παράδειγμα που ενισχύει την άποψη αυτή είναι ότι οι τράπεζες που χορηγούν μεγάλα δάνεια, τα χορηγούν μόνο σε επιχειρήσεις που δημοσιεύουν θετικά αποτελέσματα στις οικονομικές τους καταστάσεις. Είναι προφανές, ότι οι τράπεζες χρησιμοποιούν ως αρχική εκτίμηση το όριο του μηδέν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΙΝΗΤΡΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ, ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΕ ΑΥΤΗΝ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

3.1 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΠΛΑΣΜΑΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που ωθούν τις διοικήσεις των εταιρειών να αυξήσουν τα κέρδη και σχετίζονται κυρίως με δυο κίνητρα. Το πρώτο κίνητρο αφορά στην προσωπική τους ασφάλεια και εμπλουτισμό, ενώ το δεύτερο κίνητρο αφορά στην επιδίωξη της διοίκησης της εταιρείας να παρουσιάσει κέρδη προκειμένου να επωφεληθεί η ίδια η εταιρεία. Γενικότερα, οι λόγοι που συνδέονται με τη διαχείριση των κερδών σχετίζονται με τις αμοιβές των ανωτέρων στελεχών, οι οποίες πολλές φορές βρίσκονται σε εξάρτηση προς τα δημοσιευμένα κέρδη, με την αύξηση της τιμής της μετοχής καθώς και με την άσκηση πίεσης στην κυβέρνηση για χρηματοδότηση.

Σχετικά με το πρώτο κίνητρο τα στελέχη προβαίνουν σε εικονική αύξηση των κερδών με σκοπό να :

- Μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση τους.
- Να διατηρήσουν δύναμη που θα τους προσφέρει ασφάλεια στην εργασία τους.
- Να διεκδικήσουν στο μέλλον προαγωγή.

Όσο αφορά το δεύτερο κίνητρο, τα στελέχη «ωραιοποιούν» τα δημοσιευμένα κέρδη προκειμένου η εταιρεία να κερδίσει κάποια οφέλη. Στόχος τους είναι να:

- Μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής και να αυξήσουν την εταιρική αξία της επιχείρησης.
- Ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα χρεοκοπίας.
- Αποφύγουν την παραβίαση περιοριστικών όρων που αφορούν χρέη.
- Να μην κατηγορηθεί η εταιρεία για μονοπωλιακή πρακτική ή αντικαταναλωτική συμπεριφορά. Αυτό το πετυχαίνουν ελαχιστοποιώντας τις κανονιστικές παρεμβάσεις

3.1.1. Μεγιστοποίηση αποζημίωσης στελεχών

Τα στελέχη των εταιρειών αμείβονται με το μισθό τους και αν πετύχουν τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους στόχους λαμβάνουν επιπλέον κάποιο bonus, το ύψος του οποίου εξαρτάται από την επίτευξη αυτών των στόχων. Οι στόχοι αυτοί μπορεί να είναι η υπέρβαση ενός κατώτατου ορίου π.χ. της μετά φόρου απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, η οποία συνδέεται με ένα bonus για τον manager επί του βασικού του μισθού. Ένα ακόμα κίνητρο είναι το μετοχικό δικαίωμα προαίρεσης το οποίο συνδέεται με τις τιμές των μετοχών, όταν αυτές ξεπερνούν κάποιο κατώτατο σημείο.

Τα στελέχη προκειμένου να αυξήσουν τις οικονομικές απολαβές τους εφαρμόζουν μεθόδους επινοητικής λογιστικής σε μεγέθη που συνδέονται άμεσα με το ύψος των απολαβών αυτών. Έτσι με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν τη μεγιστοποίηση της αποζημίωσης τους.

Το συμπέρασμα που απορρέει είναι, ότι τα στελέχη μπαίνουν στη διαδικασία να παραποιήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη, επειδή οι ίδιες επιχειρήσεις τους παρέχουν τα κίνητρα, για να το κάνουν. Είναι αυτονόητο ότι ο οποιοσδήποτε manager θα «μαγειρέυε» τις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να αυξήσει την οικονομική του αποζημίωση.

3.1.2 Μεγιστοποίηση τιμής μετοχής

Πολλές εταιρείες προσπαθώντας να εξαλείψουν την διακύμανση στα κέρδη τους επιλέγουν διάφορες λογιστικές μεθόδους, για να πετύχουν την ομαλοποίηση τους και κατά συνέπεια να αυξηθεί η τιμή της μετοχής.

Η μέθοδος αυτή της διαχείρισης των κερδών ονομάζεται «εξομάλυνση των κερδών» (income smoothing). Για να έχει επίδραση η εξομάλυνση των κερδών επί της τιμής της μετοχής δεν είναι απαραίτητο να απαλειφθεί εξ ολοκλήρου, αρκεί απλά να περιοριστεί. Με λίγα λόγια, τα στελέχη έχουν την δυνατότητα να αυξήσουν τις τιμές των μετοχών μειώνοντας τη μεταβλητότητα των δημοσιευμένων κερδών. Το ερώτημα που προκύπτει, είναι μέχρι ποιο βαθμό μπορεί η τιμή μιας μετοχής να αυξηθεί λόγω ομαλοποίησης των κερδών. Ιδιαίτερη σημασία σε αυτό το θέμα παίζει μια εκτίμηση που καλείται 'ποιότητα κερδών' και ενσωματώνει πολλούς παράγοντες που εξακριβώνουν πόσο υγιή είναι τα καθαρά κέρδη της εταιρείας. Η ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών είναι υψηλή, όταν κατά την χρησιμοποίησή τους μπορούν να προβλέψουν μελλοντικά κέρδη χωρίς να απαιτείται περαιτέρω ανάλυση. Ενώ όταν τα

κέρδη δεν είναι ποιοτικά χρειάζεται η συνδρομή ενός οικονομικού αναλυτή για να γίνουν αξιόπιστοι υπολογισμοί των μελλοντικών εσόδων.

Ένα συμπέρασμα που θα μπορούσαμε να εξάγουμε είναι, ότι η παρουσία λογιστικών χειρισμών που μειώνουν την αντίληψη για την ποιότητα των κερδών, την τιμή της μετοχής και συνεπώς την αξία της εταιρείας, αυξάνεται όσο η μεταβλητότητα των καθαρών κερδών κατά τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης αυξάνεται. Δηλαδή, μια εταιρεία με χαμηλότερη μεταβλητότητα στα κέρδη επιτυγχάνει υψηλότερη τιμή στην μετοχή της.

3.1.3 Μείωση της διακύμανσης των κερδών

Οι οικονομικοί αναλυτές υπολογίζοντας την τυπική απόκλιση βάσει των τιμών από το πρόσφατο παρελθόν εκτιμούν έτσι την μεταβλητότητα στα κέρδη. Αυτή η ανάλυση μπορεί να συμπεριλαμβάνει το υπολογισμό της τυπικής απόκλισης για ετήσια, εξαμηνιαία ή τριμηνιαία αποτελέσματα.

3.1.4 Μείωση κόστους κεφαλαίου

Η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι αυτή που παίζει καθοριστικό ρόλο στο μετοχικό κόστος κεφαλαίου. Με λίγα λόγια, ο αναμενόμενος βαθμός οικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Όσο πιο υψηλός είναι ο οικονομικός κίνδυνος τόσο το μετοχικό κόστος κεφαλαίου αυξάνεται. Αυτό γίνεται γιατί οι μέτοχοι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση ως αποζημίωση για τον υψηλότερο κίνδυνο που έχουν αναλάβει.

3.1.5 Η Επίδραση των Συμβολαίων

Αρκετές έρευνες εξετάζουν την σχέση της διαχείρισης των κερδών με διάφορα συμβόλαια που χρησιμοποιούν λογιστικές ποσότητες. Από τα σημαντικότερα συμβόλαια που καθορίζουν το ύψος των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, τα συμβόλαια των εργαζομένων, τα συμβόλαια με τις εταιρείες ορκωτών ελεγκτών καθώς και τα συμβόλαια δανεισμού.

Είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι τα συμβόλαια ανταμοιβής των διευθυντικών στελεχών συχνά περιλαμβάνουν «δώρα», το ύψος των οποίων βασίζεται στα κέρδη. Τα bonus αποτελούν πρόσθετη αμοιβή επιπλέον της προκαθορισμένης. Τα τυπικά συμβόλαια δώρων (bonus contracts) έχουν ένα ανώτερο και ένα κατώτατο όριο, το οποίο σημαίνει ότι τα στελέχη δεν λαμβάνουν «δώρο», αν τα δημοσιευμένα κέρδη βρίσκονται κάτω από το προκαθορισμένο κατώτατο όριο και δεν μπορούν να κερδίσουν οτιδήποτε πρόσθετο bonus, όταν τα κέρδη υπερβαίνουν το ανώτατο όριο.

Αυτό σημαίνει ότι τα στελέχη έχουν κίνητρα να αυξομειώνουν εικονικά τα κέρδη, βάσει των μη διαχωρίσιμων των κερδών. Σε αυτό το είναι απαραίτητο να διασαφηνιστεί μια διάκριση που είναι απαραίτητη για την μελέτη της δημιουργικής λογιστικής. Υπάρχουν κέρδη που υπόκεινται σε διαχείριση νομότυπα, με τη χρήση εναλλακτικών μεθόδων/τεχνικών και σε αυτά που δεν διαθέτουν το περιθώριο για εναλλακτική νόμιμη αντιμετώπιση.

3.1.6 Συμβόλαια Δανεισμού Επιχείρησης

Στην έρευνα της χρηματοοικονομικής λογιστικής σημαντικό θέμα αποτελούν τα συμβόλαια δανεισμού, διότι οι δανειστές θέτουν συχνά λογιστικά νούμερα ως ρήτρες, για να ελέγξουν τις δραστηριότητες της δανειζόμενης εταιρείας, απαιτώντας έτσι την επίτευξη συγκεκριμένης απόδοσης ή θέτοντας περιορισμούς στις επιτρεπόμενες επενδύσεις και στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της.

Οι όροι των συμβολαίων δανεισμού παρέχουν κίνητρο στα στελέχη να αυξήσουν τα κέρδη, ώστε είτε να μειώσουν τους περιορισμούς στα συμβόλαια δανεισμού που βασίζονται στα λογιστικά νούμερα, είτε να αποφύγουν το κόστος από την παραβίαση των όρων συμβολαίων.

3.1.7 Διαχείριση κερδών και μερισματική πολιτική

Μόνο από τα τρέχοντα κέρδη μπορούν να καταβληθούν νομικά τα μερίσματα, το οποίο δημιουργεί συσχέτιση μεταξύ των δημοσιευμένων κερδών και των μερισματικών πληρωμών. Εάν λοιπόν τα πραγματικά κέρδη δεν είναι αρκετά υψηλά ώστε να εκπληρωθεί ο μερισματικός στόχος, υπάρχει κίνητρο για διαχείριση κερδών που θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών. Επίσης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το ποσοστό της φορολογίας το οποίο μπορεί να είναι υψηλό, καθώς και το γεγονός ότι το φορολογητέο εισόδημα συνδέεται με τα δημοσιευμένα κέρδη. Έτσι, το κόστος της φορολογίας συνεπώς δημιουργεί κίνητρο για διαχείριση των κερδών προς τα κάτω γενικά, και ειδικότερα όταν τα πραγματικά κέρδη είναι υψηλότερα από ότι θα πρέπει να δημοσιευτούν, ώστε να εκπληρωθεί ο στόχος της μερισματικής πολιτικής.

3.1.8 Επιρροή των τρίτων προς την εταιρεία

Τρίτοι όπως είναι οι εργαζόμενοι ή οι πελάτες δημιουργούν κίνητρα για διαχείριση των κερδών τα οποία έχουν ως στόχο να επηρεάσουν θετικά τους όρους των συναλλαγών μεταξύ της εταιρείας και αυτών. Τέτοιες περιπτώσεις είναι:

- Οι πελάτες οι οποίοι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τα προϊόντα, αυτό γίνεται γιατί η εταιρεία θεωρείται ότι είναι περισσότερο αξιόπιστη σχετικά με τις εγγυήσεις και την παροχή συμφωνημένων υπηρεσιών. Στις εκτιμήσεις των πελατών αρνητική επίδραση θα έχει η μείωση των κερδών γιατί έτσι υπάρχει πιθανότητα η εταιρεία να μην είναι συνεπής στις υποχρεώσεις της.
- Επίσης, οι προμηθευτές προσφέρουν καλύτερους όρους, διότι είναι περισσότερο πιθανό η εταιρεία να πληρώσει για της τρέχουσες αγορές της, ενώ παράλληλα είναι περισσότερο πιθανό να προβεί σε μεγάλες μελλοντικές αγορές.
- Τέλος, εργαζόμενοι που είναι σημαντική για την εταιρεία είναι λιγότερο πιθανό είτε να αποχωρήσουν είτε να απαιτήσουν υψηλότερους μισθούς, για να παραμείνουν.

3.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΚΟΝΙΚΗ ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Υπάρχουν μια σειρά άλλων παραγόντων που αποτελούν κίνητρα για τη δημοσίευση χαμηλότερων κερδών :

3.2.1 Πολιτικές πιέσεις

Οι εταιρείες προχωρούν σε διαχείριση κερδών, ώστε να δημοσιεύσουν χαμηλότερα κέρδη σε περιόδους αυξημένης πολιτικής έκθεσης. Ωστόσο, οι περισσότερες εταιρείες αντιμετωπίζουν τα ίδια πολιτικά κόστη.

Πολλοί είναι αυτοί που υποστηρίζουν ότι η διαχείριση των κερδών χρησιμοποιείται ως εργαλείο, ώστε να μειωθεί η ευαισθησία στην πολιτική πίεση. Επιπλέον, οι εταιρείες εμφανίζονται να χρησιμοποιούν τη διαχείριση των κερδών προκειμένου να μειώσουν το αρνητικό αντίκτυπο από τις επιπτώσεις της λειτουργίας τους στο περιβάλλον.

3.2.2 Νομοθετικά κίνητρα

Η νομοθεσία ελέγχει σε κάποιο βαθμό σχεδόν όλους τους κλάδους εταιρειών. Όμως, σε κάποιους συγκεκριμένους κλάδους όπως είναι οι τράπεζες, οι ασφάλειες και οι υπηρεσίες, ο έλεγχος συνδέεται αυστηρά με τα λογιστικά δεδομένα (κεφαλαιακή επάρκεια, χρηματοοικονομική κατάσταση κλπ.). Υπό αυτές τις συνθήκες ένα άλλο κίνητρο χρήσης της διαχείρισης των κερδών είναι η αποφυγή πιθανών νομικών κυρώσεων λόγω παράνομων δραστηριοτήτων μιας εταιρείας ή ενός κλάδου. Δηλαδή, αν μια εταιρεία έχει τεράστια κέρδη μπορεί να είναι ένδειξη ύπαρξης μονοπωλίου ή παράνομων δραστηριοτήτων. Επιπλέον, τα πολύ υψηλά κέρδη δείχνουν ότι η εταιρεία θα έχει τη δυνατότητα αποζημίωσης για καταστροφές που τυχόν προκάλεσε, όπως είναι η μόλυνση του περιβάλλοντος.

3.2.3 Το μέγεθος της εταιρείας

Τα στελέχη μεγάλων εταιρειών τείνουν να υιοθετούν αλλά και να πιέζουν την ψήφιση λογιστικών κανόνων που ευνοούν τα μειωμένα κέρδη. Κι αυτό γιατί τα χαμηλότερα κέρδη προκαλούν αύξηση των ταμειακών ροών καθώς και των τιμών των μετοχών μέσω της μειωμένης φορολογίας. Επιπλέον, χαμηλότερα κέρδη συνεπάγονται και μείωση πολιτικού κόστους. Ο συνδυασμός αύξησης των ταμειακών ροών λόγω μείωσης των φόρων και του πολιτικού κόστους έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερες τιμές μετοχών, υποθέτοντας ότι η κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική. Τα στελέχη δε χάνουν από τη μείωση των δημοσιευμένων κερδών, δεδομένου ότι το διοικητικό συμβούλιο προεξοφλεί κάθε μεταβολή στα κέρδη που σχετίζεται αποκλειστικά με αλλαγές στις λογιστικές μεθόδους. Επίσης, τα στελέχη αποκομίζουν κέρδη από την αύξηση της τιμής της μετοχής, επειδή αρκετές φορές οι όροι του συμβολαίου τους συνδέουν με την αμοιβή τους και όχι με τα δημοσιευμένα κέρδη της εταιρείας, αλλά με τη μεταβολή της τιμής της μετοχής.

Σε αντίθεση, τα στελέχη μικρότερων εταιρειών τείνουν να υιοθετούν λογιστικές μεθόδους που οδηγούν σε αύξηση των δημοσιευμένων κερδών λόγω του οφέλους που αναμένουν από τους όρους των συμβολαίων τους, που συνδέουν την αμοιβή τους με τα κέρδη της εταιρείας.

3.2.4 Διαπραγματεύσεις με τα εργατικά σωματεία

Εκτός των bonus ως μορφή αποζημίωσης όπου τα στοιχεία δείχνουν ότι τα στελέχη διαχειρίζονται τα τρέχοντα δημοσιευμένα κέρδη, αυξάνοντας έτσι την μελλοντική τους αποζημίωση. Υπάρχει και η άλλη περίπτωση, όπου τα στελέχη προσπαθούν να πείσουν τα εργατικά σωματεία να αποδεχθούν πάγωμα μισθών. Έτσι θα πρέπει να ελαττώσουν τα κέρδη σε μια προσωρινή βάση ώστε να αυξήσουν την διαπραγματευτική τους ικανότητα απέναντι στα εργατικά σωματεία.

3.3 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η διαχείριση κερδών «διαστρεβλώνει» τις λογιστικές καταστάσεις. Η αναγνώριση και αντίστοιχη αναπροσαρμογή για τη διαχείριση των κερδών που έχει γίνει είναι ένα σημαντικό έργο στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων. Η διαχείριση των κερδών παρ' όλη την τρομακτική αύξηση που έχει πάρει, είναι λιγότερο διαδεδομένη από όσο υποτίθεται. Ο οικονομικός τύπος αρέσκεται στο να εστιάζει την προσοχή του κοινού σε περιπτώσεις διαχείρισης κερδών επειδή καθιστά πιο ελκυστική την ανάγνωσή του. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να κάνει τους χρήστες των λογιστικών καταστάσεων να πιστεύουν ότι τα κέρδη γίνονται αντικείμενο διαχείρισης συνεχώς. Παρακάτω παρουσιάζονται αυτά που πρέπει να ελέγξει ο αναλυτής προτού συμπεράνει ότι μια εταιρεία διαχειρίζεται τα κέρδη της.

1. Κίνητρα για Διαχείριση Κερδών : Τα κέρδη είναι αντικείμενο διαχείρισης μόνο εάν υπάρχουν κίνητρα διαχείρισης. Παραπάνω αναφέραμε πολλά τέτοια κίνητρα και μια χρηματοοικονομική ανάλυση θα πρέπει να τα θέτει υπό θεώρηση.

2. Το Ιστορικό και η Φήμη της Διοίκησης: Είναι σημαντικό να αξιολογείται η φήμη και η ακεραιότητα της διοίκησης. Προσεκτική ανάλυση προηγούμενων ετών, επιβολή ποινών από τις αρχές του Χρηματιστηρίου, εκθέσεις ελέγχου, ιστορικό αλλαγών στους ελεγκτές της εταιρείας και γραφόμενα στον οικονομικό τύπο παρέχουν όλα μαζί πληροφόρηση για την εργασία του αναλυτή.

3. Ενδείξεις Συνέπειες: Ο σκοπός της διαχείρισης των κερδών είναι να επηρεαστεί ένας περιληπτικός αριθμός κατώτατης σειράς, τέτοιος όπως τα κέρδη. Πρέπει λοιπόν να επαληθεύουμε κατά πόσον διάφορα συστατικά στοιχεία των αποτελεσμάτων ή του ισολογισμού γίνονται αντικείμενα διαχείρισης επισταμένως προς ορισμένη κατεύθυνση. Δηλαδή, αν μια εταιρεία εμφανίζεται να διογκώνει τα κέρδη της δια μέσου πολιτικών ενωρίτερης αναγνώρισης εσόδων ενώ ταυτόχρονα μειώνει τα κέρδη δια μέσου μιας αλλαγής στην μέθοδο αποτίμησης, τότε είναι λιγότερο πιθανό η εταιρεία να διαχειρίζεται με δόλο τα κέρδη της.

4. Ευκαιρίες για Διαχείριση Κερδών: Η φύση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης καθορίζει την έκταση στην οποία τα κέρδη μπορούν να γίνουν αντικείμενο διαχείρισης. Όταν η φύση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης απαιτεί σημαντική άσκηση κρίσεων κατά τον προσδιορισμό των αριθμών – επί μέρους μεγεθών των λογιστικών καταστάσεων υφίστανται περισσότερες ευκαιρίες για διαχείριση των κερδών.

3.4 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Η διαχείριση των κερδών αποτελεί συνθήκη πρακτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Το ενδιαφέρον εστιάζεται κυρίως στις τακτικές που ακολουθούν οι εταιρείες με δεδομένο το αναδιαμορφωμένο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Σε μια εποχή στην οποία η οικονομία στενάζει υπό το βάρος της μεγαλύτερης μεταπολεμικής κρίσης παρατηρούμε πως μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις κλείνουν σε καθημερινή βάση. Επιπλέον, βλέπουμε μεγάλους ξένους επιχειρηματικούς ομίλους (Societe Generale, Carrefour, Credit Agricole) που είχαν επενδύσει στην Ελλάδα να την εγκαταλείπουν ή μια μετά την άλλη. Οι επιχειρηματίες επιλέγουν το πιο ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς και το σταθερότερο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον άλλων χωρών. Επίσης, μια επιχείρηση που λειτουργεί στην Ελλάδα αντιμετωπίζει επιπρόσθετο χρηματοπιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος είτε της στερεί κεφάλαια είτε την αναγκάζει να δανείζεται πανάκριβα. Φεύγοντας από τη χώρα ενισχύει άμεσα την πιστοληπτική της ικανότητα και τη συνολική εμπιστοσύνη των αγορών απέναντί της. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι της Coca Cola 3E και της FAGE, σημαντικές ελληνικές πολυεθνικές επιχειρήσεις, οι οποίες ανακοίνωσαν πως θα μεταφέρουν την έδρα τους σε Ελβετία και Λουξεμβούργο αντίστοιχα.

Η ελληνική και διεθνής βιβλιογραφία δεν έχει μελετήσει σε βάθος τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης στο τρόπο και την έκταση εφαρμογής διαχείρισης κερδών από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ελλαδικό χώρο. Παρόλα αυτά, υπάρχει σημαντικό πλήθος εμπειρικών μελετών που έχει εξετάσει την άσκηση διαχείρισης κερδών από αμερικάνικες, ασιατικές και ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, κατά τη διάρκεια τόσο της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. το 2007 όσο και κατά τη διάρκεια παλαιότερων οικονομικών κρίσεων (π.χ. ασιατική κρίση 1997-1998). Δεν υπάρχουν ξεκάθαρα αποτελέσματα αναφορικά με το επίπεδο της διαχείρισης των κερδών κατά την διάρκεια οικονομικών κρίσεων. Άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν πως σε περιόδους κρίσης οι επιχειρήσεις τείνουν να διαχειρίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό τα κέρδη τους και άλλες τείνουν να παρουσιάζουν τα κέρδη τους με τον πλέον αμερόληπτο τρόπο.

3.5 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αγοραία αξία συσχετίζεται θετικά με την έκταση της μείωσης της διακύμανσης των κερδών μέσω της εξομάλυνσης του με χειραγώγηση κερδών . Τα στελέχη μπορεί να εξομαλύνουν τα κέρδη, ώστε να ευθυγραμμιστούν τα αποτελέσματα με τις προσδοκίες της αγοράς και ακόμα να αυξηθεί η διάρκεια των κερδών. Εάν τα κέρδη εξομαλύνονται, ώστε να προσαρμοστούν τα δημοσιευμένα κέρδη σε μια πιο σταθερή τάση, τότε η εξομάλυνση μπορεί να ενισχύει τη σχετική αξία των κερδών. Επίσης, η εξομάλυνση των κερδών βελτιώνει τη διάρκεια και την προβλεψιμότητα των κερδών. Τέλος, η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης αποτελεί κίνητρο για την εξομάλυνση των κερδών.

Ο manager έχει τη δυνατότητα να διαθέτει την καλύτερη δυνατή εκτίμηση του διαρκούς εισοδήματος της επιχείρησης για τους μετόχους της. Το εισόδημα αυτό είναι το περιοδικό εισόδημα που οι μέτοχοι αναμένουν διηλεκές και κεφαλαιοποιώντας το προκύπτει η αξία της επιχείρησης.

Το πραγματικό εισόδημα της εταιρείας μεταβάλλεται χρόνο με το χρόνο λόγω των διάφορων απρόσμενων γεγονότων. Με την πρόσβαση τους σε περισσότερη πληροφόρηση, τα στελέχη μπορούν να απομονώσουν την επίδραση των απρόσμενων γεγονότων καλύτερα από ότι μπορούν οι μέτοχοι.

Τέλος, υπάρχει περίπτωση να ζητηθεί από τα στελέχη να δημοσιεύσουν τις μόνιμες μεταβολές στο εισόδημα χωριστά από τις περιοδικές, βοηθώντας με αυτό τον τρόπο τους επενδυτές να μειώσουν τα λάθη στην αποτίμηση. Αν αναμένεται οι μεταβολές στατιστικά να εξουδετερώνονται μεταξύ τους κατά τη διάρκεια του χρόνου, τα στελέχη μπορούν να δημοσιεύσουν το διαρκές εισόδημα, το οποίο θα είναι εξομαλυσμένο. Σε αυτή τη περίπτωση η Διαχείριση των Κερδών είναι όχι μόνο ανεκτή, αλλά ενθαρρύνεται και από τους μετόχους για δικό τους όφελος.

Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ Β' ΜΕΡΟΥΣ

Το κεντρικό θέμα της οικονομικής πολιτικής της επιχείρησης είναι "η ορθή χρήση των κεφαλαίων και η κεντρική διαδικασία που περιλαμβάνεται είναι η λογική αντιπαραβολή των πλεονεκτημάτων πιθανών χρήσεων έναντι του κόστους εναλλακτικών πιθανών πηγών ώστε να επιτευχθούν οι ευρύτεροι οικονομικοί σκοποί τους οποίους η επιχείρηση θέτει για την ίδια". Επίσης η διοίκηση θα πρέπει να κρίνει για το αν η επιχείρηση θα διατηρήσει, ελαττώσει ή θα αυξήσει τις επενδύσεις της σε κάθε μορφή ενεργητικού που απαιτούν κεφάλαια. Έτσι η διοίκηση έρχεται αντιμέτωπη με τρεις μεγάλες λειτουργίες της χρηματοοικονομικής για τις οποίες πρέπει να ληφθούν οι αντίστοιχες αποφάσεις, α) επένδυσης, β) χρηματοδότησης, και γ) διανομής κερδών.

Απόφαση επένδυσης: δηλαδή τα συγκεκριμένα ενεργητικά που πρέπει να αποκτήσει η επιχείρηση ή αλλιώς πόσο μεγάλη θα πρέπει να είναι η επιχείρηση κ πόσο γρήγορα πρέπει να αναπτυχθεί.

Απόφαση χρηματοδότησης: αναφέρεται στο είδος των κεφαλαίων και στην ποσοστιαία συμμετοχή καθενός από αυτά στην κάλυψη των χρημάτων που χρειάζονται για τη χρηματοδότηση της συγκεκριμένης επένδυσης.

Μερισματική πολιτική: η απόφαση διανομής κερδών αναφέρεται στο μέρος που θα διανεμηθεί στους μετόχους με τη μορφή μετρητού μερίσματος και κατά συνέπεια το μέρος που θα παραμείνει στην επιχείρηση με τη μορφή κάποιου αποθεματικού.

Αυτό που αποτελεί μελέτη κατά την λήψη της χρηματοοικονομικής απόφασης είναι ο αντίκτυπος που θα έχει στα έσοδα, στον έλεγχο και στο ρίσκο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

4.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ο σχεδιασμός της επιχείρησης απαιτεί πρώτα από όλα καθορισμό των σκοπών της επιχείρησης. Οι σκοποί της επιχείρησης αντιπροσωπεύουν μια έκφραση της έρευνας μακροχρόνιας μελλοντικής επιθυμητής κατάστασης, στην οποία θα πρέπει να φτάσει η επιχείρηση. Η επιχείρηση είναι συνδυασμός και η συνεργασία πολλών μεμονωμένων «ατόμων», τα οποία έχουν δικούς της σκοπούς. Έτσι, τα άτομα συνεργάζονται αρχικά και πρωτίστως με επιδίωξη των δικών τους σκοπών και όχι των σκοπών του συνόλου ή του επιχειρηματία. Ο γενικά αποδεκτός σκοπός της επιχείρησης, όπως πηγάζει από τις θεωρητικές βάσεις και ιδιαίτερα από την οικονομική θεωρία της επιχείρησης, είναι η μεγιστοποίηση των κερδών.

4.2 ΟΡΙΣΜΟΣ

Με τον όρο «αξίας της επιχείρησης» εννοούμε την αξία όλης της επιχείρησης με βάση τις προσδοκίες για κέρδη και είναι άμεσα συνδεδεμένη με την λειτουργία της επιχείρησης και τις μελλοντικές αποδόσεις.

Η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από διάφορους εξωτερικούς παράγοντες, σημαντικότεροι των οποίων είναι οι εξής: α) ο πληθωρισμός, β) η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης ακόμη περισσότερο και γ) τα επιτόκια. Και οι τρεις παράγοντες σχετίζονται μεταξύ τους και παίζουν σημαντικό ρόλο και επιρροή στις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών (επενδυτών, μετόχων, τραπεζών, κλπ.).

Αυτοί οι παράγοντες έχουν ιδιαίτερη σημασία στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στη κεφαλαιαγορά. Αυτό συμβαίνει, γιατί έστω μια ανακοίνωση για αύξηση ή μείωση των επιτοκίων ή του πληθωρισμού είναι βέβαιο πως θα επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής και συνεπώς στην αξία της επιχείρησης.

4.3 ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση ενδιαφέρει όλους όσους έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από την εταιρεία, δηλαδή τον επιχειρηματία, τους δανειστές της, τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους εργαζόμενους, τους μετόχους της, την κοινωνία, τους εποπτικούς και φορολογικούς φορείς και γενικότερα αυτούς που θέλουν να εξαγοράσουν την εταιρεία.

Η αξία της πληροφορίας δεν είναι ίδια για όλους. Ο καθένας από τους παραπάνω αντιλαμβάνεται με διαφορετικό τρόπο την κάθε πληροφορία και συνεπώς παίρνει εντελώς διαφορετικές αποφάσεις.

Η ανάπτυξη των χρηματιστηρίων τα τελευταία χρόνια έχει αυξήσει την ανάγκη για παρουσίαση κερδών, τα οποία πολλές φορές είναι προϊόντα λογιστικών χειρισμών και δεν αντικατοπτρίζουν απόλυτα την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν οι διάφορες μέθοδοι, πολλές φορές είναι διαφορετικά, καθώς πολλές φορές διαφορετική μπορεί να είναι και η τελική αξία. Έτσι, αυτό που τελικά θα αποτελέσει τον κυρίαρχο παράγοντα, ώστε τα διαπραγματευόμενα μέρη να καταλήξουν σε κοινά αποδεκτή αξία, είναι ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης. Οι μελέτες αποτίμησης δεν λαμβάνουν υπόψη ορισμένες παραμέτρους που είναι σημαντικές στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να μην μπορούν άμεσα να αξιολογηθούν σε νομισματικές μονάδες, αλλά μπορούν κάλλιστα να προσαρμόσουν την αρχική εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης.

Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι :

- Οι προθέσεις και οι επιθυμίες του πωλητή να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή.
- Η μεγάλη ρευστότητα του αγοραστή.
- Η ανάγκη για ολοκλήρωση της στρατηγικής της επιχείρησης.
- Η ανάγκη συμπλήρωσης του εύρους των προϊόντων της επιχείρησης ή της αντιμετώπισης του ανταγωνισμού.
- Η ανάγκη για αξιοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού μέσω της εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας.
- Νομοθετικές προσδιοριζόμενες ανάγκες.
- Φορολογικά κίνητρα συγχωνεύσεων – εξαγορών.

- Ιδιαιτερότητες που υφίσταται στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης που οδηγούν σε διάλυση του οργανωτικού μηχανισμού ή του ιδιοκτησιακού κατεστημένου.

Από τα παραπάνω είναι σαφές ότι η αξία της εταιρείας είναι μια πληροφορία χρήσιμη σε πολλούς, αλλά είναι εύκολο να βρεθεί μια τιμή που να αντιπροσωπεύει και να καλύπτει τις ανάγκες και τις προσδοκίες όλων.

4.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι κυριότεροι λόγοι που οδηγούν στην αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

- A) Η έννοια για αποτελεσματική αγορά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα ο προσδιορισμός της αξίας τους να είναι δύσκολος.
- B) Σε συμφωνίες μεταξύ δυο ή περισσότερων επιχειρήσεων, προκειμένου να συνεργαστούν, η κάθε πλευρά θα πρέπει να γνωρίζει ακριβώς την αξία της επιχείρησης, ούτως ώστε η συμφωνία να είναι συμφέρουσα. Μόνον τότε θα είναι σε θέση σωστής στρατηγικής διαπραγμάτευσης.
- Γ) Για να γίνει ευκολότερος ο επιχειρησιακός σχεδιασμός.
- Δ) Βοηθάει στον προσδιορισμό των αμοιβών των ανώτατων στελεχών, οι οποίες είναι συνδεδεμένες και σχετίζονται άμεσα με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης.
- Ε) Αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα προσέλκυσης κεφαλαίων.

4.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει συνοπτικά τα παρακάτω στάδια:

- I. Γνώση και κατανόηση της επιχείρησης
- II. Πρόβλεψη των επιδόσεων της επιχείρησης
- III. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου
- IV. Μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση
- V. Επενδυτική απόφαση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Αποτίμηση ορίζεται η διαδικασία εκτίμησης της πραγματικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου μιας επιχείρησης ή ενός αξιόγραφου που βασίζεται σε δεδομένα σχετικά με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αλλά και των μελλοντικών απολαβών που θα έχει κάποιος από την απόκτηση και κατοχή τους.

Οι απόψεις σχετικά με τον χαρακτηρισμό της διαδικασίας της αποτίμησης ως τεχνική ή επιστήμη δίστανται. «Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων, με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα, καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων». Οι όροι τεχνική και επιστήμη παρουσιάζουν μεγάλη συνάφεια μεταξύ τους, αλλά παρουσιάζουν και σημαντικές διαφορές.

Η πλήρης κατανόηση της χρηματοοικονομικής και της λογιστικής επιστήμης θα βοηθήσει σημαντικά τον μελετητή στην διεκπεραίωση της εργασίας της αποτίμησης. Παρόλα αυτά όμως, δεν είναι αρκετή η ολοκληρωμένη γνώση των παραπάνω επιστημών. Απαιτείται η διαμόρφωση ενός συνόλου κανόνων και ενός αλγόριθμου που θα καθοδηγήσει τον μελετητή κατά την εκτέλεση της εργασίας του. Από τον ορισμό της τεχνικής προκύπτει ότι πέραν των μεθόδων και των κανόνων η τεχνική συμπεριλαμβάνει και το στοιχείο της εμπειρίας. Χωρίς την εμπειρία ο μελετητής, στα περιορισμένα χρονικά πλαίσια που έχει στη διάθεσή του, τους περιορισμένους πόρους καθώς και την σχετική ικανότητα σύνδεσης και χρήσης των διαφόρων επιστημών μεταξύ τους δεν θα μπορέσει να φέρει σε πέρας το δύσκολο έργο της αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης .

Πρέπει να τονιστεί, ότι η αποτίμηση δεν μπορεί να στηρίζεται μόνο στην καταγραφή ή μόνο στη πρόβλεψη. Για να φτάσει κάποιος στο επιθυμητό αποτέλεσμα, θα πρέπει να στηριχθεί τόσο σε λογιστικά δεδομένα όσο και στην πρόβλεψη, για την οποία απαιτούνται γνώσεις στατιστικής και χρηματοοικονομικής επιστήμης. Το συμπέρασμα είναι πως τόσο η επιστήμη όσο και η τεχνική είναι απολύτως απαραίτητες κατά την αποτίμηση.

5.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι εξής:

- Οι μέθοδοι που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα
- Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας
- Οι μέθοδοι της προεξόφλησης ταμιακών ροών
- Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων 5 ετών
- Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών και χρήσεις δεικτών κεφαλαιαγοράς
- Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών
- Η μέθοδος option pricing model

Εμείς θα αναλύσουμε τις 4 πιο σημαντικές μεθόδους οι οποίες είναι: 1) οι μέθοδοι που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα, 2) η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, 3) οι μέθοδοι της προεξόφλησης ταμιακών ροών και 4) οι χρηματιστηριακές μέθοδοι.

5.2.1 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα

Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, οι οποίες θεωρούν ότι η αξία μίας επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στον Ισολογισμό της. Με αυτές τις μεθόδους, ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων που διαθέτει.

Ένα μειονέκτημα αυτών των μεθόδων αποτίμησης είναι ότι οι υπολογισμοί στηρίζονται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Με λίγα λόγια, η πρόβλεψη της πιθανής μελλοντικής εξέλιξης της εταιρείας ή η διαχρονική αξία του χρήματος δεν υπεισέρχονται στους υπολογισμούς. Επίσης, οι μέθοδοι αυτές δεν λαμβάνουν υπόψη τους άλλους παράγοντες, οι οποίοι δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές της καταστάσεις, ασκούν όμως σημαντική επίδραση στην αξία της, όπως η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, οι διαθέσιμοι ανθρώπινοι πόροι, πιθανά προβλήματα οργάνωσης, κλπ.

Ορισμένες από τις μεθόδους αυτές είναι: 1) Λογιστική Αξία, 2) Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία, 3) Αξία Ρευστοποίησης και 4) Αξία Αντικατάστασης

5.2.1.1 Λογιστική αξία (Book Value)

Η μέθοδος της λογιστικής αξίας είναι μια από τις πιο χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης. Με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων και αποθεματικών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό της. Λόγω των μειονεκτημάτων που έχει η λογιστική αξία, όπως ότι στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα αγνοώντας έτσι το παράγοντα «μέλλον» και «κίνδυνο», δεν συμπίπτει με την αγοραία αξία της επιχείρησης.

5.2.1.2 Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value)

Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται για την αποτίμηση εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία της επιχείρησης εξάγεται μέσω του ιστορικού κόστους των συνολικών ίδιων κεφαλαίων της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικής περιόδου, τα οποία όμως αναμορφώνονται σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών. Η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα «άυλα» στοιχεία της εταιρείας, όπως η δυνατότητα της εταιρείας να δημιουργεί μελλοντικά κέρδη, το όνομα της εταιρείας κ.α.

5.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Ως αξία ρευστοποίησης μιας επιχείρησης νοείται η αξία που η αγορά θα ήταν διατεθειμένη να πληρώσει για τα περιουσιακά της στοιχεία, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα. Δηλαδή θα μπορούσαμε να πούμε πως η αξία της ρευστοποίησης προκύπτει, αν πωληθούν τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης και εξοφληθούν όλες της οι υποχρεώσεις. Η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρείες που έχουν πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας, τα οποία είναι διακριτά και μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά. Τέλος, η αξία της ρευστοποίησης υπολογίζεται με την αφαίρεση από τα αναπροσαρμοσμένα συνολικά ίδια κεφάλαια των άμεσα ρευστοποιήσιμων εξόδων της επιχείρησης.

5.2.1.4 Αξία Αντικατάστασης (Replacement Value)

Η αξία αντικατάστασης αντιπροσωπεύει το ποσό που απαιτείται για τη δημιουργία μιας επιχείρησης με πανομοιότυπα χαρακτηριστικά και συνθήκες λειτουργίας όπως η εταιρεία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Δηλαδή η εκτίμηση του κόστους που απαιτείται προκειμένου να αντιγραφούν ή να αντικατασταθούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Ως γενική αρχή για τον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης ισχύει ότι η τελευταία δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των πάγιων στοιχείων, τα οποία δεν έχουν ενεργή συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης. Έχουν καθοριστεί τρεις τύποι αξίας αντικατάστασης.

- *Μικτή Αξία Αντικατάστασης:* πρόκειται για την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές.
- *Καθαρή Αξία Αντικατάστασης:* η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει, αν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης από τη μικτή αξία της επιχείρησης.
- *Μειωμένη Μικτή Αξία Αντικατάστασης:* πρόκειται για την μικτή αξία αντικατάστασης αφαιρούμενης της αξίας των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους.

5.2.2 Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (ΠΟΑ)

Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας θεωρείται μια από τις πιο αξιόπιστες μεθοδολογίες αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Ενδείκνυται για την δυναμική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μια πληθώρα ενδιαφερόμενων μερών. Η ΠΟΑ είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο που στηρίζεται σε ιστορικά λογιστικά στοιχεία και συνεπώς έχει του περιορισμούς που έχουν όλα τα συναφή εργαλεία.

Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει τις παρακάτω ιδιαιτερότητες:

- Συνδυάζει περισσότερες από δυο λογιστικές καταστάσεις
- Λαμβάνει υπόψη της την στρατηγική της επιχείρησης και το επιχειρηματικό σχέδιο της
- Οι υπολογισμοί είναι αρκετά πολύπλοκοι
- Ο συνυπολογισμός ποιοτικών και ποσοτικών δεδομένων μπορεί να προκαλέσει αμφιβολίες όσον αναφορά την αντικειμενικότητα της μεθόδου.

Η βασική αρχή είναι ότι προστιθέμενη αξία είναι το υπόλοιπο των καθαρών εσόδων μετά από φόρους μείον το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για την παραγωγή των εσόδων δηλαδή

ΠΟΑ= Μετά από την Φορολογία Λειτουργικά Έσοδα- (Επενδυμένα Κεφάλαια * Στ. Μέσο Κόστος του Κεφαλαίου) (7)

Αυτός ο τύπος ονομάζεται λειτουργικός. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη και οι προσδοκίες των επενδυτών, δανειστών, κλπ. για την πορεία της επιχείρησης.

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού ο οποίος ονομάζεται χρηματοοικονομικός είναι:

$$\text{ΠΟΑ} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{Επενδυμένο Κεφάλαιο (8)}$$

Η βασική διαφορά στο τύπο (7) και (8) είναι ο τρόπος υπολογισμού των επενδυμένων κεφαλαίων. Στο λειτουργικό τύπο τα επενδυμένα κεφάλαια υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{Επενδυμένα κεφάλαια} = \text{Σύνολο στοιχείων Ενεργητικού} - \text{Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (9)}$$

Ενώ με βάση το χρηματοοικονομικό τύπο τα επενδυμένα κεφάλαια υπολογίζονται έτσι:

$$\text{Επενδυμένα κεφάλαια} = \text{Μετοχικό Κεφάλαιο} + \text{Αποθεματικά} + \text{Υποχρεώσεις (10)}$$

Η ΠΟΑ είναι ένα από τα πιο ακριβή και ολοκληρωμένα μέτρα της εταιρικής απόδοσης γιατί περιλαμβάνει όλους τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Η ΠΟΑ μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που αυτόματα καθοδηγεί όλους τους υπαλλήλους και διευθυντές να εργάζονται για τα συμφέροντα των ιδιοκτητών.

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της ΠΟΑ :

Ένα πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δεν χρησιμοποιείται μόνο για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, αλλά και για την ρύθμιση συστημάτων αμοιβών και κινήτρων απόδοσης. Επίσης με αυτήν περιορίζονται οι λογιστικές ανωμαλίες στην απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων και δεδομένων. Οι πληροφορίες που δίνει διευκολύνει την λήψη αποφάσεων διότι είναι καλύτερης ποιότητας και επιπλέον καλύπτει όλες τις πλευρές του επιχειρηματικού κύκλου. Τέλος, χρησιμοποιεί μέτρα που γίνονται άμεσα αντιληπτά από την αγορά και ακόμη δεν μπορούν εύκολα να αμφισβητηθούν από τρίτους.

Ένα βασικό μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι είναι επιρρεπής σε χειραγώγηση διότι βασίζεται σε χρηματοοικονομικές- λογιστικές μεθόδους και πληροφορίες οι οποίες έχουν τους αντίστοιχους περιορισμούς. Εστιάζει στα άμεσα οικονομικά αποτελέσματα που αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κινήτρου για τον σχεδιασμό και την ανάπτυξη μακροπρόθεσμων στρατηγικών. Τέλος, είναι πολύπλοκη και η τεχνογνωσία για την εφαρμογή της δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη.

5.2.3 Η Μέθοδος της Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών

Ολοένα και περισσότεροι αναλυτές – μελετητές και επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις ταμιακές ροές ως το κύριο εργαλείο μέτρησης της απόδοσης και της αξίας της επιχείρησης. Οι ταμιακές ροές αποτελούν, σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές της αγοράς και συμβούλους επιχειρήσεων, την βασικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση. Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για την δυναμική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μία πληθώρα ενδιαφερομένων μερών. Η παραγωγή των καταστάσεων ταμιακών ροών γίνεται μαζί με τις άλλες καταστάσεις.

Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών αποκαλύπτουν εάν:

- Οι συνολικές δραστηριότητες και λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης δημιουργούν θετική ή όχι ταμιακή ροή.
- Την πηγή των κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της.
- Τις χρήσεις των κεφαλαίων.

Η αυξημένη ζήτηση για τις καταστάσεις των ταμιακών ροών προκύπτει από το γεγονός ότι μέσω των καταστάσεων οι χρήστες μπορούν να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί τα κέρδη της, να πληρώνει μερίσματα, να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις που παράγουν επιπλέον ταμιακές ροές και κέρδη και τέλος να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της. Οι παραδοχές που στηρίζονται οι μέθοδοι των ταμιακών ροών είναι οι εξής:

- Η επιχείρηση αξίζει όσο αξίζουν οι προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές
- Οι καταστάσεις δίνουν περισσότερες και καλύτερες ποιοτικά πληροφορίες από τις υπόλοιπες.
- Υπάρχει δυνατότητα υπολογισμού ενός ή περισσότερων ή συνδυασμών συντελεστών προεξόφλησης.
- Επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, αλλά και άλλοι παραγωγικοί συντελεστές.
- Είναι δυνατή η πρόβλεψη των ταμιακών ροών με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον, με βάση συγκεκριμένες και καλά ορισμένες υποθέσεις.

Σύμφωνα με τη μέθοδο προεξόφλησης των ταμιακών ροών η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της επιχείρησης με βάση τις ταμιακές ροές είναι ο υπολογισμός του εσωτερικού ποσοστού

απόδοσης τους και η σύγκριση του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ή με το αντίστοιχο ποσοστό μιας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δείκτη απόδοσης κεφαλαίου.

5.2.3.1 Οι μέθοδοι που βασίζονται στις ταμιακές ροές

Η κατάσταση των ταμιακών ροών χρησιμοποιείται για την αποτίμηση με την χρήση αρκετών παραλλαγών. Η κάθε μια από αυτές τις παραλλαγές προτιμάται ανάλογα με τις υποθέσεις που μπορούν να γίνουν αποδεκτές και τα δεδομένα που είναι διαθέσιμα.

Οι παραλλαγές είναι οι εξής:

- Ελεύθερες Ταμιακές Ροές
- Ταμιακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου
- Ταμιακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου

Με τον υπολογισμό των λειτουργικών ταμιακών ροών δίνεται η δυνατότητα στον μελετητή – αναλυτή να επιλέξει από ένα σύνολο τριών εναλλακτικών για το ποιες συνολικά ταμιακές ροές θα χρησιμοποιήσει στην εργασία του. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τον τρόπο υπολογισμού και χρήσης τους.

Πίνακας 1. Παραλλαγές υπολογισμού της κατάστασης ταμιακών ροών κατά την διαδικασία της αποτίμησης

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΠΡΟΞΟΦΑΝΗΣΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ				
Ταμιακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm - FCFE)		Ταμιακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity - FCFE)		Ελεύθερες Ταμιακές Ροές
Λειτουργικές Ταμιακές Ροές		Λειτουργικές Ταμιακές Ροές		Λειτουργικές Ταμιακές Ροές
• Πραγματικοί Φόροι (Φορολογικός συντελεστής * καθαρά κέρδη προ τόκων - τόκοι)		• Πραγματικοί Φόροι (Φορολογικός συντελεστής * (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων - τόκοι)		• Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι (Φορολογικός συντελεστής * καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων)
		-	Τόκοι	
		-	Πληρωμές δανείων	
		+	Αυξήσεις Κεφαλαίου	
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΞΟΦΑΝΗΣΗΣ				
Προεξόφληση με την Προβλεπόμενη Απόδοση Ενεργητικού (πριν από φόρους)		Προεξόφληση με την Προβλεπόμενη Απόδοση του Μετοχικού Κεφαλαίου (K _e)		Προεξόφληση με το μέσο στ. κόστος κεφαλαίου (μετά από φόρους)

Οι μέθοδοι αυτοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν με τον ίδιο συντελεστή μεταβολής των ταμιακών ροών ή με τη χρήση δυο ή / και τριών συντελεστών κατά τη περίοδο πρόβλεψης. Με τη χρήση πολλών συντελεστών μπορεί να αυξάνεται η πολυπλοκότητα των υπολογισμών, αλλά προσεγγίζεται καλύτερα η πραγματικότητα.

Πηγή πίνακα: Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης «Αποτίμηση Επιχειρήσεων» Εκδοτικός Οίκος : Αδελφών Κυριακίδη α. ε. (2005)

5.2.3.2 Η Προεξόφληση Ταμιακών Ροών με βάση τύπους

Για τον υπολογισμό των ταμιακών ροών και την προεξόφληση τους απαιτείται η υιοθέτηση ορισμένων υποθέσεων που δύσκολα απαντώνται στον πραγματικό κόσμο. Οι υποθέσεις αυτές είναι εξής:

- Σταθερός ρυθμός αύξησης των εσόδων
- Σταθερό περιθώριο κέρδους

Με βάση τον τύπο των Miller- Modigliani:

Αξία της Επιχείρησης= Αξία των στοιχείων ενεργητικού + Αξία της Ανάπτυξης =

$$= \frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC}} + K * \text{NOPLAT} * N * \frac{\text{ROIC} - \text{WACC}}{\text{WACC} * (1 + \text{WACC})} \quad (11)$$

Όπου:

NOPLAT= Net Operating Profits Less Adjusted Taxes

WACC=Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital)

K= Το ποσοστό των καθαρών λειτουργικών κερδών που επενδύεται

N= Ο προσδοκώμενος αριθμός ετών που η επιχείρηση θα συνεχίζει να επενδύει για να πετυχαίνει την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων

ROIC= Απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (Return on Invested Capital)

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών:

Ένα από τα πλεονεκτήματα της είναι ότι «καταγράφει» τη δυναμική της επιχείρησης και τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών σχετικά με την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον. Εάν χρησιμοποιηθεί παράλληλα με την ανάλυση αριθμοδεικτών και τη βασική χρηματοοικονομική ανάλυση είναι δυνατόν να δώσει ένα αρκετά αξιόπιστο αποτέλεσμα. Επίσης, είναι δυνατή η προβολή στο μέλλον των ταμιακών ροών. Τέλος, η λογιστική κατάσταση των ταμιακών ροών δίνει περισσότερες πληροφορίες στον αναγνώστη, εάν διαθέτει μια σχετικά μεγάλη χρονοσειρά , από ότι οι στατικές λογιστικές καταστάσεις.

Ένα βασικό μειονέκτημα της είναι ότι απαιτείται αρκετά μεγάλος χρόνος για την διεκπεραίωση και απαιτείται η γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων. Επίσης, εάν δεν εφαρμοσθούν οι βασικές λογιστικές αρχές, μπορεί εύκολα να αμφισβητηθεί το αποτέλεσμα της μεθόδου. Η μέθοδος είναι σχετικά πολύπλοκη, απαιτεί μεγάλο στάδιο προετοιμασίας και πολλές πληροφορίες. Τέλος, θα πρέπει πάντα να ακολουθείται από σχετική χρηματοοικονομική μελέτη.

5.2.4 Οι Χρηματιστηριακές Μέθοδοι

Ο όρος χρηματιστηριακές αποδόθηκε στις παρακάτω μεθόδους γιατί χρησιμοποιούνται εκτενώς από τις χρηματιστηριακές εταιρείες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τις εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά επιχειρήσεις.

Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι είναι οι παρακάτω:

1. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
2. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων
3. Η μέθοδος του P/E – EPS
4. Η μέθοδος Συνολικής Απόδοσης Μετόχου
5. Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς.

5.2.4.1 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

Η ανάγνωση και διαπίστωση της χρηματιστηριακής τιμής μιας εισηγμένης επιχείρησης στην κεφαλαιαγορά μπορεί να γίνει οποιαδήποτε στιγμή από τις εφημερίδες, περιοδικά, διαδίκτυο, κλπ. Η πρόγνωση και πρόβλεψη της χρηματιστηριακής τιμής μπορεί να γίνει με δυο τρόπους. Ο πρώτος είναι η θεμελιώδης ανάλυση (λογιστικά χρηματοοικονομικά δεδομένα) και η δεύτερη η τεχνική ανάλυση (ανάλυση διαγραμμάτων, σχηματισμών και δεικτών).

Βασική υπόθεση για τη τεχνική ανάλυση είναι ότι η «συμπεριφορά» των μετοχών επαναλαμβάνεται. Γι' αυτό χρησιμοποιούνται :

- Γραμμές τάσης
- Κινητοί μέσοι όροι
- Σχηματισμοί τιμών και όγκων
- Δείκτες συμπεριφοράς τιμών
- Ταλαντωτές

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά από χρηματιστηριακούς και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πρόβλεψη των τιμών, έχοντας ως σκοπό την κερδοσκοπία στην κεφαλαιαγορά μέσω της βραχυπρόθεσμης πρόβλεψης τεχνικής ανάλυσης.

5.2.4.2 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι ένας μικρομέτοχος ή μια εταιρεία συμμετοχών ή ένας μέτοχος μειοψηφίας πρέπει να υπολογίζει την αξία της εταιρείας με βάση το μέρισμα που θα λάβει ή έχει λάβει. Για τα μερίσματα μπορούν να προσδιορισθούν οι παρακάτω περιπτώσεις:

1. Μηδενική αύξηση των μερισμάτων
2. Σταθερή αύξηση των μερισμάτων
3. Μη σταθερή αύξηση των μερισμάτων

Βασικό πρόβλημα της μεθόδου είναι το γεγονός ότι η μερισματική πολιτική της εταιρείας καθορίζεται από τη γενική συνέλευση και βασίζεται στην τρέχουσα κατάσταση της αγοράς, στην στρατηγική της εταιρείας, στις επιθυμίες των κύριων μετόχων της επιχείρησης. Έτσι, πολλές κερδοφόρες επιχειρήσεις μπορεί να μην πληρώνουν μέρισμα ή το μέρισμα να είναι δυσανάλογα μικρό σε σχέση με το ποσοστό κερδοφορίας.

Η εφαρμογή της μεθόδου με την προεξόφληση των μερισμάτων μπορεί να γίνει με 2 τρόπους, ανάλογα με τις υποθέσεις που μπορούν να γίνουν δεκτές.

Οι τρόποι αυτοί είναι :

- Προεξόφληση των μερισμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση και την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.
- Προεξόφληση μερισμάτων που παρουσιάζουν σταθερή άνοδο (τύπος Gordon)

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (12)$$

Όπου:

D_1 = Το μέρισμα

r = Το επιτόκιο κινδύνου

g = Ο ρυθμός μεταβολής

5.2.4.3 Η μέθοδος του P/E – EPS

Οι δυο αυτές μέθοδοι χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές και τους οικονομικούς διευθυντές για να μπορέσουν να συγκρίνουν γρήγορα και άμεσα εταιρείες μεταξύ τους. Κύριοι χρήστες των στατιστικών αυτών είναι οι μικροεπενδυτές, οι αναλυτές, οι διαχειριστές κεφαλαίων, κλπ.

Ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη (P/E) ενσωματώνει δυο βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Η πρώτη είναι η αγοραία αξία της μετοχής και η δεύτερη τα κέρδη. Το γεγονός ότι οι δυο αυτές βασικές πληροφορίες είναι κρίσιμες από έναν επενδυτή και η ευκολία ταξινόμησης και σύγκρισης την κάνουν ιδανική για την λήψη απόφασης από έναν επενδυτή που δεν είναι διατεθειμένος να προχωρήσει σε ολοκληρωμένη ανάλυση των θεμελιωδών και τεχνικών στοιχείων της επιχείρησης.

Η εφαρμογή των μεθόδων αυτών είναι εύκολη. Οι δείκτες και τα οικονομικά μεγέθη που απαιτούνται για τον υπολογισμό τους για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι διαθέσιμα σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες και περιοδικά. Επιπλέον τεχνικές αναλύσεις και προβλέψεις με βάση την τεχνική ανάλυση εκδίδουν σχεδόν καθημερινά οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι τράπεζες και θεσμικοί επενδυτές. Ο υπολογισμός του P/E έχει ορισμένα προβλήματα στο ποια τιμή θα επιλεγεί (η τελευταία, ο μέσος όρος του τελευταίου μήνα κοκ.) και στο ποια κέρδη (τα κέρδη προ φόρων, τα λειτουργικά κέρδη, τα αναπροσαρμοσμένα, κοκ.).

5.2.4.4 Η μέθοδος Συνολικής Απόδοσης Μετόχου

Προέκταση των παραπάνω μεθόδων είναι η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης του Μετόχου. Η μέθοδος αυτή έχει ως βάση την συνολική αξία που έχει για έναν επενδυτή η κατοχή μια μετοχής, δηλαδή η αγοραία αξία των μετοχών και η αξία των μερισμάτων που θα εισπράξει στο μέλλον. Βασικό ρόλο στην αποτίμηση με την μέθοδο αυτή παίζουν οι προσδοκίες όπως αυτές εκφράζονται στην καθημερινή αποτίμηση της αξίας των τίτλων –

μετοχών που είναι εισηγμένες σε κεφαλαιαγορές καθώς και η μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Η μέτρηση της μεθόδου είναι το αλγεβρικό άθροισμα της αγοραίας τιμής μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων. Το βασικό πρόβλημα της μεθόδου είναι οι στρεβλώσεις της αγοράς, δηλαδή θα πρέπει να ελεγχθεί ένα ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και συγκεκριμένα της κεφαλαιαγοράς. Επίσης, το γεγονός ότι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης εξαρτάται από αποφάσεις πολιτικής και στρατηγικής επιχείρησης.

5.2.4.5 Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς

Η επιτροπή της κεφαλαιαγοράς υπολογίζει την αξία της κάθε εταιρείας μέσω ενός αριθμοδείκτη. Για την εφαρμογή της μεθόδου θα πρέπει να γίνουν δεκτές όλες οι υποθέσεις- παραδοχές για την εφαρμογή της μεθόδου καθαρής περιουσιακής θέσης και του μεγαλύτερου μέρους από την μέθοδο των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών, γιατί ο αριθμοδείκτης βασίζεται στα αποτελέσματα των δυο αυτών μεθόδων (αυτές οι μέθοδοι έχουν αναφερθεί ονομαστικά στην αρχή του κεφαλαίου αλλά δεν θα αναλυθούν).

Με βάση την επιτροπή κεφαλαιαγοράς η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται από τον παρακάτω αριθμοδείκτη.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{ΚΠΘ} + \text{ΜΟΚ} * \text{ΠΚ}}{2}$$

(13)

Όπου:

ΚΠΘ: Καθαρή Περιουσιακή Θέση

ΜΟΚ: Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας

ΠΚ: Πολλαπλασιαστής Κερδών

Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση (επιτόκια, πληθωρισμός, ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση) αλλάζει ο πολλαπλασιαστής κερδών έτσι ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα ο αριθμοδείκτης στην πραγματικότητα.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των χρηματιστηριακών μεθόδων:

Ένα από τα πλεονεκτήματα είναι ότι η αποτίμηση είναι καθημερινή και η διαδικασία είναι απλή και κατανοητή σχεδόν από όλους. Η αποτίμηση συμπεριλαμβάνει τόσο οικονομικά, όσο και ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης και περιλαμβάνει σε μεγάλο βαθμό τις προσδοκίες των επενδυτών και των άλλων ενδιαφερόμενων μερών. Επίσης μπορεί βραχυχρόνια να «απεικονίσει» γεγονότα που δεν μπορούν να συνυπολογισθούν από άλλες μεθόδους. Άλλο ένα πλεονέκτημα είναι ότι μπορεί να συγκριθούν μεταξύ τους επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους, έχουν διαφορετικά λογιστικά συστήματα, νόμισμα ή λειτουργούν κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Επιπλέον, είναι σχετικά εύκολο να γίνουν προβλέψεις με την χρήση της τεχνικής ανάλυσης. Τέλος, στην αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης λαμβάνουν μέρος μεγάλο τμήμα των ενδιαφερόμενων μερών, χωρίς αποκλεισμούς.

Τα μειονεκτήματα αυτών των μεθόδων είναι αρκετά. Αρχικά, δεν λαμβάνονται υπόψη στοιχεία όπως το management, οι ευκαιρίες και απειλές, η υψηλή παραγωγικότητα, η καλή φήμη, η ρευστότητα των μετοχών και ο κίνδυνος εγκλωβισμού των επενδυτών. Επίσης δεν λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος που προέρχεται από τις υποχρεώσεις της επιχείρησης και η διακύμανση των κερδών και της οικονομικής αποδοτικότητας της επιχείρησης. Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι οποιοσδήποτε μπορεί να υπολογίσει με αριθμοδείκτες και να κάνει εκτίμηση της αξίας χωρίς, όμως, να έχει την συνολική εικόνα και την κατάλληλη μεθοδολογία, αυτό έχει ως αποτέλεσμα να καταλήγουν σε πλασματικά αποτελέσματα. Επιπλέον συχνά υπάρχουν στρεβλώσεις στην αγορά που διογκώνουν ή ελαχιστοποιούν την τιμή της μετοχής. Η διαδικασία αποτίμησης επηρεάζεται άμεσα από την κερδοσκοπία επί της τιμής της μετοχής. Η τεχνική ανάλυση απαιτεί τη χρήση ειδικών γνώσεων και αντίστοιχης εμπειρίας και ειδικά εργαλεία ανάλυσης. Τα εργαλεία της, πολλές φορές, έρχονται σε σύγκρουση με τα εργαλεία της θεμελιώδους ανάλυσης. Τέλος υπάρχει άμεση συσχέτιση του κλάδου με την απόδοση των εταιριών και συνεπώς θα πρέπει να γίνεται διόρθωση των δεικτών έτσι ώστε να διευκολυνθεί η σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ:

Το συμπέρασμα της παρούσας πτυχιακής είναι ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη διαχείριση κερδών (earnings management) με σκοπό τη διαστρέβλωση της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης, ώστε να παρουσιάζει μια εικόνα που να εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντά της. Επομένως μόνο τα στελέχη μπορούν να ξέρουν ποια είναι τα πραγματικά κέρδη και η αξία της επιχείρησης. Εφόσον οι επενδυτές δεν μπορούν να παρατηρήσουν τα πραγματικά κέρδη δίνουν ένα κίνητρο στα στελέχη να χρησιμοποιήσουν τις καταστάσεις των κερδών ώστε να επηρεάσουν την αντίληψή τους σχετικά με την αξία της επιχείρησης.

Επίσης, συμπεραίνουμε ότι κίνητρο για την εξομάλυνση των κερδών αποτελεί η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Από την ανάλυση που προηγήθηκε γίνεται αντιληπτό ότι υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες ποικίλουν ως προς την πολυπλοκότητα τους. Παρά το γεγονός ότι τα μοντέλα αποτίμησης στηρίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις και παραδοχές για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης, ωστόσο μοιράζονται κάποια βασικά κοινά χαρακτηριστικά. Τέλος, η τελική επιλογή της μεθόδου είναι στη κρίση του εκτιμητή, ο οποίος θα αξιολογήσει ποια μεθοδολογία ταιριάζει στα χαρακτηριστικά της επιχείρησης.

Βιβλιογραφία:

- Αρτίκης Π. Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα (2002)
- Κάντζος Κ. «Ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks (2001)
- Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Αδελφών Κυριακίδη, (2005).
- Παπούλιας Γ. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial management), Τρίτη Έκδοση, Εκδόσεις Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών(1993)
- Φίλιος Φ. Βασίλειος «Δημιουργική λογιστική», Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, ΑΘΗΝΑ (2003)

Διαδίκτυο:

- <http://webpage.pace.edu/pviswanath/notes/corpfina/earningsmanip.html>: Πρόσβαση 29/10/2013
- http://www.swlearning.com/pdfs/chapter/0324223250_2.PDF: Πρόσβαση 29/10/2013
- <http://www.investopedia.com/dictionary/>: Πρόσβαση 29/10/2013
- <http://www.euretirio.com/2010/02/logistiki-dedouleumenon-esodon-exodon.html>: Πρόσβαση 29/10/2013
- <http://www.koolnews.gr/business/i-coca-cola-fevgei-apo-to-xrimatistirio-kai-metakomizei-stin-elvetia/>: Πρόσβαση 29/10/2013
- http://www.newsit.gr/default.php?pname=Article&art_id=167407&catid=13: Πρόσβαση 29/10/2013