TEL AVIV UNIVERSITY יטת תל-אביב

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

תגובת אנליסטים ותגובת השוק לניהול רווחים בחברות ישראליות

ד"ר אילנית גביוס

נובמבר 2007

תגובת אנליסטים ותגובת השוק לניהול רווחים בחברות ישראליות

אילנית גביוס

אוניברסיטת בן-גוריון

אפריל 2007

תקציר

חשיפתן של מעילות חשבונאיות בשנים האחרונות, שבהן היו מעורבות חברות גדולות בארצות הברית, הולידה ביקורת ציבורית ביחס לכישלונם של מומחים פיננסים להזהיר מפני אי סדרים חשבונאיים וסיכוני פשיטות רגל. מחקר זה בוחן האם אנליסטים מזהים ומגיבים לניהול רווחים והאם לאינפורמציה מאנליסטים יש תרומה, מעבר למידע מהדוחות הכספיים, ליכולתם של המשקיעים בשוק לזהות ולהגיב לניהול רווחים. אנו מוצאים שאנליסטים מזהים ניהול רווחים, ובמקרים של ניהול רווחים מהותי, נתוני הדוחות הכספיים מאבדים מהרלוונטיות שלהם לתמחור מניות החברה. בעוד שהסתמכותם של אנליסטים על אינפורמציה חשבונאית "מנוהלת" ירדה באופן דרמטי, לא נראה שהמלצותיהם ומחירי היעד שלהם מושפעים ישירות *ממידת* ניהול הרווחים. לעומת זאת, נראה שאנליסטים מגיבים *לכיוון* של ניהול הרווחים. תגובה זו מתבטאת במחירי יעד נמוכים יותר לחברות המנהלות רווחיהן כלפי מעלה ובתמריץ נמוך יותר לסקר חברות אלה. ביחס לתגובת השוק לניהול רווחים, אנו מוצאים שבהיעדר מידע מאנליסטים, משקיעים אינם מזהים ניהול רווחים. נראה שהמשקיעים מקובעים על הרווחים המדווחים ומוטעים על ידי מרכיבי ה- accruals של רווחים אלו. לעומת זאת, עם האינפורמציה הנוספת מאנליסטים, נראה שהמשקיעים מעריכים מחדש את איכות הרווחים המדווחים. באופן ספציפי, התגובה השלילית של אנליסטים לניהול רווחים כלפי מעלה מלווה בתגובה שלילית חזקה אף יותר של המשקיעים בשוק, המתבטאת בתשואה אבנורמלית שלילית על המניות של חברות אלו. ממצאים אלה נתמכים בניתוחי רגישות הבוחנים את הרובסטיות של התוצאות ביחס למדד של ניהול הרווחים וביחס למידת ניהול הרווחים.

1. מבוא

חשיפתן של מעילות חשבונאיות בשנים האחרונות, שבגדולות בהן היו מעורבים תאגידים גדולים בארה"ב (כגון אנרון, וולדקום, גלובל קרוסינג), הולידה ביקורת ציבורית על תפקידם של מנתחים פיננסיים (אנליסטים) ושל מבקרים בחשיפה ואזהרה מפני אי סדרים חשבונאיים ופשיטות רגל. העובדה שאנליסטים ומבקרים לא הזהירו משקיעים מעלה שאלה לגבי תפקידם כמתווכים בלתי תלויים בין חברות ובין משתתפי שוק (כולל משקיעים, נותני אשראי ועובדים). משתתפי שוק זקוקים למומחים פיננסיים כמתווכים בלתי תלויים בכדי שיחשפו את ביצועיהן הכלכליים *האמיתיים* של חברות, ולא את הביצועים הרצויים להנהלותיהן. במקרים בהם הנהלות "מנהלות" את ציפיות האנליסטים, ובמקרים בהם אנליסטים מתמקדים בחיזוי התוצאות המדווחות על ידי הנהלות, הם למעשה פועלים כ"סוכנים" של החברות אותן הם מסקרים. במצב זה, הסיכון של אי זיהוי מעילות פיננסיות אינו יכול לקטון והערך המוסף של אנליסטים נפגם.

מטרת מחקר זה היא לבחון את תגובתם של אנליסטים ואת תגובת השוק לניהול רווחים. כמו כן, המחקר בוחן האם לאינפורמציה מאנליסטים יש תרומה, מעבר למידע מהדוחות הכספיים, ליכולתם של המשקיעים בשוק לזהות ולהגיב לניהול רווחים. לצורך הניתוח אנו מיישמים שני מדדים לניהול רווחים, על בסיס ספרות קודמת: (1) *Discretionary accruals* (להלן DA) על בסיס מודל Jones (1991) המותאם; (2) *Non-operating accruals* (להלן NOA) על בסיס Givoly and Hayn (2000). מאחר שניהול רווחים קשור בביצועי החברה (היינו, חברות עם ביצועים קיצוניים יטו לנהל רווחים, ראה Kothari et al. 2005), מודלים של DA עשויים להיות מוגדרים בצורה לא ראויה מאחר שהם מתעלמים מהשפעת הביצועים על accruals. Kothari et al. (2005) מראים ש- DA (שנאמדו באמצעות מודל כמו מודל Jones (1991) המתואם) מוגדרים טוב ביותר כאשר מתבצעת עליהם התאמה ל- DA של חברה עם ביצועים דומים. לפיכך, בדומה לגישת ההתאמה של Kothari et al., אנו מפחיתים מה- DA של כל חברה את ה- DA של חברה "דומה".[1]

בשלב ראשון של המחקר אנו בוחנים את השפעת *מידת* ניהול הרווחים (הערך המוחלט של accruals) על המלצות ומחירי היעד של אנליסטים אשר פורסמו בתגובה לפרסום הדוחות הכספיים. אנו מראים שאנליסטים מזהים ניהול רווחים, ובמקרה של ניהול רווחים משמעותי, סעיפים חשבונאיים עיקריים כגון שווי הספרים של ההון העצמי, רווחים ותזרימי מזומנים מפעילות שוטפת מאבדים מהרלוונטיות שלהם לצורך הערכת שווי המניות. בעוד שמידת ההסתמכות של אנליסטים על דוחות כספיים "מנוהלים" יורדת באופן דרמטי, לא נראה שהמלצותיהם ומחירי היעד שלהם מושפעים ישירות ממידת ניהול הרווחים. אנו מראים שללא קשר למידת ניהול הרווחים, אנליסטים בדרך כלל לא שינו את המלצותיהם בעקבות פרסום הדוחות הכספיים. אולם, מבין מיעוט האנליסטים ששינו את המלצותיהם, אנו מוצאים שכיחות גבוהה יותר של הורדת המלצות, שכיחות נמוכה יותר של העלאת המלצות ושכיחות נמוכה יותר של מקרים בהם החל האנליסט לסקר לראשונה חברות שניהלו רווחים במידה רבה. כמו כן, חברות שניהלו רווחים במידה רבה קיבלו פחות המלצות (פר חברה).

---

[1] בחירת חברה דומה נעשית על בסיס ענף, שנה ו- ROA באופן קונסיסטנטי עם Kothari et al. (2005).

בשלב שני של הניתוח אנו מתמקדים בהשפעת *הכיוון* של ניהול הרווחים על המלצות ומחירי היעד של אנליסטים. אנו מוצאים שאנליסטים מגיבים בצורה שלילית לניהול רווחים כלפי מעלה באמצעות הורדת מחירי היעד לחברות אלה. תגובתם השלילית של אנליסטים לחברות שמנפחות את רווחיהן מתבטא גם בקיומן של פחות המלצות ובהימנעות של אנליסטים להתחיל לסקר חברות אלה. לעומת זאת, נראה שאנליסטים מגיבים בצורה "מאופקת" לניהול רווחים כלפי מטה, או אף נוטים להגיב באופן חיובי ל-accruals שליליים מעל לנורמלי. הסבר אפשרי לכך עשוי להיות טמון בעובדה ש-accruals שליליים באופן קיצוני הם במקרים רבים אינם תוצאה של רצון ההנהלה להטעות את משתמשי הדוחות הכספיים אלא תוצאה של הכרח ניהולי ללא משוא פנים (לדוגמא במקרים של חברות הנקלעות למצוקה פיננסית, accruals שליליים בדרך כלל מצביעים על מאמצי ההנהלה להתגבר על המשבר באמצעות עסקאות שנועדו להגדיל את נזילות החברה; ראה Butler et al., 2004).

בעוד שמחירי היעד של אנליסטים מושפעים מהסימן של accruals אבנורמליים, המלצותיהם אינן מושפעות מהסימן או מהגודל של accruals אלה. אנו מראים שאנליסטים, בדרך כלל, נוטים לא לחרוג מ"חלון צר" של המלצות, בלי קשר למידת או לכיוון ניהול הרווחים. לעומת זאת, נראה שאנליסטים הם יותר "גמישים" בקביעת מחירי יעד למניות של חברות. ככל שמידת ניהול הרווחים גדולה יותר, גדל הפיזור של מחירי היעד. כמו כן, פיזור מחירי היעד גדול (קטן) יותר בחברות המנהלות רווחים כלפי מטה (מעלה). הפיזור הגדול יותר של מחירי היעד מצביע על מידה גבוהה יותר של אי ודאות מצידם של האנליסטים ביחס לחברות אלה.

אנו מוצאים גם שאנליסטים המועסקים בבתי השקעות הקשורים לחברות אותן הם מסקרים (בקשרי חיתום) מעניקים המלצות ומחירי יעד גבוהים יותר באופן קונסיסטנטי לעומת אנליסטים המועסקים בבתי השקעות שאינם קשורים בחברות המסוקרות – ללא קשר למידת או כיוון ניהול הרווחים. ממצא זה מעניין במיוחד על רקע הביקורת (שהועלתה בעיקר בעקבות התפוצצותה של בועת הטכנולוגיה) ביחס להטיית המחקר של אנליסטים לטובת לקוחות תחום בנקאות ההשקעות של בתי ההשקעות.

בשלב שלישי של המחקר אנו בוחנים, באמצעות ניתוח של מחירים ותשואות, את תגובת המשקיעים בשוק לניהול רווחים, והאם למידע מאנליסטים – המתפרסם בתגובה לפרסום הדוחות הכספיים – יש ערך מוסף לשוק בפענוח של אינפורמציה על ניהול רווחים. באופן ספציפי, אנו בודקים האם עדות לניהול רווחים בדוחות הכספיים משפיעה על מחירי מניות ותשואות על מניות בחלון זמן קצר של עד 30 יום ממועד פרסום הדוחות הכספיים, והאם אנליסטים מספקים למשקיעים אינפורמציה תוספתית אשר עשויה לסייע להם בהערכת איכות הרווחים המדווחים. אנו מוצאים שמשקיעים בשוק "מקובעים" על רווחים ואינם מסוגלים לפרש אינפורמציה של ניהול רווחים במהלך חלון זמן של עד עשרה ימים לפחות ממועד פרסום הדוחות הכספיים. עם זאת, שלושים יום לאחר פרסום הדוחות הכספיים, עם האינפורמציה הנוספת שפורסמה על ידי אנליסטים בתגובה לפרסום דוחות אלו,[2] מתקבלת תמונה הפוכה. בנקודת זמן זו, נראה שמשקיעים עושים שימוש יעיל באינפורמציה הנוספת מאנליסטים, מעבר לזו שנחשפו אליה

[2] רוב המלצות האנליסטים פורסמו במהלך התקופה שבין עשרה לשלושים ימים לאחר תאריך פרסום הדוחות הכספיים.

בדוחות הכספיים, לצורך הערכה מחדש של איכות הרווחים המדווחים. אנו מראים שתגובתם השלילית של אנליסטים לניפוח רווחים (המתבטא בהורדת מחירי היעד לחברות אלו) מביאה לתגובת שוק שלילית אף חזקה יותר. הממצאים רובסטיים ביחס למדד ניהול הרווחים. כמו כן, הממצאים אינם משתנים כאשר אנו מבצעים את הניתוח על מדגם חלקי הכולל רק חברות עם accruals אבנורמליים "קיצוניים" (שליש עליון ושליש תחתון של accruals אבנורמליים במדגם). ההתמקדות בתת קבוצה זו מגדילה את ההסתברות שרווחים אכן נוהלו ושניהול הרווחים יזוהה על ידי המשקיעים.

לסיכום, הממצאים המרכזיים המוצגים במחקר זה מספקים עדות לכך שאנליסטים מזהים ניהול רווחים בדוחות הכספיים; ככל שגדולה מידת ניהול הרווחים, קטן התמריץ שלהם לסקר את החברה. אולם, המלצות ומחירי יעד שפורסמו על ידי אנליסטים שכן סיקרו חברות אלו בדרך כלל לא הושפעו ממידת ניהול הרווחים. למעשה, נראה שאנליסטים מגיבים לכיוון ולא למידה של ניהול הרווחים. תגובה זו מתבטאת במחירי יעד נמוכים יותר לחברות שניהלו רווחיהן כלפי מעלה ובתמריץ נמוך יותר לסקר חברות אלה. זאת ועוד, נראה שלתגובה זו של האנליסטים יש ערך מוסף לשוק בכך שהיא מסייעת למשקיעים לזהות ולהעריך מחדש רווחים שנוהלו.

תרומתו של מחקר זה לספרות היא במספר מישורים. תרומה אחת היא בניתוח של השפעת ניהול רווחים על אנליסטים *בדיעבד*. בעוד שמחקרים קודמים התמקדו ביכולתם של אנליסטים *לחזות* ניהול רווחים (מחקרים מסויימים מראים שאנליסטים צופים וחוזים ניהול רווחים ואילו מחקרים אחרים מראים שאנליסטים אינם יכולים או אין להם מוטיבציה לחזות ניהול רווחים), מחקר זה מתמקד *בתגובת* אנליסטים – בדיעבד – לניהול רווחים. לצורך כך אנו עושים שימוש בהמלצות ובמחירי יעד שפורסמו לחברות מייד (בתוך חודש) לאחר פרסום הדוחות הכספיים השנתיים. אנו בוחנים את תגובת האנליסטים לניהול רווחים לאחר פרסום דוחות כספיים ולא לאחר הודעת רווחים משתי סיבות. ראשית, הודעות רווחים עשויות לא לכלול אינפורמציה חיונית (כגון נתונים מאזניים ונתוני תזרימי מזומנים) שיכולה לשמש להערכת איכות הרווחים המדווחים (ראה גם Balsam et al., 2002, Baber et al., 2006). שנית, בסיס הנתונים שלנו מצביע על כך שאנליסטים לרוב מפרסמים המלצות מעודכנות לאחר פרסום הדוחות הכספיים ולא מייד לאחר הודעות הרווחים המקדימות. בכך אנו שוללים אי ודאות לגבי רווחים מדווחים ולגבי האפשרות שהרווחים מנוהלים (אי ודאות האופיינית למקרה של בחינת תחזיות אנליסטים), דבר שמאפשר להתמקד בתגובה למעשה למידה ולכיוון של ניהול הרווחים. כמו כן, תגובת האנליסטים אינה מושפעת מהרצון ו/או הצורך שלהם לדייק בחיזוי רווחים; זאת בשל השימוש שאנו עושים בהמלצות ומחירי יעד, ולא בתחזיות רווחים שניתנות להשוואה עם נתונים המפורסמים על ידי ההנהלה.

תרומה נוספת של המחקר היא בבחינת תפקידם של האנליסטים בתהליך של זיהוי השוק את ניהול הרווחים ויכולתו לפרש אינפורמציה שמעידה על ניהול רווחים. חלק מהמחקרים הבוחנים את תגובת השוק לניהול רווחים מראים שמשקיעים, למעשה, מוטעים על ידי מרכיב ה- accruals של רווחים, בעוד שמחקרים אחרים מראים שמשקיעים יכולים, לפחות באופן חלקי, לזהות ולהגיב לניהול רווחים. אף אחד ממחקרים אלו לא בחן איזה תפקיד יש לאנליסטים בתהליך זה של גילוי ופירוש אינפורמציה המעידה על ניהול רווחים בדוחות הכספיים.

המשך המאמר מאורגן כדלקמן. סעיף 2 סוקר את ספרות ניהול הרווחים. סעיף 3 מציג תיאור של הנתונים המשמשים בניתוח האמפירי ואת שיטת המחקר. סעיף 4 מציג את תוצאות המחקר וסעיף 5 כולל סיכום ומסקנות.

2. סקירת ספרות

ספרות רבה קיימת על תמריצים לניהול רווחים. תמריצים אלו כוללים החלקת רווחים (לדוגמא Ronen and Sadan, 1975; Moses, 1987; Gaver et al., 1995; Hunt et al., 1996), מיקסום בונוסים למנהלים (Healy, 1985; Holthausen et al., 1995; Guidry et al. 1999), וניהול רווחים לכיוון התחזיות השנתיות של ההנהלה (Kasznik, 1999). תמריצים לניהול רווחים נוצרים גם ב"תחרויות ניהוליות" כגון מאבקי ייפוי כוח, בחירות להנהלה, וחילופי מנהלים (לדוגמא DeAngelo, 1988; Strong and Meyer, 1987; Pourciau, 1993). תמריצים אחרים לניהול רווחים עשויים לנבוע מרצון להגמיש מגבלות על הלוואות שנוטלת החברה (DeFond and Jiambalvo, 1994) ו/או להימנע מהפרת תנאי חוזה ההלוואה (Sweeney, 1994). DeAngelo et al. (1994) מתעדים תמריצים של מנהלים דווקא להקטין (ולא לנפח) רווחים בחברות בקשיים פיננסיים הנמצאות במשא ומתן עם מלוים, איגודים, מוסדות ממשלתיים ו/או הנהלות. תמריצים נוספים העשויים להביא מנהלים לבצע מניפולציה ברווחים כוללים עסקאות של מיזוגים, רכישות, הנפקות של הון עצמי וכיו"ב (Louis, 2004; Marquardt and Wiedman, 2004). Burgstahler and Dichev (1997, 1998) ו- Degeorge et al. (1999) מתעדים ניהול רווחים במטרה להימנע מדיווח על הפסדים וירידה ברווחים.

הספרות על ניהול רווחים הציעה גם שחברות מנהלות רווחים במטרה להשיג את תחזיות האנליסטים (לדוגמא Bartov et al., 2002; Lopez and Rees, 2002; Chevis et al., 2001; Dechow et al., 2000; Degeorge et al., 1999; Burgstahler and Eames, 1998; Brown, 1997). נמצא שהפתעות של רווחים – טעויות חיזוי של אנליסטים – מתפלגות אסימטרית, עם מספר גדול (קטן) באופן לא פרופורציונלי של הפתעות רווחים חיוביות (שליליות) קטנות. מרבית מחקרים אלו מתייחסים לתחזיות אנליסטים כאקסוגניות, מניחים שניהול רווחים אינו משתקף בתחזיות אלו, בין אם האנליסטים מודעים לניהול הרווחים ובין אם לאו. לעומת זאת, Burgstahler and Eames (2003) בוחנים האם אנליסטים צופים ומגלמים ניהול רווחים בתחזיותיהם. הם מראים שאנליסטים צופים ניהול רווחים שמטרתו להימנע מהפסדים קטנים וירידות קטנות ברווחים, וכוללים את ניהול הרווחים הצפוי בתחזיות הרווחים שלהם. אולם, נראה שאנליסטים אינם יכולים לחזות אילו פירמות ינהלו רווחים ואילו פירמות לא יעסקו בניהול רווחים. Burgstahler and Eames מצפים שאנליסטים יפרסמו תחזיות של רווחים מנוהלים, מאחר שהם מעוניינים לדייק בתחזיותיהם בהשוואה לרווחים המדווחים על ידי ההנהלות.[3] Liu (2005) גם כן מוצא שאנליסטים מבינים וצופים ניהול רווחים, ושהם כוללים את

[3] פרסום תחזיות אשר צפוי שיהיו שונות מהרווחים המדווחים הצפויים מצריך הסבר. לפי Burgstahler and Eames (2003):

ההתנהגות הצפויה של ההנהלה בתחזיותיהם. עבור פירמות עם נטיה וגמישות גבוהה לניהול רווחים כלפי מטה (מעלה), ו/או פירמות עם רווחים מוטים שלילית (חיובית), אנליסטים מביאים בחשבון ניהול רווחים על ידי הורדת (הגדלת) תחזיותיהם. Baik and Jiang (2004) מציגים עדות לכך שתחזיות אנליסטים למעשה מנוהלות על ידי הנהלות של חברות אותן הם מסקרים. הם מראים שהנהלות מצליחות להשפיע על אנליסטים להנמיך את ציפיות הרווחים שלהם לרמה מושגת על ידי הנפקת תחזיות הנהלה מוטות (פסימיסטיות). מחקרים נוספים מוצאים שאנליסטים אינם מסוגלים או חסרים מוטיבציה לצפות ולחזות באופן מלא ניהול רווחים בתחזיותיהם (Abarbanell and Lehavy, 2003a).[4]

הספרות הבוחנת את תגובת השוק לניהול רווחים נחלקת לשני ענפים; מחקרים אשר בוחנים את הקשרים בין תשואות על מניות וניהול רווחים בהקשר של הטווח הארוך (Sloan, 1996; Subramanyam, 1996; Rangan, 1998; Teoh et al., 1998a,b; Xie, 2001) ומחקרים שבוחנים קשרים אלו בהקשר של הטווח הקצר (DeFond and Park, 2001; Balsam et al., 2002; Baber et al., 2006). Sloan (1996) מראה שמשקיעים בתמימות "מקובעים" על רווחים ואינם מצליחים להבחין בין המאפיינים השונים של מרכיבי ה- accruals ותזרימי המזומנים של הרווחים. כתוצאה מכך, מניות של חברות שרמת ה- accruals שלהם גבוהה (נמוכה) מתומחרות ביתר (בחסר) ומתאפיינות בתשואות אבנורמליות שליליות (חיוביות) עתידיות, סביב פרסום הודעות הרווחים שלהן. Xie (2001) גם כן מוצא שהשוק מעריך ביתר את העקביות (ההשלכות על רווחי השנה הבאה) של discretionary accruals, וכתוצאה מכך מתמחר ביתר accruals אלה. Rangan (1998) ו- Teoh et al. (1998a,b) חוקרים את השפעות ניהול רווחים על מחירים לטווח ארוך בהקשר של הנפקות הון עצמי ומראים שמשקיעים למעשה מרומים כתוצאה מניהול הרווחים. Subramanyam (1996) מתעד מתאם חיובי בין discretionary accruals שנתיים לבין תשואות שנתיות על מניות.

לעומת מחקרים המתבססים על חלונות זמן ארוכי טווח, מחקרים המתמקדים בחלונות זמן קצרים מנסים לבודד את תגובות המשקיעים לפרסום הרווחים על מנת לאפשר בחינה של יכולת המשקיעים לזהות ולהגיב לניהול רווחים. DeFond and Park (2001) מראים שמשקיעים אינם מצליחים להגיב באופן מלא כאשר קיים חשד לניהול רווחים במועד הודעת הרווחים. Balsam et al. (2002) מתמקדים בתגובת משקיעים לפרסום הדוחות הכספיים ומוצאים שמשקיעים "לא מתוחכמים" (היינו ששיעור אחזקות גופים מוסדיים בהם נמוך) מגיבים לניהול רווחים הנחשף בדוחות הכספיים. באופן ספציפי, הם מתעדים קשר שלילי בין עדות לניהול רווחים ובין תשואות אבנורמליות מצטברות על פני חלון של 17 יום סביב פרסום הדוחות ((CAR(-1,+15). לעומת זאת, משקיעים מתוחכמים מגיבים עוד לפני פרסום הדוחות (תגובתם מתמצה עד ליומיים לפני מועד הגשת הדוחות לרשות ניירות הערך). לפי Balsam et al., תגובת המשקיעים המתוחכמים מקדימה את פרסום הדוחות הכספיים בשל נגישותם העודפת של גופים מוסדיים למידע (דרך

"Zacks and other major firms compiling forecasts (e.g., First Call, I/B/E/S, and Value Line) neither request nor expect to receive such forecasts".

[4] ראה גם: Hanna (1999), Degeorge et al. (1999), Abarbanell and Lehavy (2003b) ואחרים.

השתתפות בשיחות ועידה וכן שיחות ישירות עם הנהלות החברות). מחקר נוסף הבוחן את תגובת המשקיעים לניהול רווחים הוא זה של Baber et al. (2006). הם מוצאים שתגובת מחירי המניות לפרסום הודעות רווחים תלויה בהכללת מידע מאזני ו/או מידע על תזרימי המזומנים בפרסום. במקרים בהם נכלל מידע מאזני ו/או מידע על תזרימי המזומנים באופן וולונטרי בהודעת הרווחים, התגובה השלילית של מחיר המניה לרווחים המנוהלים כלפי מעלה הינה ניכרת יותר ומובהקת יותר סטטיסטית..Baber et al מסיקים שמשקיעים מנסים להגן על עצמם מפני ניהול רווחים, ויכולתם לעשות זאת גדלה כאשר חברות חושפות אינפורמציה שיכולה לשמש להערכת איכות הרווחים.

3. נתונים ושיטה

המדגם כולל את כלל ההמלצות ומחירי היעד שפורסמו לחברות ישראליות במהלך תקופה של חודש ממועד פרסום דוחותיהן הכספיים השנתיים לשנים 2001-2004. הנתונים נאספו מתוך מאגר המידע של TheMarker. אנו מתמקדים בתקופה של חודש ממועד פרסום הדוחות הכספיים מאחר שאנו מעוניינים *בתגובת* האנליסטים לניהול רווחים. במהלך החודש הראשון שלאחר פרסום הדוחות אנליסטים עדיין לא עדכנו את תחזיות הרווחים שלהם לשנה הבאה (ראה Amir and Ganzach, 1998), כך שהמלצותיהם ומחירי היעד שלהם צפויים לשקף את תגובתם המיידית לרווחים המדווחים. כמו כן, אנו בוחנים את תגובת האנליסטים לניהול רווחים לאחר פרסום דוחות כספיים ולא לאחר הודעת רווחים. פרסום הדוחות הכספיים מבטיח שלאנליסטים יש האינפורמציה הנחוצה להערכת מידת וכיוון ניהול הרווחים. מחקרים קודמים מצביעים על כך שמשקיעים מוסדיים – כמו משקיעים אחרים – אינם מצליחים לזהות ניהול רווחים לאחר פרסום הודעת רווחים (Balsam et el., 2002) ונדרשת אינפורמציה נוספת (נתונים מאזניים ונתוני תזרימי מזומנים) לצורך הערכת מידת וכיוון ניהול הרווחים (ראה גם Baber et al., 2006). מסקירת בסיס הנתונים במאגר המידע של TheMarker אנו מוצאים שרוב ההמלצות המעודכנות של אנליסטים מתפרסמות בעקבות פרסום הדוחות הכספיים המלאים של החברות ולא במהלך התקופה שבין הודעת הרווחים ובין פרסום הדוחות.

הנתונים הזמינים הינם החל משנת 2001. בכך, המדגם שלנו מאפשר בחינת תגובת אנליסטים לניהול רווחים בעידן שלאחר חשיפתן של מעילות חשבונאיות בחברות גדולות בארצות הברית. הנתונים אשר נאספו מתוך מאגר המידע הם: תאריך ההמלצה, שם האנליסט ובית ההשקעות/הבנק בו הוא מועסק, המלצת האנליסט (קניה חזקה/ קניה/ צבור/ החזק/ תשואת חסר/ מכירה), המלצה קודמת של אותו אנליסט, מחיר יעד למניה (מחיר היעד מתייחס לתקופה של שנה ממועד ההמלצה), מחיר יעד קודם, מחיר השוק של המניה בעת ההמלצה, ענף הפעילות של החברה המסוקרת. מתוך מאגר המידע של יפעת הון דיסק נאספו נתונים חשבונאיים מדוחותיהן הכספיים של החברות. בדומה למחקרים קודמים, איננו כוללים במדגם שלנו חברות מתחום הפיננסים או מתחום utility מאחר שחברות אלו נתונות לתמריצים מורכבים יותר לניהול רווחים בשל רגולציות או גורמים אחרים (ראה Burgstahler and Eames, 2003; Burgstahler and Dichev, 1997 and Rosner, 2003).

אנו מיישמים במחקר שני מדדים לניהול רווחים, על בסיס ספרות קודמת: (1) *Discretionary accruals* על בסיס מודל Jones (1991) המותאם; (2) *Nonoperating accruals* על בסיס Givoly and Hayn (2000) (ייקראו, כאמור, מדד DA ומדד NOA, בהתאמה).

3.1. מדד DA

מרכיב DA של רווחים מדווחים נאמד על ידי accruals בלתי צפויים, כפי שזוהו במודל Jones (1991) המותאם (ראה לדוגמא, Klein, 2002 ; Erickson and Wang, 1999). לכל חברה במדגם שלנו אנו אומדים את המודל הבא:

$$TACC_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} * (REV_DEL_{i,t} - AR_DEL_{i,t}) + \beta_{2i} * GPPE_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

כאשר TACC הם סך accruals, REV_DEL הוא השינוי בהכנסות בהשוואה לשנה קודמת, AR_DEL הוא השינוי בחייבים, ו- GPPE הם הנכסים הקבועים. כל משתנה, כולל החותך, מחולק בסך הנכסים לתחילת השנה. באופן קונסיסטנטי עם ספרות קודמת, סך accruals שווים לרווח הנקי פחות תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת. שאריות הרגרסיה (ε) הן המדד של DA. DA משקפים את המידה שבה החברה מנהלת את רווחיה (Dechow and Skinner, 2000). השווינו את מדד DA בין ענפי הפעילות השונים ומצאנו הבדלים ברמת מובהקות גבוהה (p-value=0.000). לפיכך, על מנת לשלוט בהשפעות ענף הפעילות (industry effects) אנו כוללים ברגרסיה (1) גם משתני דמי לענף וכן משתני אינטראקציה של משתני הדמי עם יתר המשתנים המסבירים על מנת לאפשר חותכים ומקדמים שונים לענפים השונים.[5]

מאחר שניהול רווחים קשור בביצועי החברה (היינו, חברות עם ביצועים קיצוניים יטו לנהל רווחים, ראה Kothari et al. 2005), מודלים של DA כגון זה המוצג לעיל עשויים להיות מוגדרים בצורה לא ראויה מאחר שהם מתעלמים מהשפעת הביצועים על accruals. Kothari et al. (2005) מראים ש- DA (שנאמדו באמצעות מודל כמו מודל Jones (1991) המתואם) מוגדרים טוב ביותר כאשר מתבצעת עליהם התאמה ל- DA של חברה עם ביצועים דומים. לפיכך, בדומה לגישת ההתאמה של Kothari et al., אנו מפחיתים מה- DA של כל חברה את ה- DA של חברה "דומה". תהליך ההתאמה מתבצע כדלקמן: מדגם חברות ההתאמה נלקח מתוך מאגר המידע של יפעת הון דיסק על מנת שעבור כל חברת התאמה יהיו זמינים כל הנתונים החשבונאיים הנדרשים לאמידת DA. כל תצפית במדגם שלנו הותאמה לתצפית במדגם חברות ההתאמה מאותו ענף ואותה השנה ועם הביצועים הקרובים ביותר (כאשר ביצועים נמדדים באמצעות תשואה על הנכסים (ROA)). גישה זו של התאמה על בסיס ביצועים מבחינה בין ניהול רווחים "נורמלי" ו"אב-נורמלי". לפי Kothari et al. "חברות המסווגות ככאלו שיש להן רמות גבוהות או נמוכות של ניהול רווחים באופן אב-נורמלי הן אלה שמנהלות יותר משהיה מצופה מהן בהינתן רמת הביצועים שלהן".

---

[5] חברות המדגם מסווגות לארבע קטגוריות של ענפי הפעילות: (1) מערכות ומתקני תוכנה; (2) אלקטרוניקה חשמל ואופטיקה; (3) פרמצבטיקה וכמיה; (4) אחר. הקטגוריה האחרונה ("אחר") כוללת בעיקר חברות מסחר וחברות תעשיה מסורתית (כגון טקסטיל, נדל"ן ומזון).

3.2. מדד NOA

בדומה ל- Geiger et al. (2005), אנו בוחרים, בנוסף למדד DA אשר נגזר ממודל אמפירי, מדד נוסף לניהול רווחים שאינו אמפירי – NOA. בהתבסס על Givoly and Hayn (2000), NOA מוגדר כרווח נקי בנטרול פחת והפחתות, בניכוי תזרים מזומנים מפעילות שוטפת ובניכוי accruals תפעוליים. accruals תפעוליים מוגדרים כשינוי (גידול/קיטון) בחייבים ועוד השינוי במלאי ועוד השינוי בהוצאות מראש פחות השינוי בזכאים ופחות השינוי במיסים לשלם. על מנת לשלוט בהשפעות גודל, אנו מחלקים את NOA בסך הנכסים לתחילת שנה (בדומה להתאמה שבוצעה במודל Jones). לפי Givoly and Hayn (2000), בהינתן ש- NOA כוללים בתוכם פריטים שהינם תחת שיקול דעתה של ההנהלה – כלומר קביעת מועד או אמידת סכומי ההכרה בהם נתונים לשיקולה של ההנהלה[6] – אזי הם יכולים להוות אינדיקציה לגבי האם החברה מנהלת את רווחיה.

בשלב ראשון של המחקר אנו מתמקדים בתגובת האנליסטים *למידת* ניהול הרווחים. אנו בוחנים האם מידת ניהול הרווחים משפיעה על הסתמכות האנליסטים על אינפורמציה מתוך הדוחות הכספיים והאם היא משפיעה על המלצותיהם ומחירי היעד שלהם. אנו מבחינים בין חברות שניהלו את רווחיהן 'במידה רבה' ("High-EM") וחברות שניהלו את רווחיהן 'במידה מועטה' ("Low-EM") לפי גודל ההטיה בדוחות הכספיים. חברות High-EM (Low-EM) הן אלו שמדדי ניהול הרווחים שלהן בערך מוחלט גבוהים (נמוכים) מהחציון בענף הפעילות של החברה. כמבחן רובסטיות, אנו מבצעים את הניתוחים גם כאשר הגדרת מידת ניהול הרווחים נלקחת ביחס לממוצע בענף ומקבלים תוצאות איכותיות דומות. ההבחנה בין ענפים חשובה בהינתן ששני מדדי ניהול הרווחים שונים באופן מובהק בין ענפי הפעילות השונים (p-value=0.000).

אנו מתקפים את הזיהוי של תצפיות חברה-שנה כ- High/Low EM על ידי וידוא שחברות אינן מסווגות באופן סיסטמתי לאחת מהקטגוריות הללו. זאת על מנת להקטין למינימום את הסיכוי שהחברות מסווגות על בסיס מאפיינים אחרים (עקביים) ולא לפי מידת ניהול הרווחים. בנוסף, התצפית המינימלית של מדדי ניהול הרווחים בקבוצת חברות High-EM ובקבוצת חברות Low-EM במדגם שלנו הינה גבוהה מאחוז אחד של סך הנכסים – אותו אומדן שנקבע גם על ידי Balsam et al. (2002) על מנת להוציא ממדגם החברות את אלו שפחות סביר שעסקו בניהול רווחים. הם מסבירים את הצורך לסנן חברות עם מדד DA נמוך יחסית בשל טעויות המדידה האופייניות לאמידת DA. בנוסף, Balsam et al. טוענים שמרכיב גדול של DA ברווחים מבטיח שמשקיעים יוכלו לזהות ניהול רווחים, במידה ואכן התקיים ניהול כזה.

בשלב שני של המחקר אנו מתמקדים בהשפעת *כיוון* ניהול הרווחים על המלצות ומחירי היעד של האנליסטים. אנו מבחינים בין חברות שניהלו רווחים כלפי מעלה לבין אלו שניהלו כלפי מטה

[6] לדוגמא השפעת השינויים באומדנים שונים, הפרשות לחובות מסופקים, רווחים או הפסדים ממכירת נכסים, מחיקות של נכסים, היוון הוצאות וכיו"ב.

לפי הסימן של מדדי ה- DA וה- NOA שלהן. חברות שניהלו רווחים כלפי מעלה (מטה) הן אלו שמדד ניהול הרווחים בהן הוא חיובי (שלילי).

אנו משקללים את ההמלצות ומחירי היעד שניתנו על ידי אנליסטים שונים לאותה חברה פעם לפי ממוצע ופעם לפי חציון.[7] אנו מציגים את התוצאות עבור הערך החציון; התוצאות האיכותיות אינן משתנות כאשר הערך הממוצע משמש בניתוח.

בשלב שלישי של המחקר אנו מנתחים את תגובת השוק לניהול רווחים. אנו בודקים האם ניתן לזהות תגובה של מחירי המניות לקיומו של ניהול רווחים בדוחות הכספיים באמצעות ניתוח מחירים וניתוח תשואות. לשם כך הרצנו רגרסיות של מחירי המניות על אינפורמציה מהדוחות הכספיים ועל אינפורמציה מאנליסטים וביצענו ניתוחי אירוע על פני ארבעה חלונות זמן סביב מועד פרסום הדוחות הכספיים. הרגרסיות נאמדו תוך שימוש במחירי מניות יום אחד, שלושה ימים, עשרה ימים ושלושים יום לאחר פרסום הדוחות הכספיים. במקביל, תשואות אבנורמליות מצטברות (CARs) נאמדו לאורך חלונות זמן של שלושה, חמישה, שנים-עשר ושלושים ושניים ימים (כאשר יום האפס הוא יום פרסום הדוחות); היינו, חלונות של (-1,+1), (-1,+3), (-1,+10), (-1,+30), בהתאמה. חלונות הזמן הרחבים יותר צפויים לאפשר למשקיע השולי להבין ולפרש את האינפורמציה החשבונאית שפורסמה, ולהעריך את איכותה – בפרט את איכות הרווחים המדווחים (ראה גם Balsam et al., 2002). בסיס הנתונים מראה שרוב המלצות האנליסטים ניתנו בתקופה שבין עשרה ושלושים יום אחרי פרסום הדוחות הכספיים.

המדגם שלנו כולל 502 המלצות ו- 367 מחירי יעד אשר פורסמו ל- 73 חברות מייד לאחר פרסום הדוחות הכספיים השנתיים שלהן לשנים 2001-2004 (158 תצפיות של חברה-שנה). הפער בין מספר ההמלצות ומחירי היעד נובע מכך שב- 135 מתוך 502 ההמלצות, האנליסט לא כלל מחיר יעד למנית החברה. לצורך השוואת תגובת אנליסטים המועסקים בבתי השקעות הקשורים בחברות אותן הם מסקרים (affiliated) לעומת תגובתם של אנליסטים המועסקים בבתי השקעות שאינם קשורים בחברות המסוקרות זיהינו 61 המלצות שפורסמו על ידי בתי השקעות שהעניקו שירותי חיתום בהנפקות של חברות המדגם במהלך 5 השנים שקדמו למתן ההמלצה (מתוך תשקיפי ההנפקה המצויים במאגר המידע של יפעת הון דיסק).[8]

טבלה 1 מציגה את מספר ההמלצות ומחירי היעד לפי שנת הדוח הכספי, ביחד עם מספר האנליסטים (המייצגים בתי השקעות או בנקים) והחברות המשמשים במחקר. מספר ההמלצות, מחירי היעד, האנליסטים והחברות המסוקרות ירד בצורה ניכרת בין השנים 2001 ו- 2003. מספר המלצות ממוצע לחברה ירד מ- 3.5 ב- 2001 ל- 2.6 ב- 2003. מספר החברות המסוקרות על ידי בנק או בית השקעות מסויים ירד מממוצע של 2.3 ב- 2001 ל- 1.8 ב- 2003. הירידה בכיסוי האנליסטים את החברות עשויה להיות קשורה לאירועים של התפוצצות הבועה הטכנולוגית וחשיפתן של מעילות חשבונאיות, אירועים אשר הולידו ביקורת חריפה ביחס לאמינותם של אנליסטים ונטייתם להטות סקירותיהם לשם קידום אינטרסים של גורמים בשוק ההון.

---

[7] אלטרנטיבית ניתן גם לקחת את ההמלצה (מחיר היעד) הראשונה או האחרונה לתקופה של חודש לאחר פרסום הדוחות הכספיים. מאחר שבמקרים רבים יותר מהמלצה (מחיר יעד) אחת פורסמה באותו יום, לא ניתן היה לזהות איזו ראשונה ואיזו אחרונה.

[8] לא זיהינו קשרים בין בתי ההשקעות והחברות המסוקרות דרך יעוץ בעסקאות מיזוגים ורכישות.

4. תוצאות

4.1 תגובת אנליסטים למידת ניהול הרווחים

4.1.1 הרלוונטיות של אינפורמציה חשבונאית להערכות אנליסטים

אנו משוים את מידת ההסתמכות של אנליסטים על אינפורמציה חשבונאית בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM. אם הרווחים מנוהלים במידה ניכרת אזי הדוחות הכספיים פחות אמינים, ומשקלם באינפורמציה המשמשת לצורך הערכת החברה צריך להיות קטן יותר. לפיכך אנו בוחנים האם אינפורמציה מתוך הדוחות הכספיים מסבירה פחות את מחירי היעד של אנליסטים בחברות המנהלות רווחים במידה רבה יותר. באופן קונסיסטנטי עם מחקרי value-relevance קודמים אנו מריצים רגרסיה של מחיר המניה על קומבינציה של משתנים חשבונאיים תחת ההנחה שהאחרונים מספקים למשקיעים אינפורמציה שהיא רלוונטית לשווי החברה (Amir and Lev, 1996):

$$TP_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 NEG_E_{it} + \beta_4 D_NEG_E_{it} + v_{it} \quad (2)$$

כאשר TP הוא מחיר היעד החציון (או הממוצע) שפורסם לחברה במהלך חודש ממועד פרסום הדוחות הכספיים, BV הוא שווי הספרים למניה, E הוא הרווח למניה לפני פריטים מיוחדים, D_NEG_E הוא משתנה דמי עם 1 עבור רווחים שליליים ו- 0 אחרת, NEG_E הוא משתנה אינטראקציה של E ו- D_NEG_E (מייצג רווחים שליליים, 0 אחרת). אנו מאפשרים לרווחים חיוביים ושליליים לקבל חותך ושיפוע שונים על בסיס ספרות קודמת אשר תיעדה כי רווחים והפסדים מוערכים באופן שונה (Hayn, 1995; Collins et al., 1997; Basu, 1997). כמו כן, אנו מריצים את מודל רגרסיה (2) עם תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) במקום רווחים, על מנת לבחון האם ניהול רווחים משפיע על הסתמכות האנליסטים גם על תזרימי המזומנים. טיפול בתצפיות חריגות נעשה בהליך של winsorizing של האחוזון העליון והתחתון. הליך זה נועד למנוע איבוד של תצפיות. התוצאות האיכותיות אינן משתנות כאשר מוציאים את אותן תצפיות מהמדגם. בנוסף, אנו שולטים על השפעות קבועות של זמן ותעשיה ברגרסיה באמצעות משתני דמי לשנה ולענף. הרגרסיות כוללות תיקון של White (1980).

טבלה 2 מציגה את תוצאות הרגרסיות. בפאנל א (ב) אנו מציגים את התוצאות עבור מדד NOA (DA) לניהול רווחים. מפאנלים א ו-ב ניתן לראות שהרגרסיות מוסברות טוב יותר בחברות Low-EM בהשוואה לחברות High-EM עם adjusted R-square של כ- 60% לעומת כ- 20%, בהתאמה. נראה שהדוחות הכספיים פחות רלוונטיים לצורך הערכת שוויין של חברות שמידת ניהול הרווחים בהן גדולה יותר. כאשר מודדים את ניהול הרווחים לפי NOA, המקדם של BV בחברות Low-EM הוא, כצפוי, חיובי ומובהק ברמה של 1%, בעוד שבחברות High-EM הוא שלילי באופן חריג, אם כי בלתי מובהק. המקדם של רווחים בחברות High-EM נמוך יותר ופחות מובהק בהשוואה לחברות Low-EM. המקדם הנמוך יותר וכן מידת ההסבר הנמוכה יותר של הרגרסיה במקרה של חברות High-EM יכולים להיות מיוחסים לעקביות הנמוכה יותר של הרווחים הנובעת מהמרכיב של accruals בלתי צפויים גבוהים (ראה לדוגמא Sloan, 1996). אכן,

כאשר מחליפים את הרווחים בתזרימי מזומנים, אנו מוצאים שבחברות High-EM האחרונים רלוונטיים יותר לשווי מאשר רווחים (adjusted R-square של 29% לעומת 17%). כצפוי, אנליסטים הינם יותר סקפטיים ביחס לרווחים בחברות שעוסקות בניהול רווחים ונוטים להסתמך יותר על תזרימי מזומנים. כאשר אנו משוים את מידת ההסתמכות של אנליסטים על תזרימי מזומנים בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM, אנו מוצאים שתזרימי מזומנים (חיוביים ושליליים) הינם רלוונטיים יותר לשווי של חברות Low-EM. המקדם של תזרימי מזומנים חיוביים מפעילות בחברות High-EM נמוך יותר ופחות מובהק בהשוואה לחברות Low-EM. המקדם של תזרימי מזומנים שליליים מפעילות (סכום המקדמים על CFO ו- NEG_CFO) בחברות High-EM שלילי ובלתי מובהק, בעוד שהוא שלילי באופן מובהק (ברמה של 5%) בחברות Low-EM.

כאשר מודדים את ניהול הרווחים על בסיס DA, אף משתנה פיננסי אינו מובהק בחברות High-EM, פרט ל- CFO. בחברות Low-EM, לעומת זאת, שווי הספרים של ההון העצמי, רווחים ותזרימי מזומנים רלוונטיים לתמחור מניות על ידי אנליסטים. ממצא מעניין הוא שלפי שני מדדי ניהול הרווחים, ניהול רווחים משפיע על הסתמכות האנליסטים גם על שווי הספרים של ההון העצמי. בהינתן ששווי הספרים של ההון העצמי מייצג צבירה של accruals לאורך תקופה ארוכה, נראה שאנליסטים באופן שמרני מניחים שניהול הרווחים שאותו הם זיהו אינו מקרי או ארעי אלא ייתכן שהוא התבצע (פעמים רבות) בעבר. לסיכום, תוצאות הרגרסיות מצביעות על כך שאנליסטים מזהים ניהול רווחים; במקרה שניהול הרווחים הינו מטריאלי, הם נותנים משקל נמוך יותר לדוחות הכספיים בבואם להעריך את שווי החברה.

4.1.2 האם המלצות ומחירי יעד של אנליסטים מושפעים ממידת ניהול הרווחים?

בשלב זה של הניתוח אנו בוחנים האם המלצות ומחירי יעד של אנליסטים מושפעים ממידת ניהול הרווחים. בסעיף הקודם בחנו את הרלוונטיות של אינפורמציה חשבונאית לתמחור מניות של חברות High-EM ו- Low-EM על ידי אנליסטים לפי המודל הקונוונציונלי של רגרסיות של מחירי מניות על קומבינציות של משתנים חשבונאיים עיקריים. עבור השלב הבא של הניתוח אנו בונים מודל אלטרנטיבי המוגדר עבור הערכות שווי של אנליסטים בהינתן ניהול רווחים. המודל כולל משתנה המייצג את מידת ניהול הרווחים וכן מגוון משתנים נוספים המייצגים ביצועים, סיכון וצמיחה של החברה, אשר צפויים להיות קשורים להערכות אנליסטים ואשר מחקרים קודמים[9] הראו שיש להם קשר עם ניהול רווחים (כלומר עם accruals אבנורמליים).

$$\begin{aligned} \mathrm{Re}\, c_{it} &= \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Book/Market_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ &+ \beta_5 ROA_{it}^2 + \beta_6 Sales_gr_{it} + \beta_7 CurrRatio_{it} + \beta_8 High-EM_{it} + v_{it} \end{aligned} \qquad (3)$$

המשתנה המוסבר, Rec, הוא חציון המלצות האנליסטים או חציון מחירי היעד של האנליסטים למניית החברה.[10] המלצות האנליסטים מקודדות כדלקמן: מכירה – 1, תשואת חסר

[9] ראה לדוגמא Butler et al. (2004), Kothari et al. (2005).

[10] לקיחת ממוצע ההמלצות או ממוצע מחירי היעד במקום הערך החציון אינה משנה את התוצאות האיכותיות.

– 2, החזק – 3, צבור – 4, קניה – 5, קניה חזקה – 6. מחירי היעד הם בדולרים. Size הוא הלוגריתם הטבעי של שווי השוק של החברה, Leverage הוא היחס בין חוב לזמן ארוך וסך הנכסים (לתחילת שנה), Book/Market הוא היחס בין שווי ספרים לשווי שוק, ROA הוא הרווח הנקי לפני פריטים מיוחדים מחולק בסך הנכסים (לתחילת שנה), ROA^2 הוא הריבוע של ROA, Sales_gr[11] הוא ממוצע צמיחת המכירות בשלוש השנים האחרונות, CurrRatio הוא היחס בין נכסים שוטפים להתחייבויות שוטפות, ו- HIGH_EM הוא משתנה אינדיקטור המקבל ערך 1 אם החברה ניהלה רווחים במידה רבה, ו-0 אחרת. כאשר אנו כוללים ברגרסיה את הערך האבסולוטי של DA או NOA כמשתנה רציף (שמייצג את מידת ניהול הרווחים) במקום משתנה דמי, המסקנות מהניתוח אינן משתנות. אנו כוללים ברגרסיות משתני דמי לשנה ולענף על מנת לשלוט על השפעות קבועות של זמן ותעשיה. למעשה, β_8 צפוי לשקף 'ניכיון' או 'פרמיה' ממוצעת שהאנליסט מייחס לחברות שניהלו רווחים במידה רבה, אחרי שלוקחים בחשבון את השפעות הזמן, הענף, הסיכון, הרווחיות והצמיחה של החברה על הערכות האנליסט.

טבלה 3 מציגה את תוצאות הרגרסיות. הטורים הראשון והשני (השלישי והרביעי) מציגים את תוצאות הרגרסיות של מחירי היעד של האנליסטים (המלצות האנליסטים) כאשר ניהול הרווחים נמדד על ידי על ידי DA ו- NOA, בהתאמה. אנו מוצאים, כצפוי, קשר חיובי מובהק בין המלצות אנליסטים ובין ביצועים (הנמדדים באמצעות ROA), צמיחת מכירות ונזילות (יחס שוטף) וקשר שלילי עם יחס Book/Market. מחקרים מראים שההופכי של יחס זה, Market-to-Book, קשור באופן חיובי עם ביצועי החברה וצמיחה וקשור שלילית עם סיכון (ראה לדוגמא, Chan and Chen, 1991; Ohlson, 1995; Fama and French, 1992; Penman, 1996; Beaver and Ryan, 2000). כאשר מחיר היעד משמש כמשתנה המוסבר, אנו מוצאים קשר חיובי מובהק בינו ובין גודל, מנוף פיננסי, ביצועים (הן ROA והן ROA^2), צמיחת מכירות ונזילות. באופן מעניין, עם מחיר היעד כמשתנה מוסבר, יחס Book/Market "מאבד" את מובהקותו למשתני הגודל והמנוף הפיננסי, ובכך מצביע על קיומו של קשר חזק יותר בין הערכותיהם הכמותיות של אנליסטים ובין שני הפרמטרים האחרונים. בנוסף, נראה שמחיר היעד של אנליסטים מושפע באופן לא לינארי מרווחיות (ROA).

עם זאת התוצאה המרכזית של הרגרסיות בשלב זה קשורה להשפעת ניהול רווחים על אנליסטים. המקדם של משתנה ה- HIGH_EM אינו מובהק לפי שני מדדי ניהול הרווחים וכן לפי שתי הרגרסיות של המלצות ושל מחירי היעד. לשון אחר, תוצאות הרגרסיות מרמזות שהמלצות ומחירי יעד של אנליסטים אינם מושפעים באופן מובהק ממידת ניהול הרווחים.

4.1.3 זמינות המלצות אנליסטים

אנו משוים את זמינות המלצות אנליסטים בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM. טבלה 4 מציגה את מספר ההמלצות הממוצע לחברה, בחתך של ענפים. מספר המלצות ממוצע

[11] הכללת ROA^2 ברגרסיה מביאה בחשבון קשר לא לינארי אפשרי בין ביצועי החברה ובין accruals אבנורמליים, כפי שמתואר על ידי Kothari et al. (2005) (ראה גם Butler et al., 2004).

לחברת High (Low)-EM בענף מסויים מחושב כמספר ההמלצות הכולל הזמין לחברות High (Low)-EM בענף מחולק במספר חברות אלה. אנו מוצאים שמספר ההמלצות הממוצע לחברת High-EM נמוך ממספר ההמלצות לחברת Low-EM בכל הענפים ולפי שני מדדי ניהול הרווחים. ממצא זה קונסיסטנטי עם ממצא נוסף שלנו (לא מוצג בטבלה) ששכיחות המקרים של כיסוי ראשון לחברות High-EM נמוכה יותר ושכיחות הורדת ההמלצות גבוהה יותר באופן מובהק.[12] אנליסטים שאינם רוצים להוריד את המלצותיהם לחברות שמנהלות רווחיהן עשויים להעדיף להפסיק לסקר חברות אלה לחלוטין. מחקרים קודמים הראו שאנליסטים נוטים להימנע ממתן אינפורמציה שלילית על חברות (לדוגמא, McNichols and O'Brien, 1997). לפי Clark et al. (2003), נראה שהחלטת אנליסט להפסיק לסקר מניה היא למעשה המלצת "מכירה" מרומזת.

מחקרים קודמים טענו שסיקור רב יותר על ידי אנליסטים קשור חיובית להטיה אופטימית (Gu and Wu, 2003) מאחר שתחרות עשויה לגרום לאנליסטים להנפיק תחזיות אופטימיות על מנת להשיג נגישות להנהלה (ראה גם Lim, 2001; Das et al., 1998). אכן, אנו מוצאים שבחברות Low-EM, המסוקרות על ידי מספר גדול יותר של אנליסטים, שכיחות העלאת (הורדת) המלצות היא גבוהה (נמוכה) יותר. אולם, בחינת קיומה של הטיה אופטימית בהמלצות לחברות Low-EM הינה מעבר להיקף מחקר זה.

4.2 תגובת אנליסטים לכיוון ניהול הרווחים

4.2.1 האם המלצות ומחירי יעד של אנליסטים מושפעים מכיוון ניהול הרווחים?

בשלב זה אנו בוחנים האם המלצות ומחירי יעד של אנליסטים מושפעים *מכיוון* ניהול הרווחים. מדד ניהול רווחים חיובי (שלילי) משקף ניהול רווחים כלפי מעלה (מטה). כאשר NOA (DA) משמש לאמידת ניהול רווחים, מספר החברות המנהלות רווחים כלפי מעלה במדגם שלנו הוא 40 (83), ומספר החברות המנהלות רווחים כלפי מטה הוא 118 (75). כ- 50% מהחברות שניהלו את רווחיהן כלפי מעלה וכ- 50% מהחברות שניהלו את רווחיהן כלפי מטה מסווגות כחברות HIGH-EM לפי שני מדדי ניהול הרווחים.

על מנת לחקור את השפעת כיוון ניהול הרווחים על אנליסטים, אנו מיישמים את מודל רגרסיה (4):

$$\begin{aligned}\mathrm{Re}\,c_{it} &= \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Book/Market_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ &+ \beta_5 ROA_{it}^2 + \beta_6 Sales_gr_{it} + \beta_7 CurrRatio_{it} + \beta_8 IIM_{it} + v_{it}\end{aligned} \qquad (4)$$

כאשר כל המשתנים, פרט ל- IIM הם כמוגדר במודל רגרסיה (3). IIM הוא משתנה אינדיקטור המקבל ערך 1 אם החברה ניהלה רווחים כלפי מעלה, ו-0 אחרת. כמו במודל (3), אנו כוללים ברגרסיה משתני דמי לענף ולשנה.

---

[12] אנו מוצאים שללא קשר למידת ניהול הרווחים שנחשפה בדוחות הכספיים של החברות, אנליסטים לא שינו את המלצותיהם לכ- 80% מהחברות (הן חברות High-EM והן חברות Low-EM). אולם מבין מיעוט האנליסטים שכן שינו את המלצותיהם, אנו מוצאים שכיחות גבוהה (נמוכה) יותר של הורדת (העלאת) המלצות (וכיסוי ראשון) של חברות High-EM.

ממצאי הרגרסיות מוצגים בטבלה 5. הטורים הראשון והשני (השלישי והרביעי) מציגים את תוצאות הרגרסיות של מחירי היעד של האנליסטים (המלצות האנליסטים) כאשר ניהול הרווחים נמדד על ידי DA ו- NOA, בהתאמה. בדומה לממצאי מודל רגרסיה (3), אנו מוצאים שהמלצות אנליסטים קשורות באופן שלילי ליחס Book/Market ובאופן חיובי ל- ROA (ו- ROA^2 כאשר ניהול רווחים נאמד באמצעות NOA), צמיחת מכירות ויחס שוטף. מחירי היעד של אנליסטים קשורים באופן חיובי לגודל, מנוף פיננסי, ROA ו- ROA^2, צמיחת מכירות ויחס שוטף. המקדם של IIM אינו מובהק ברגרסיות של המלצות האנליסטים, ומצביע על כך שהמלצות אלו אינן מושפעות באופן ישיר מהכיוון של ניהול הרווחים. כאשר אנו כוללים ברגרסיות של המלצות האנליסטים את מדד NOA או את מדד DA כמשתנה רציף ולא כמשתנה דמי, המקדם נותר בלתי מובהק.[13]

לעומת זאת, ברגרסיות של מחירי היעד, המקדם של IIM הינו שלילי באופן מובהק כאשר NOA משמשים למדידת ניהול רווחים. למרות שהמקדם של IIM הינו שלילי באופן לא מובהק כאשר מדד DA נלקח כמשתנה דמי, הוא הופך להיות שלילי באופן מובהק כאשר מדד DA נכלל כמשתנה רציף ברגרסיה (-8.540, p=0.007). מהתוצאות נראה שלאחר ששולטים בגורמים כגון זמן, ענף פעילות, רווחיות, סיכון וצמיחה, אנליסטים למעשה מבצעים ניכיון למחיר שהם מייחסים לחברות שמנפחות את רווחיהן. "תגובה שלילית" זו לניהול רווחים כלפי מעלה באה לידי ביטוי גם בממצא נוסף שלנו לפיו אנליסטים (שלא סיקרו חברות אלו עד כה) נמנעים מלהתחיל לסקר חברות אלו בתקופה בה הרווחים מנופחים (לא מוצג בטבלה).

בניגוד לחברות המנהלות רווחים כלפי מעלה, נראה שאנליסטים מגיבים ב"סלחנות" לחברות המנהלות רווחיהן כלפי מטה. ממצא זה מקביל לממצאים שהוצגו במחקרים קודמים לגבי תגובתם של רואי חשבון לניהול רווחים. מחקרים אלו מצביעים על כך שמבקרים נוטים להתנגד יותר (פחות) לניהול רווחים כלפי מעלה (מטה) (ראה לדוגמא, Kinney and Martin, 1994). בנוסף לכך, St. Pierre and Anderson (1984) מדווחים שבעוד שמבקרים נתבעים בדרך כלל על כך שאפשרו ניהול רווחים כלפי מעלה, לא נמצא אף מקרה תביעה כנגד מבקרים על כך שאפשרו ניהול רווחים כלפי מטה. לפיכך, הסיכון של פגיעה במוניטין של פירמת ראיית חשבון גבוה יותר במקרה של ניהול רווחים כלפי מעלה (ראה גם Becker et al., 1998).

מקדם שלילי על משתני ניהול רווחים ברגרסיה (4) מצביע על כך שככל שה- accruals שליליים יותר, כך גבוה יותר מחיר היעד של האנליסט. הסבר לכך עשוי להיות קשור לסיבות שיכולות לגרום לחברות להציג accruals שליליים גדולים. תרחיש אפשרי לניהול רווחים כלפי מטה הוא כאשר חברה מבינה שלא תוכל לעמוד ביעד שהוצב על ידי אנליסטים. במקרה כזה ההנהלה עשויה להחליט לבצע "big bath" (Healy, 1985; Hayn, 1995; Brown, 1997; Burgstahler and Dichev, 1997). תרחיש אפשרי נוסף הוא של החלפת הנהלה. במקרה זה,

[13] אנו מבצעים ניתוח של התפלגות שכיחויות בטבלאות בעלות שני מימדים על מנת להשוות את השכיחות של המלצות "טובות" (המלצות קניה וקניה חזקה) ואת השכיחות של המלצות "לא טובות" (כל ההמלצות שאינן המלצת קניה אן קניה חזקה) בין חברות המנהלות רווחים כלפי מעלה לחברות המנהלות רווחים כלפי מטה. התוצאות תומכות באלו המוצגות לעיל. שכיחות המלצות (לא) טובות בחברות המנהלות רווחים כלפי מעלה [54% (46%)] אינה שונה באופן מובהק מזו בחברות המנהלות רווחים כלפי מטה [48% (52%)] לפי שני מדדי ניהול הרווחים.

רווחים נמוכים (או הפסדים) – המיוחסים להנהלה הקודמת – משמשים להצדקת החלפת ההנהלה (ראה לדוגמא, DeAngelo, 1988). DeAngelo et al. (1994) מתעדים תמריצים של מנהלים להקטין רווחים במקרים של חברות במשבר פיננסי אשר נמצאות בתהליכי משא ומתן חוזיים. לפי Butler et al. (2004), חברות הנמצאות במשבר פיננסי עשויות לבצע פעולות מגדילות נזילות (כגון דחיית הוצאות לשלם או ניפוח סעיפי חייבים) אשר תוצאתן היא accruals שליליים גדולים. לפיכך, accruals אבנורמליים בחברות כאלה יהיו תוצאה של המשבר הפיננסי ולא תוצאה של ניהול רווחים שמטרתו הטעייה מכוונת של משתמשי הדוחות הכספיים. התוצאות המוצגות לעיל אכן מראות שבעוד שאנליסטים מגיבים באופן שלילי ל-accruals אבנורמליים חיוביים (המצביעים על ניפוח רווחים), הם מגיבים באופן חיובי ל-accruals אבנורמליים שליליים המצביעים במקרים רבים על הכרח ניהולי (כגון מחויבות ההנהלה לשרוד את המשבר) ולאו דווקא ניסיון להטעות משקיעים או בעלי עניין אחרים.

התוצאות עד כה מרמזות על כך שמחירי יעד של אנליסטים מושפעים מהכיוון של ניהול רווחים (היינו מהסימן של accruals אבנורמליים). לעומת זאת, נראה שהמלצותיהם אינן מושפעות לא מהמידה ולא מהכיוון של ניהול רווחים. על מנת להסביר זאת אנו בוחנים את הפיזור של המלצות אנליסטים ושל מחירי היעד בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM ובחברות המנהלות רווחים כלפי מעלה לעומת חברות המנהלות רווחים כלפי מטה. אנו מוצאים שהפיזור של המלצות אנליסטים הינו נמוך בדרך כלל; בכל הענפים ההמלצה הממוצעת היא בין "צבור" ל"רכישה" (סטיית תקן של קטגוריה אחת של המלצה בכל הענפים) וחציון ההמלצות הוא "רכישה". על מנת להשוות את הפיזור של המלצות בחברות High-EM לזה שבחברות Low-EM וכן בין חברות שמנהלות רווחיהן כלפי מעלה לעומת אלו שמנהלות כלפי מטה, אנו מחשבים סטיית תקן של המלצות אנליסטים לכל חברה-שנה. איננו מוצאים הבדלים מובהקים בפיזור המלצות האנליסטים בין קבוצות החברות, ולכן אנו מסיקים שאנליסטים באופן כללי אינם נוטים לסטות מ"חלון צר" של המלצות, ללא קשר למידת או כיוון ניהול הרווחים.

בניגוד להמלצות, במחירי יעד של אנליסטים יש יותר רעש. נראה שאנליסטים הינם "גמישים" יותר במתן מחירי יעד למניות בהשוואה להמלצותיהם הקצרות לאותן מניות. אנו מוצאים הבדלים מובהקים בפיזור של מחירי היעד בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM וכן בחברות שמנהלות רווחיהן כלפי מעלה לעומת אלו שמנהלות כלפי מטה. הפיזור של מחירי היעד הוא, בממוצע, גבוה יותר באופן מובהק בחברות High-EM בהשוואה לחברות Low-EM ובחברות שמנהלות רווחיהן כלפי מטה לעומת אלו שמנהלות כלפי מעלה (על פי שני מדדי ניהול הרווחים). הפיזור הגדול יותר של מחירי יעד לחברות High-EM ולחברות שמנהלות רווחיהן כלפי מטה מצביע על מידה גבוהה יותר של אי ודאות מצידם של האנליסטים ביחס ל(עתידן של)חברות אלו, היינו אנליסטים זהירים יותר ביחס לחיזוי מצבן של חברות אלו וההתפתחויות העתידיות בהן. במקרים רבים, ניהול רווחים כלפי מטה קשור במצב פיננסי רעוע של החברה. אי הודאות של אנליסטים נובעת מהעובדה ששני מקורות חשובים של אינפורמציה – הדוחות הכספיים וההנהלה – נתפסים כלא אמינים ו/או בלתי יציבים. הראינו שאנליסטים נותנים משקל נמוך יותר לדוחות כספיים של חברות High-EM כאשר הם קובעים את מחירי היעד שלהן. איכות מידע נוסף (כולל

מידע פנים) שיכול היה להיות מושג ישירות מההנהלה, וחיוניותו עבור אנליסטים גבוהה, נתפסת כנמוכה כתוצאה מעיסוקה של ההנהלה במניפולציות על הדוחות הכספיים. במקרים של חברות הנמצאות במשבר פיננסי, אנליסטים גם עומדים בפני הקושי של חיזוי תזרימי מזומנים או רווחים עתידיים. תחזיות אלו מתבססות, בין השאר, על ביצועי עבר של החברה. בחברות במשבר, עם זאת, קשה יותר לבסס תחזיות לעתיד על תוצאות שליליות מן ההווה והעבר. בנוסף, במקרים כאלו ההנהלה עשויה להחליט על שינוי אסטרטגיה עסקית או על תוכנית הבראה; גם במקרים אלו קיים הקושי לחזות את תוצאות השינוי.

4.2.2 זמינות המלצות אנליסטים

טבלה 6 מציגה את מספר ההמלצות הממוצע לחברות המנהלות רווחים כלפי מעלה ולחברות המנהלות רווחים כלפי מטה, בחתך של ענפים. אנו מוצאים כי לפי שני מדדי ניהול הרווחים המספר הממוצע של המלצות אנליסטים לחברה המנהלת רווחיה כלפי מעלה (מטה) נמוך (גבוה) באופן קונסיסטנטי, בכל הענפים. ממצא זה מחזק את ממצאינו לעיל המצביעים על "תגובה שלילית" של אנליסטים לניהול רווחים כלפי מעלה ועל הימנעות אנליסטים מלהתחיל לסקר חברות כאלו.

4.3 תלות אנליסטים (Analyst affiliation)

זיהינו 61 המלצות אשר ניתנו על ידי אנליסטים עם קשרי תלות בחברה המסוקרת. תלות בחברה המסוקרת, בדרך כלל כתוצאה ממתן שירותי חיתום או שירותי יעוץ בעסקאות מיזוגים ורכישות, עשויה להשפיע על המחקר המבוצע לגבי אותה חברה, ומכאן על ההמלצות הניתנות למנייתה. הסיבה לכך היא ששירותי חיתום ויעוץ מניבים הכנסות גבוהות יותר לבית ההשקעות בהשוואה לפעילות המחקר, ומכאן הסיכון שהמחקר יהיה מוטה לטובת אותם לקוחות שהשתמשו או שצפויים להשתמש בשירותי בנקאות ההשקעות של בית ההשקעות (ראה לדוגמא, Michaely and Womack, 1999). אנו משווים את ההמלצות ומחירי היעד של אנליסטים "תלויים" לאלו של אנליסטים "בלתי תלויים" בחברות High-EM לעומת חברות Low-EM. התוצאות (אינן מוצגות בטבלה) מצביעות על כך שלמרות הביקורת הציבורית ביחס להטיית המחקר של אנליסטים תלויים, המלצותיהם עדיין, בממוצע, גבוהות יותר בהשוואה להמלצות של אנליסטים בלתי תלויים הן לחברות High-EM והן לחברות Low-EM (ברמת מובהקות של 1% ו- 5% לפי מדד NOA ו- DA, בהתאמה). באופן דומה, מחירי היעד של אנליסטים תלויים הם, בממוצע, גבוהים מאלו של אנליסטים בלתי תלויים הן לחברות High-EM והן לחברות Low-EM (ברמת מובהקות של 1% ו- 5% לפי מדד NOA ו- DA, בהתאמה).

כאשר אנו משווים בין תגובת אנליסטים תלויים לתגובתם של אנליסטים בלתי תלויים בחברות המנהלות רווחים כלפי מעלה/מטה אנו מוצאים ששתי קבוצות האנליסטים מפרסמות המלצות ומחירי יעד נמוכים יותר לחברות שניהלו את רווחיהן כלפי מעלה (ההבדלים מובהקים ברמה של 5% לפי שני מדדי ניהול הרווחים). אנו מסיקים שאנליסטים המועסקים בבתי השקעות הקשורים לחברות אותן הם מסקרים (בקשרי חיתום) מעניקים המלצות ומחירי יעד גבוהים יותר

באופן עקבי לעומת אנליסטים המועסקים בבתי השקעות שאינם קשורים בחברות המסוקרות – ללא קשר למידת או כיוון ניהול הרווחים.

4.4 תגובת השוק לניהול רווחים ותרומת האנליסטים ליכולתם של משקיעים להעריך את איכות הרווחים המדווחים

4.4.1 ניתוח רגרסיות

טבלה 7 מציגה תוצאות רגרסיות של מחירי השוק של המניות יום, שלושה ימים, עשרה ימים ושלושים יום אחרי פרסום הדוחות הכספיים על שווי הספרים של ההון העצמי, רווחים וכן על מדד DA לניהול רווחים.

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 NEG_E_{it} + \beta_4 DA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

אנו מצפים לקשר שלילי בין מדד ניהול הרווחים ובין תגובות מחירי המניות, היינו, אנו מצפים שהמקדם של DA הוא שלילי. מאחר ש- DA חיובי (שלילי) מצביע על כך שהרווחים המדווחים נוהלו כלפי מעלה (מטה), מחירי המניות של חברות אלה צפויים לרדת (לעלות) אם משקיעים יכולים לזהות את ניהול הרווחים (ראה לדוגמא Baber et al., 2006). לקיחת שווי שוק של המניות לנקודות זמן שונות לאחר פרסום הדוחות מאפשרת לנו לבחון, לא רק אם משקיעים מזהים ניהול רווחים, אלא גם כמה זמן לוקח להם לזהות ולהגיב לכך. כל עוד משקיעים לא זיהו את ניהול הרווחים, אנו מצפים שהמקדם של מדד ניהול הרווחים לא יהיה שונה מאפס באופן מובהק.

לרגרסיה של שווי השוק של המניות שלושים יום לאחר פרסום הדוחות הכספיים אנו מוסיפים משתנה מסביר נוסף – מחיר היעד החציון של האנליסטים למניית החברה (TP). לקיחת מחיר יעד ממוצע במקום חציון אינה משנה את התוצאות האיכותיות. הכנסת משתנה המייצג מידע מאנליסטים שפורסם בתגובה לדוחות הכספיים מאפשרת לנו לבחון האם אנליסטים מספקים למשקיעים בשוק אינפורמציה תוספתית, מעבר לזו שמסופקת באמצעות הדוחות הכספיים המבוקרים של החברות. בחינה זו מעניינת במיוחד במקרה של דוחות הכוללים מצג שווא.

התוצאות המוצגות בטבלה 7 מראות ששווי השוק של המניות יום, שלושה ימים ועשרה ימים אחרי פרסום הדוחות הכספיים (MV1, MV3, MV10, בהתאמה) מושפע רק מהרווחים. רווחים חיוביים הינם, כצפוי, קשורים חיובית באופן מובהק לשווי השוק (p-value=0.000). המקדם של רווחים שליליים (סכום המקדמים של E ו- NEG_E) הינו שלילי באופן לא מובהק, ומצביע על כך שהפסדים אינם רלוונטיים לשווי השוק של חברות המדגם שלנו. הסבר אפשרי לכך עשוי להיות קשור לעובדה שקשה לבסס תחזיות על הפסדים (ראה גם סעיף 4.2.1). המקדם של שווי הספרים של ההון העצמי בשלוש נקודות זמן אלו הינו חיובי אך לא מובהק. המקדם של DA הוא, כצפוי, שלילי אך לא מובהק. תוצאות אלה מרמזות שמשקיעים בשוק, לפחות במהלך התקופה של עשרה ימים לאחר מועד פרסום הדוחות הכספיים, מקובעים על הרווחים המדווחים ואינם מסוגלים לפרש אינפורמציה של ניהול רווחים. במילים אחרות, נראה שהשוק הולך שולל אחרי מרכיבי ה-accruals של הרווחים במהלך חלון הזמן שלעיל.

אולם, ברגרסיה של שווי השוק שלושים יום אחרי פרסום הדוחות הכספיים (MV30), כאשר נוספת אינפורמציה זמינה למשקיעים – אינפורמציה מאנליסטים – הן שווי הספרים של ההון העצמי והן מדד ניהול הרווחים הופכים רלוונטיים לתמחור המניות על ידי השוק. נראה שמשקיעים עושים שימוש באינפורמציה נוספת זו על מנת להעריך מחדש את הרווחים המדווחים. כפי שניתן לראות בטבלה 7, המקדם של מחיר היעד של האנליסטים הוא, כצפוי, חיובי באופן מובהק. המקדם של רווחים חיוביים (שליליים) נותר חיובי באופן מובהק (אינו שונה באופן מובהק מאפס), אם כי נמוך בהשוואה לרגרסיות בהן נכללו רק משתנים חשבונאיים. המקדם של שווי הספרים של ההון העצמי הופך להיות מובהק (p-value=0.002), וכצפוי ברגרסיות של מחירים, קרוב ל- 1. המקדם של DA הופך יותר שלילי ורמת מובהקותו עולה (p-value=0.000). התגובה השלילית של מחירי השוק של המניות לרווחים המנוהלים כלפי מעלה קונסיסטנטית עם ממצאי מחקרים קודמים, כגון Baber et al. (2006) ו- Balsam et al. (2002). לסיכום, תוצאות הרגרסיות מראות שלאינפורמציה מאנליסטים יש תרומה תוספתית מובהקת ליכולת המשקיעים לזהות ולהגיב לניהול רווחים. כאשר אנו מבצעים את הניתוח תוך שימוש בתזרימי מזומנים במקום רווחים, המסקנות אינן משתנות.

4.4.2 ניתוח תשואות

אנו משלימים את ניתוח הרגרסיות של המחירים עם ניתוח תשואות. באמצעות מתודולוגיה של ניתוח אירוע, אנו בוחנים שינויים במחירי היעד של האנליסטים ותשואות עודפות (CARs) סביב הפרסום של הדוחות הכספיים של חברות המנהלות רווחים כלפי מעלה בהשוואה לאלו המנהלות רווחים כלפי מטה. שינוי במחיר היעד של האנליסטים נמדד לפי חציון השינוי באחוזים במחיר היעד ביחס למחיר היעד האחרון שפורסם לחברה על ידי אותו בית השקעות לפני פרסום הדוחות הכספיים. אנו מוצאים ששימוש בשינוי הממוצע נותן את אותן תוצאות. CARs מחושבים על ידי שימוש במודל השוק הנאמד מ- 210 ועד 30 ימי מסחר שקדמו לתאריך פרסום הדוחות הכספיים.

טבלה 8 מציגה את השינוי באחוזים במחיר היעד של האנליסטים ($\Delta TP(\%)$) ואת CARs סביב מועד פרסום הדוחות הכספיים לפי כיוון ניהול הרווחים. התוצאות מראות שאנליסטים הורידו באופן מובהק את מחיר היעד שלהם ב- 3.5% בממוצע לחברות שניהלו רווחיהן כלפי מעלה. תגובת השוק לניהול רווחים כלפי מעלה במהלך עשרת הימים העוקבים לאחר פרסום הדוחות הכספיים, כפי שנמדדת על ידי CAR(-1,1) ו- CAR(-1,10), הינה שלילית אך לא מובהקת (1%- ו- 2%-, בהתאמה).[14] אולם, שלושים יום אחרי פרסום הדוחות הכספיים, תגובת המשקיעים הופכת להיות שלילית באופן מובהק עם CAR(-1,30) של 5.2%-.

תוצאות ניתוח התשואות תומכות במסקנותינו מניתוח הרגרסיות. כצפוי, אנליסטים, בממוצע, מגיבים באופן שלילי לניהול רווחים כלפי מעלה באמצעות הורדת מחירי היעד שהם מייחסים לחברות אלו. ממצא זה קונסיסטנטי עם הממצאים המוצגים בסעיף 4.2.1. בתקופה המיידית שלאחר חשיפת הדוחות הכספיים לציבור, כאשר אנליסטים עדיין לא עדכנו את

[14] Balsam et al. (2002) מתעדים תגובה לא מובהקת של משקיעים לא מוסדיים לניהול רווחים במהלך חלונות זמן של שלושה ושבעה ימים סביב מועד הגשת הדוחות הכספיים.

ההמלצות ומחירי היעד שלהם לחברות, נראה שהמשקיעים בשוק "הססנים" בתגובתם לתוצאות המדווחות. שלושים יום אחרי פרסום הדוחות, כאשר תגובת האנליסטים לדוחות אלו כבר ידועה למשקיעים, תשואות עודפות הופכות שליליות באופן מובהק במקרה של חברות שניהלו רווחים כלפי מעלה. היינו, כמו בניתוח הרגרסיות, נראה שלאינפורמציה מאנליסטים יש ערך מוסף ליכולת המשקיעים לזהות ולהגיב לניהול רווחים. בעוד שבעצמם הם מתקשים לזהות ולפרש אינפורמציה של ניהול רווחים, הם עושים שימוש יעיל במידע הנוסף מאנליסטים על מנת להעריך מחדש את איכות ואמינות הרווחים, ומתאימים את תגובתם לזו של האנליסטים. זאת ועוד, התגובה השלילית של המשקיעים לניהול רווחים כלפי מעלה אף חזקה יותר מזו של האנליסטים; עם תשואות עודפות שליליות של 5.2%- בממוצע לחברות שניפחו את רווחיהן לעומת הורדה של 3.5% במחירי היעד של האנליסטים לאותן חברות. התשואות העודפות מתואמות חיובית עם השינוי במחירי היעד של האנליסטים, אולם לא באופן מובהק ($p = 0.2$).

עבור חברות שניהלו רווחיהן כלפי מטה, אנו מוצאים שמחירי היעד של האנליסטים עלו ב- 2.5% בממוצע, ובעקבות כך התשואות העודפות ((CAR(-1,30)) הסתכמו ב- 3.4%; אולם שינויים אלו אינם מובהקים סטטיסטית. תגובה חיובית זו – אם כי לא מובהקת – קונסיסטנטית עם ממצאים קודמים של המחקר (המוצגים בסעיף 4.2.1).

4.4.3 ניתוחי רגישות

אנו מבצעים ניתוחי רגישות שנועדו לבחון את הרובסטיות של ממצאי ניתוח הרגרסיות וניתוח התשואות ביחס למדד המשמש לאמידת ניהול רווחים וכן ביחס למידת ניהול הרווחים. מדד NOA משמש כמדד אלטרנטיבי למדד המקובל לניהול רווחים (DA). בנוסף אנו חוזרים על הניתוח עבור מדגם חלקי שכולל רק accruals אבנורמליים קיצוניים – השליש העליון והתחתון של DA ו- NOA במדגם שלנו. פרוצידורה זו משמשת על מנת להגדיל את הביטחון שחברות אשר יש סיכוי שלא ניהלו רווחיהן יוצאו מן הניתוח. כמו כן היא משמשת להגדלת ההסתברות שמשקיעים יזהו ניהול רווחים, אם אכן בוצע.

ממצאי ניתוחי הרגישות מוצגים בטבלאות 12-9. תוצאות שני ניתוחי הרגישות תומכות בממצאינו ומחזקות את מסקנותינו המוצגים לעיל.[15]

5. סיכום ומסקנות

פשיטות רגל של חברות גדולות בשנים האחרונות הולידו ביקורת ציבורית ביחס לכישלונם של מומחים פיננסיים באזהרת משקיעים מפני אי סדרים חשבונאיים וסיכוני פשיטות רגל. אירועים אלו הולידו שני ענפי מחקר חשובים בתחום של ניהול רווחים ותחזיות רווחים של אנליסטים. ענף אחד כולל מחקרים שמטפלים בתחזיות אנליסטים כאקסוגניות, ומניחים שניהול רווחים אינו משתקף בתחזיות אנליסטים בין אם האנליסטים מודעים לניהול הרווחים ובין אם לאו. ענף אחר כולל מחקרים הבוחנים האם אנליסטים צופים ניהול רווחים וכוללים אותו בתחזיותיהם.

---

[15] עבור המדגם החלקי הכולל accruals אבנורמליים קיצוניים, ניתן לראות שתגובת האנליסטים, ובעקבותיה תגובת השוק, הינן כצפוי חזקות יותר בהשוואה לתגובה שנמצאה עבור כלל חברות המדגם – הורדה מובהקת של 4.6% במחירי היעד של האנליסטים מלווה בתשואה אבנורמלית שלילית מובהקת של 7.5% (טבלה 12).

תרומת מחקר זה לספרות בכך שהוא מספק ניתוח בדיעבד של השפעת ניהול רווחים על אנליסטים. במקום לחקור את יכולת האנליסטים לחזות ניהול רווחים מראש (חלק מהמחקרים מראים שהם מסוגלים לחזות בעוד שמחקרים אחרים מראים שהם אינם מסוגלים או שאין להם המוטיבציה לכך), מחקר זה מתמקד בהשפעת ניהול רווחים על אנליסטים, בדיעבד. בכך שאנו מנטרלים את אי הודאות לגבי הרווחים המדווחים והאפשרות שהם מנוהלים, אנו יכולים להתמקד בתגובת האנליסטים למידה ולכיוון של ניהול הרווחים בפועל. על מנת לנטרל את הרצון או הצורך של אנליסטים לדייק בתחזיות הרווחים שלהם בהשוואה לרווחים בפועל, אנו עושים שימוש בהמלצות ובמחירי יעד שפורסמו אחרי פרסום הדוחות הכספיים (במקום תחזיות רווחים אשר ניתנות להשוואה עם תחזיות הנהלות החברות והריאליזציה של הרווחים בפועל). אנו מוצאים עדות לכך שאנליסטים מזהים ניהול רווחים, ובמקרה של ניהול רווחים מהותי, נתוני הדוחות הכספיים מאבדים מהרלוונטיות שלהם לתמחור מניות החברה. בעוד שהסתמכותם של אנליסטים על אינפורמציה חשבונאית "מנוהלת" ירדה באופן דרמטי, לא נראה שהמלצותיהם ומחירי היעד שלהם מושפעים ישירות *ממידת* ניהול הרווחים. אנו מראים שללא קשר למידת ניהול הרווחים שנחשפה בדוחות הכספיים של החברות, אנליסטים בדרך כלל לא שינו את המלצותיהם. אולם מבין מיעוט האנליסטים ששינו את המלצותיהם, אנו מוצאים שכיחות גבוהה (נמוכה) יותר של הורדת (העלאת) המלצות (וכיסוי ראשון) של חברות High-EM. בנוסף, חברות המנהלות רווחיהן באינטנסיביות מקבלות פחות המלצות (פר חברה).

כאשר אנו בוחנים את השפעת *כיוון* ניהול הרווחים על אנליסטים, אנו מוצאים תגובה שלילית של האנליסטים לניהול רווחים כלפי מעלה בדרך של הורדת מחירי היעד לחברות אלו. כמו כן, אנו מזהים הימנעות של אנליסטים מלסקר חברות אלו.

המלצות אנליסטים אינן מושפעות גם מהסימן של accruals אבנורמליים. אנו מראים שאנליסטים, באופן כללי, נוטים שלא לחרוג מרמה מסוימת של המלצות, ללא קשר למידה או לכיוון של ניהול הרווחים. לעומת זאת, נראה שהם "גמישים" יותר במתן מחירי יעד למניות של חברות אלו. הפיזור של מחירי היעד לחברות High-EM (Low-EM) ולחברות המנהלות רווחים כלפי מטה (מעלה) גבוה (נמוך) יותר, ומצביע על דרגת אי ודאות גבוהה יותר ביחס לחברות אלו.

ממצא חשוב נוסף מתייחס לתרומת האנליסטים ליכולתם של המשקיעים בשוק לזהות ולהגיב לניהול רווחים. אנו מראים שכל עוד לא עדכנו אנליסטים את המלצותיהם ומחירי היעד שלהם בעקבות פרסום הדוחות הכספיים של החברות, לא ניתן לזהות תגובה של המשקיעים בשוק לניהול הרווחים. אנו מוצאים שהמשקיעים מקובעים על הרווחים המדווחים ומוטעים על ידי מרכיבי ה- accruals של רווחים אלו. חודש לאחר פרסום הדוחות הכספיים, עם האינפורמציה הנוספת מאנליסטים, נראה שהמשקיעים מעריכים מחדש את אמינותם של הרווחים המדווחים, ומסוגלים להבחין בין accruals נורמליים ל- accruals אבנורמליים. היכולת של השוק לזהות ניהול רווחים ולהגיב בהתאם נמצאה רובסטית ביחס למדד של ניהול הרווחים וביחס למידת ניהול הרווחים (הגודל של accruals אבנורמליים). באופן ספציפי, התגובה השלילית של אנליסטים לניהול רווחים כלפי מעלה מלווה בתגובה שלילית חזקה אף יותר של המשקיעים בשוק, המתבטא בתשואה אבנורמלית שלילית על המניות של חברות אלו.

לסיכום, ניהול רווחים אקסטנסיבי על ידי חברות מקטין את תמריץ האנליסטים לסקר חברות אלה. אולם, ההמלצות ומחירי היעד שמעניקים אנליסטים שכן בוחרים לסקר חברות אלו בדרך כלל אינם מושפעים ממידת ניהול הרווחים. נראה שאנליסטים, למעשה, מגיבים לכיוון של ניהול הרווחים ולא למידתו. כמו כן, לאנליסטים תרומה חשובה ליכולתם של משקיעים לזהות ולהגיב לניהול רווחים.

טבלה 1: מספר המלצות, אנליסטים וחברות במחקר

שנה	מספר המלצות	מספר מחירי יעד	מספר אנליסטים	מספר חברות	מספר המלצות ממוצע פר חברה	מספר חברות סקורות בממוצע פר אנליסט
2001	171	124	21	49	3.5	2.3
2002	152	107	27	48	3.2	1.8
2003	84	57	18	32	2.6	1.8
2004	95	79	12	35	2.7	2.9
סך הכל	502	367				

טבלה 2: רגרסיות של מחירי יעד של אנליסטים על אינפורמציה חשבונאית

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

פאנל א: המדגם מסווג לחברות High-EM ו- Low-EM לפי מדד NOA לניהול רווחים

	High-EM firms		Low-EM firms	
Intercept	6.837 (0.553)	8.218 (0.407)	4.124 (0.292)	-1.064 (0.794)
BV	-0.303 (0.675)	-0.122 (0.846)	0.996 (0.003)	0.823 (0.040)
E	8.945 (0.097)		10.314 (0.001)	
NEG_E	-8.694 (0.179)		-10.611 (0.255)	
D_NEG_E	-4.123 (0.677)		-3.349 (0.400)	
CFO		3.455 (0.096)		5.261 (0.007)
NEG_CFO		-4.221 (0.240)		-21.769 (0.066)
D_NEG_CFO		-21.429 (0.017)		-12.393 (0.017)
N	63	63	65	65
Adj_R^2	0.170	0.293	0.657	0.596
F-value	2.099 (0.039)	3.222 (0.002)	12.676 (0.000)	9.983 (0.000)

טבלה 2: המשך

פאנל ב: המדגם מסווג לחברות High-EM ו- Low-EM לפי מדד DA לניהול רווחים

	High-EM firms		Low-EM firms	
Intercept	16.603 (0.177)	6.513 (0.580)	-1.225 (0.775)	-3.199 (0.462)
BV	-0.042 (0.946)	0.137 (0.805)	0.744 (0.098)	0.802 (0.088)
E	7.365 (0.117)		12.909 (0.001)	
NEG_E	-9.033 (0.157)		-7.591 (0.226)	
D_NEG_E	-4.404 (0.622)		-0.681 (0.871)	
CFO		4.001 (0.039)		7.019 (0.006)
NEG_CFO		-3.764 (0.287)		-11.529 (0.582)
D_NEG_CFO		-12.241 (0.127)		-9.004 (0.146)
N	63	63	65	65
Adj_R^2	0.173	0.260	0.611	0.567
F-value	2.181 (0.030)	2.980 (0.004)	10.140 (0.000)	8.613 (0.000)

טבלה 3: רגרסיות לאמידת השפעת מידת ניהול הרווחים על המלצות ומחירי יעד של אנליסטים

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

משתנה מוסבר:	המלצת אנליסט		מחיר יעד של אנליסט	
מדד לניהול רווחים:	NOA	DA	NOA	DA
Intercept	4.134 (0.000)	4.107 (0.000)	-55.174 (0.000)	-55.399 (0.000)
Size	-0.078 (0.272)	-0.074 (0.292)	8.243 (0.000)	8.250 (0.000)
Lev	0.159 (0.722)	0.204 (0.639)	24.568 (0.003)	24.982 (0.002)
Book/Market	-0.411 (0.007)	-0.403 (0.007)	-0.161 (0.957)	-0.121 (0.968)
ROA	2.046 (0.005)	2.023 (0.006)	42.526 (0.002)	41.985 (0.002)
ROA^2	1.628 (0.129)	1.659 (0.131)	70.580 (0.002)	70.206 (0.004)
Sales_gr	0.179 (0.099)	0.180 (0.100)	4.075 (0.063)	4.010 (0.073)
CurrRatio	0.046 (0.096)	0.047 (0.083)	0.937 (0.064)	0.966 (0.054)
High-EM	0.076 (0.654)	0.029 (0.872)	0.883 (0.768)	0.703 (0.834)
N	158	158	128	128
Adj_R^2	0.211	0.210	0.508	0.508
F-value	3.622 (0.000)	3.606 (0.000)	9.664 (0.000)	9.658 (0.000)

טבלה 4: מספר ממוצע של המלצות אנליסטים לחברות High-EM לעומת חברות Low-EM

ענף	מדד NOA לניהול רווחים		מדד DA לניהול רווחים	
	High-EM	Low-EM	High-EM	Low-EM
מערכות ומכשירי תוכנה	5	9.333	2.600	13.333
אלקטרוניקה, חשמל ואופטיקה	3.928	4.600	3.833	5.050
כמיה ופרמצבטיקה	7.666	10.200	8.333	12.000
אחר	2.105	4.555	2.412	4.000

טבלה 5: רגרסיות לאמידת השפעת כיוון ניהול הרווחים על המלצות ומחירי יעד של אנליסטים

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

משתנה מוסבר:	המלצת אנליסט		מחיר יעד של אנליסט	
מדד לניהול רווחים:	NOA	DA	NOA	DA
Intercept	4.156 (0.000)	3.941 (0.000)	-53.243 (0.000)	-54.640 (0.000)
Size	-0.078 (0.269)	-0.064 (0.364)	8.038 (0.000)	8.228 (0.000)
Lev	0.220 (0.613)	0.226 (0.600)	25.715 (0.002)	24.999 (0.002)
Book/Market	-0.392 (0.009)	-0.400 (0.007)	0.310 (0.916)	0.138 (0.962)
ROA	2.144 (0.005)	1.997 (0.006)	46.789 (0.001)	43.572 (0.001)
ROA^2	1.804 (0.095)	1.669 (0.113)	75.651 (0.001)	72.974 (0.001)
Sales_gr	0.173 (0.100)	0.190 (0.099)	3.606 (0.100)	4.054 (0.064)
CurrRatio	0.048 (0.080)	0.045 (0.098)	0.992 (0.047)	0.986 (0.049)
IIM	-0.091 (0.651)	0.210 (0.171)	-3.888 (0.028)	-1.526 (0.373)
N	158	158	128	128
Adj_R^2	0.211	0.221	0.513	0.509
F-value	3.622 (0.000)	3.781 (0.000)	9.850 (0.000)	9.699 (0.000)

טבלה 6: מספר ממוצע של המלצות אנליסטים לחברות מנהלות רווחים כלפי מעלה לעומת חברות מנהלות רווחים כלפי מטה

ענף	מדד NOA לניהול רווחים		מדד DA לניהול רווחים	
	ניהול רווחים כלפי מעלה	ניהול רווחים כלפי מטה	ניהול רווחים כלפי מעלה	ניהול רווחים כלפי מטה
מערכות ומכשירי תוכנה	3.778	8.750	4.739	9.071
אלקטרוניקה, חשמל ואופטיקה	2.444	4.636	3.222	4.318
כמיה ופרמצבטיקה	7	13.2	8.500	10.000
אחר	1.9	3.875	2.083	2.300

טבלה 7: רגרסיות של מחירי השוק של המניות על אינפורמציה חשבונאית ועל אינפורמציה מאנליסטים, כאשר ניהול רווחים נאמד באמצעות DA

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

	MV1	MV3	MV10	MV30
Intercept	1.055 (0.920)	0.331 (0.977)	0.128 (0.991)	-8.050 (0.023)
BV	0.804 (0.371)	0.681 (0.494)	0.639 (0.526)	0.915 (0.002)
E	11.891 (0.000)	12.599 (0.000)	13.115 (0.000)	2.618 (0.016)
NEG_E	-13.406 (0.000)	-14.327 (0.000)	-14.873 (0.000)	-2.614 (0.057)
DA	-0.494 (0.450)	-0.636 (0.381)	-0.671 (0.360)	-1.475 (0.000)
TP				0.425 (0.000)
N	128	128	128	128
Adj_R-squared	0.169	0.149	0.154	0.861
F-value	3.821 (0.000)	3.440 (0.000)	3.527 (0.000)	66.120 (0.000)

טבלה 8: ניתוח תשואות, כאשר ניהול רווחים נאמד באמצעות DA

* ו- ** מייצגים רמת מובהקות של 10% ו- 5%, בהתאמה, לפי מבחן t ולפי מבחן Wilcoxon signed ranks (דו-צדדי)

	ניהול רווחים כלפי מעלה	ניהול רווחים כלפי מטה
$\Delta TP(\%)$	-0.035*	0.025
CAR(-1,1)	-0.010	0.005
CAR(-1,10)	-0.020	0.008
CAR(-1,30)	-0.052**	0.034

טבלה 9: רגרסיות של מחירי השוק של המניות על אינפורמציה חשבונאית ועל אינפורמציה מאנליסטים, כאשר ניהול רווחים נאמד באמצעות NOA

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

	MV1/BV	MV3/BV	MV10/BV	MV30/BV
Intercept	2.610 (0.804)	1.813 (0.876)	1.633 (0.890)	-12.124 (0.001)
BV	0.508 (0.571)	0.365 (0.714)	0.318 (0.752)	0.920 (0.005)
E	12.297 (0.000)	13.019 (0.000)	13.537 (0.000)	2.972 (0.013)
NEG_E	-12.581 (0.000)	-13.338 (0.000)	-13.837 (0.000)	-2.433 (0.100)
NOA	-1.755 (0.108)	-1.923 (0.113)	-1.979 (0.106)	-0.831 (0.045)
TP				0.413 (0.000)
N	128	128	128	128
Adj_R-squared	0.183	0.163	0.167	0.835
F-value	4.097 (0.000)	3.686 (0.000)	3.776 (0.000)	53.892 (0.000)

טבלה 10: ניתוח תשואות, כאשר ניהול רווחים נאמד באמצעות NOA

* ו- ** מייצגים רמת מובהקות של 10% ו- 5%, בהתאמה, לפי מבחן t ולפי מבחן Wilcoxon signed ranks (דו-צדדי)

	ניהול רווחים כלפי מעלה	ניהול רווחים כלפי מטה
$\Delta TP(\%)$	-0.031*	0.066
CAR(-1,1)	-0.012	0.003
CAR(-1,10)	-0.007	0.005
CAR(-1,30)	-0.058**	0.037

טבלה 11: רגרסיות של מחירי השוק של המניות על אינפורמציה חשבונאית ועל אינפורמציה מאנליסטים, עבור תת-מדגם של חברות שביצעו ניהול רווחים קיצוני

ערכי p-value של מקדמי הרגרסיה מוצגים בסוגריים

	MV1/BV	MV3/BV	MV10/BV	MV30/BV
Intercept	-1.512 (0.907)	-2.302 (0.873)	-2.901 (0.842)	-7.931 (0.055)
BV	0.653 (0.683)	0.476 (0.790)	0.405 (0.822)	0.948 (0.046)
E	15.087 (0.000)	15.984 (0.000)	16.710 (0.000)	2.734 (0.053)
NEG_E	-17.133 (0.000)	-18.286 (0.001)	-19.045 (0.000)	-2.914 (0.101)
DA	-0.725 (0.365)	-0.868 (0.332)	-0.900 (0.319)	-1.413 (0.000)
TP				0.422 (0.000)
N	85	85	85	85
Adj_R-squared	0.169	0.146	0.154	0.872
F-value	2.868 (0.003)	2.570 (0.007)	2.665 (0.005)	47.577 (0.000)

טבלה 12: ניתוח תשואות, עבור תת-מדגם של חברות שביצעו ניהול רווחים קיצוני

* ו- ** מייצגים רמת מובהקות של 10% ו- 5%, בהתאמה, לפי מבחן t ולפי מבחן Wilcoxon signed ranks (דו-צדדי)

	ניהול רווחים כלפי מעלה	ניהול רווחים כלפי מטה
$\Delta TP(\%)$	-0.046*	0.018
CAR(-1,1)	-0.008	-0.002
CAR(-1,10)	-0.017	0.015
CAR(-1,30)	-0.075**	0.042

מקורות

Abarbanell, J.S. and Bernard, V.L. 1992. Tests of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price Behavior. *Journal of Finance* 47 (July): 1181-1207.

Abarbanell, J. and Lehavy, R. 2003a. Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts' Earnings Forecast Errors? *Journal of Accounting Research* 41(1): 1-31.

Abarbanell, J. and Lehavy, R. 2003b. Biased Forecast or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent Bias and Over/Underreaction in Analysts' Earnings Forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 36: 105-146.

Amir, E. and Lev, B. 1996. Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics* 22: 3-30.

Amir, E. and Ganzach, Y. 1998. Overreaction and Underreaction in Analysts' Forecasts. *Journal of Economic Behavior and Organization* 37(3): 333-347.

Baber, W.R., Chen, S. and Kang, S. 2006. Stock Price Reaction to Evidence of Earnings Management: Implications for Supplementary Financial Disclosure. *Review of Accounting Studies* 11: 5-19.

Baik, B. and Jiang, G. 2004. Are Management Forecasts Used to Dampen Analysts' Earnings Expectations? Working Paper, Florida State University.

Balsam, S., Bartov, E. and Marquardt, C. 2002. Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings. *Journal of Accounting Research* 40(4): 987-1012.

Bartov, E., Givoly, D. and Hayn, C. 2002. The Rewards for Meeting-or-Beating Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33: 173-204.

Basu, S. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37.

Beaver, W.H. and Ryan, S.G. 2000. Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research,* 38(1): 127-148.

Becker, C.L., Defond, M.L., Jiambalvo, J., and Subramanyam, K.R. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.

Brown, L. 1997. Analyst Forecasting Errors: Additional Evidence. *Financial Analysts' Journal* 53 (6): 81-88.

Brown, S., Lo, K., and Lys, T. 1999. Use of R^2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics 28*: 83-115.

Burgstahler, D. and Dichev, I. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24(1): 99-126.

Burgstahler, D. and Dichev, I. 1998. Incentives to Manage Earnings to Avoid Earnings Decreases and Losses: Evidence from Quarterly Earnings. Working Paper, University of Washington.

Burgstahler, D. and Eames, M. 1998. Management of Earnings and Analysts Forecasts. Working Paper, University of Washington.

Burgstahler, D. and Eames, M. 2003. Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled? *Contemporary Accounting Research* 20(2): 253-294.

Butler, M., Leone, A.J., and Willenborg, M. 2004. An Empirical Analysis of Auditor Reporting and its Association with Abnormal Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 37: 139-165.

Cahan, S.F. 1992. The Effects of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review* 67(1): 77-95.

Callen, J. L., Gavious, I. and Segal, D. 2005. The Complementary Relationship between Financial and Non-Financial Information in the Biotechnology Industry and the Degree of Investor Sophistication. Working Paper, University of Toronto.

Chan, L.K.C and Chen, N.F. 1991. Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms. *Journal of Finance* 46 (September): 1457-1484.

Chevis, G. Das, S. and Sivaramakrishnan. 2001. An empirical Analysis of Firms that Meet or Exceed Analysts' Earnings Forecasts. Working Paper, Texas A&M University.

Clark, J., Ferris, S.P. Jayaraman, N., and Lee, J. 2003. Peering into a Cloudy Crystal Ball: Analyst Recommendations Preceding Bankruptcy. Working Paper. University of Missouri – Colombia.

Collins, D.W., Maydew, E.L., and Weiss, I.S. 1997. Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics 24*: 39-67.

Core, J. E., Guay, W.R., and Buskirk, A.V. 2003. Market Valuations in the New Economy: An Investigation of What Has Changed. *Journal of Accounting and Economics* 34: 43-67.

Das, S. Levine, C. Sivaramakrishnan, K. 1998. Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts. *The Accounting Review* 73: 277-294.

DeAngelo, L.E. 1988. Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests. *Journal of Accounting and Economics* 10(1): 3-36.

DeAngelo, H., DeAngelo, L.E. and Skinner, D. 1994. Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2): 113-143.

De Bondt, W.F.M. and Thaler R.H. 1990. Do Security Analysts Overreact? *American Economic Review 80* (May): 52-57.

Dechow, P.M., Richardson, S. and Tuna, I. 2000. Are Benchmark Beaters Doing Anything Wrong? Working Paper, University of Michigan.

Dechow, P.M. and Skinner, D.J. 2000. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons* 14(June): 235-250.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., and Sweeney, A.P. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70: 193-225.

DeFond, M. and Jiambalvo, J. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2): 145-176.

DeFond, M. and Park, C. 2001. The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. *The Accounting Review* 76(3): 375-404.

DeGeorge, F., Patel, J. and Zeckhauser, R. 1999. Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business* 72(1): 1-33.

Erickson, M. and Wang, S. 1999. Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27: 149-176.

Fama, E.F. and French, K.R. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance, 47(2)*: 427-466.

Francis, J. and Philbrick, D. 1993. Analysts' Decisions as Products of a Multi-Task Environment. *Journal of Accounting Research* 31: 216-30.

Gaver, J., Gaver, K. and Austin, J. 1995. Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management. *Journal of Accounting and Economics* 19(1): 3-28.

Geiger, M.A., North, D.S., and O'Connell, B.T. 2005. The Auditor-to-Client Revolving Door and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 20: 1-26.

Givoly, D. and Hayn, C. 2000. The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cashflows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative? *Journal of Accounting and Economics* 29: 287-320.

Gu, Z. and Wu, S. 2003. Earnings Skewness and Analysts' Forecasts Bias. *Journal of Accounting and Economics* 35: 5-29.

Guidry, F., Leone, A., and Rock, S. 1999. Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business Unit Managers. *Journal of Accounting and Economics* 26(1-3): 113-142.

Hall, S.C. and Stammerjohan, W.W. 1997. Damage Awards and Earnings Management in the Oil Industry. *The Accounting Review* 72(1): 47-65.

Han, J.C.Y. and Wang, S. 1998. Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis. *The Accounting Review* 72(1): 103-117.

Hand, J. 2001.The Market Valuation of Biotechnology Firms and Biotechnology R&D. Working Paper, University of North Carolina, Chapel Hill (December)

Hanna, D. 1999. Analysts' Earnings Forecasts and the Recognition of Special Items. Working Paper, University of Chicago.

Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20: 125-153.

Healy, P. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7(1-3): 85-107.

Holthausen, R., Larcker, D. and Sloan, R. 1995. Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19(1): 29-74.

Hunt, A., Moyer, S. and Shevlin, T. 1996. Managing Interacting Accounting Measures to Meet Multiple Objectives: A Study of LIFO Firms. *Journal of Accounting and Economics* 21(3): 339-374.

Johnston, D. and Rock, S. 2005. Earnings Management to Minimize Superfund Clean-Up and Transaction Costs. *Contemporary Accounting Research* 22(3): 617-642.

Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.

Kasznik, R. 1999. On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research* 37(1): 57-81.

Kim, K. and Schroeder, D. 1990. Analysts' Use of Managerial Bonus Incentives in Forecasting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 13(1): 3-23.

Kinney Jr., W.R. and Martin, R.D. 1994. Does Auditing Reduce Bias in Financial Reporting? A Review of Audit-Related Adjustment Studies. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 13: 151-156.

Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 29: 85-113.

Kothari, S.P., Leone, A.J., and Wasley, C.E. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.

Lim, T. 2001. Rationality and Analysts' Forecast Bias. *Journal of Finance* 56 (1): 369-385.

Lin, H.W., and McNichols, M.F. 1998. Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations. *Journal of Accounting and Economics* 25: 101-127.

Liu, X. 2005. Analysts' Response to Earnings Management. Working Paper, University of Texas at Dallas.

Lopez, T. and Rees, L. 2002. The Effect of Beating and Missing Analysts' Forecasts on the Information Content of Unexpected Earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 17: 155-184.

Louis, H. 2004. Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 74(1): 121-148.

Marquardt, C.A. and Wiedman, C.I. 2004. How are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals. *Contemporary Accounting Research* 21(2): 461-491.

McNichols, M. and O'Brien, P. 1997. Self-Selection and Analyst Coverage. *Journal of Accounting Research* 35 (supplement): 167-199.

Michaely, R. and Womack, K. 1999. Conflict of Interests and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *Review of Financial Studies* 12: 653-686.

Moses, O. 1987. Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. *Accounting Review* 62(2): 358-377.

Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Value and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.

Penman, S.H. 1996. The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth. *Journal of Accounting Research* (autumn): 235-59.

Pourciau, S. 1993. Earnings Management and Nonroutine Executive Changes. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3): 317-336.

Rangan, S. 1998. Earnings Management and Performance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50(1): 101-122.
Ronen, J. and Sadan, S. 1975. Classificatory Smoothing: Alternative Income Models. *Journal of Accounting Research* 13(1): 133-149.

Rosner, R.L. 2003. Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research* 20(2): 361-408.

Sloan, R. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review* 71(3): 289-316.

St. Pierre, K. and Anderson, J. 1984. An Analysis of the Factors Associated with Lawsuits Against Public Accountants. *Accounting Review* 59: 242-263.

Stickel, S. 1990. Predicting Individual Analyst Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 28: 409-417.

Strong, J. and Meyer, J. 1987. Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *Journal of Finance* 42(3): 643-663.

Subramanyam, K.R. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 249-281.

Sweeney, A.P. 1994. Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics* 17(3): 281-308.

Teoh, S., Welch, I., and Wong, T. 1998a. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 53: 1935-1974.

Teoh, S., Welch, I., and Wong, T. 1998b. Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50(1): 63-99.

Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. 1990. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review* 65(1): 131-156.

White, H. 1980. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica* 48: 817-838.

Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review* 76(3): 357-373.

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

אוניברסיטת תל-אביב
TEL AVIV UNIVERSITY
הפקולטה לניהול
בית-הספר למוסמכים במינהל עסקים
ע"ש ליאון רקנאטי
FACULTY OF MANAGEMENT
THE LEON RECANATI GRADUATE SCHOOL
OF BUSINESS ADMINISTRATION

יוני 07

פרסומי המכון:

שנת תשנ"ב:		
נ"ב- 1	הנפקות חבילה והנפקות לעובדים	פרופ' מנחם ברנר פרופ' יצחק סוארי
נ"ב- 2	עקרון העסק החי	פרופ' דן גבעולי רו"ח צבי יוכמן
נ"ב- 3	"תלויות" בחינה תאורטית ואמפירית של עקרונות המדידה והדיווח	פרופ' יוסי אהרוני ד"ר אייל סולגניק
נ"ב- 4	"יישום שיטת תזרים המזומנים" לחישוב הוצאות המימון הראליות השלמת "החוליה החסרה" בדו"חות המתואמים לאינפלציה	ד"ר אהוד סט
נ"ב- 5	ניתוח נורמטיבי של כללי הדיווח הכספי בעסקאות של מכשירים פיננסים חדשים	ד"ר יוסי בכר פרופ' נחום מלומד
שנת תשנ"ג:		
נ"ג- 1	שינויים חשבונאיים	פרופ' יצחק סוארי רו"ח רויטל אבירם
נ"ג- 2	חיזוי קשיים פיננסים של חברות ציבוריות על פי נתונים חשבונאיים מותאמים ונומינלים	ד"ר אלי אופק רו"ח דניאל ורקר
נ"ג- 3	פיתוח כלים תומכי החלטה לתמחור והמחרה בסביבת יצור מדרנית	פרופ' בעז רונן פרופ' יורם עדן ד"ר ישי ספקטור
נ"ג- 4	הטיפול החשבונאי ברכישת נכסים וחברות להנפקת מניות	פרופ' נסים ארניה רו"ח שלמה ברטוב
נ"ג- 5	דיווח כספי במחירי שוק	ד"ר יוסי בכר פרופ' נחום מלומד
שנת תשנ"ד:		
נ"ד- 1	מידע וולנטרי בשוק ההון הישראלי	פרופ' ברוך לב רו"ח רן זילברמן רו"ח רון קשניק
נ"ד- 2	הטיפול החשבונאי במגזרים	רו"ח ניר זיכלינסקי רו"ח דורון דבי
נ"ד- 3	חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים	פרופ' אלי אמיר פרופ' אמיר זיו
נ"ד- 4	ההשפעות של גורמי סיכון והחלקת רווחים על שיעורי ההפרשות לחובות מסופקים של הבנקים המסחריים בישראל	רו"ח שילה ליפשיץ
נ"ד- 5	הכללת מדדי ביצוע (יעילות איכות) בדו"חות כספיים תקופתיים של מלכ"רים (בתי חולים)	רו"ח חיים אשהיים

קרית האוניברסיטה, רמת אביב, ת.ד. 39010, ת"א 69978, טל' 03-6408194 TEL, פקס 03-6408216 FAX UNIVERSITY CAMPUS, RAMAT AVIV, P.O.B 39010 TEL AVIV 69978
דוא"ל: alizae@tauex.tau.ac.il E-mail:

אוניברסיטת תל-אביב
TEL AVIV UNIVERSITY
הפקולטה לניהול
בית-הספר למוסמכים במינהל עסקים
ע"ש ליאון רקנאטי
FACULTY OF MANAGEMENT
THE LEON RECANATI GRADUATE SCHOOL
OF BUSINESS ADMINISTRATION

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

שנת תשנ"ה:

נ"ה- 1	היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתהליכי המחרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים	פרופ' בעז רונן פרופ' יורם עדן
נ"ה- 2	עקרון המהותיות בדיווח הפיננסי היבטים תיאורטיים ואמפיריים	פרופ' יוסי אהרוני ד"ר עמיהוד דותן ד"ר אייל סולגניק
נ"ה- 3	הטיפול החשבונאי במכירת הלוואות	רו"ח שילה ליפשיץ
נ"ה- 4	סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברה בת שלה	פרופ' יצחק סוארי רו"ח אורי כהן
נ"ה-5	ירידת ערך נכסים	רו"ח דורון דבי רו"ח ניר זיכלינסקי

שנת תשנ"ו:

נ"ו- 1	היבטים כלכליים חשבונאיים ומשפטיים בחבויות סביבתיות	רו"ח משה ברקת פרופ' יצחק סוארי רו"ח נחום שויצקי
נ"ו- 2	היבטים של עסקאות מכירה בחסר	פרופ' דן גלאי רו"ח רויטל אבירם
נ"ו- 3	הקשר שבין שיפור תפעולי לבין חשיפה חשבונאית	פרופ' בעז רונן פרופ' יורם עדן
נ"ו- 4	עיון מחודש בחשבונאות על בסיס השווי המאזני	רו"ח אורי כהן פרופ' יצחק סוארי ד"ר אייל סולגניק
נ"ו- 5	ייחוס מסים בחשבונאות	פרופ' אלי אמיר

שנים תשנ"ז-תשנ"ח:

נ"ז-נ"ח 1	ראיה משחקית של הדיווח הכספי	פרופ' נסים ארניה רו"ח אהוד ימפולר
נ"ז-נ"ח 2	מדדי רווחיות חשבונאיים ותשואות על מניות בשוק ההון בישראל	פרופ' אמיר ברנע ד"ר שמואל האוזר ד"ר אייל סולגניק מר אבי שכטר
נ"ז-נ"ח 3	הטיפול החשבונאי בעלויות הפרסום	פרופ' יוסי אהרוני רו"ח ניר יהודה
נ"ז-נ"ח 4	הבקרה בחברות באמצעות הדמ"צ , הדח"צ (דירקטור חיצוני)	פרופ' יוסף גרוס
נ"ז-נ"ח 5	היבטים בחלוקת דיבידנד	פרופ' יצחק סוארי רו"ח משה ברקת פרופ' דן גבעולי

קרית האוניברסיטה, רמת אביב, ת.ד. 39010, ת"א 69978, טל' 03-6408194 TEL, פקס 03-6408216 FAX 69978 TEL AVIV 39010 UNIVERSITY CAMPUS. RAMAT AVIV, P.O.B
דוא"ל: alizae@tauex.tau.ac.il E-mail:

אוניברסיטת תל-אביב
TEL AVIV UNIVERSITY
הפקולטה לניהול
בית-הספר למוסמכים במינהל עסקים
ע"ש ליאון רקנאטי
FACULTY OF MANAGEMENT
THE LEON RECANATI GRADUATE SCHOOL
OF BUSINESS ADMINISTRATION

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

שנת תשנ"ט:

נ"ט – 1	אופציות למנהלים בישראל: תמונת מצב והטיפול החשבונאי	פרופ' ששון בר יוסף פרופ' אלי טלמור
נ"ט – 2	היבטים בפעילות חברות אחזקה בישראל	פרופ' יצחק הדרי רו"ח אלי גילבאי
נ"ט – 3	רפורמת הדיווח ברשויות מקומיות לאור המלצות "ועדת ברנע" ו "ועדת אמרני", ולקחים למתכונת ביצוע רפורמות חשבונאיות במגזרים אחרים	מר שוקי אמרני רו"ח רפאל האפט ד"ר אייל סולגניק
נ"ט – 4	חשבונאות בתנאי אינפלציה – האם להמשיך?	פרופ' אריה גנס

שנת תש"ס –תשס"א:

ש"ס- ס"א 1	חוק החברות החדש – היבטים משפטיים ומיסויים	רו"ח אלי גילבאי
ש"ס- ס"א 2	רכישה עצמית של מניות	פרופ' יצחק סוארי רו"ח אלון רווה מר דניאל פסרמן
ש"ס- ס"א 3	"לי זה עולה יותר" – קבלת החלטות ניהוליות תמחיר ומדדים	פרופ' יורם עדן פרופ' בועז רונן

שנת תשס"ב

ס"ב- 1	על הליך קבלת החלטות במוסד לתקינה בחשבונאות	ד"ר אייל סולגניק פרופ' יעקב פרוש

שנת תשס"ג

ס"ג-1	מושג ה"שליטה" והשלכותיו – מבט אל דיני החברות,דיני ניירות ערך, דיני מס ועקרונות חשבונאות	פרופ' יוסף גרוס

שנת תשס"ד-תשס"ה

ס"ה - 1	מתמחיר תרומה לתמחיר מבוסס-פעילויות וחזרה: לקחים מיישום מתודולוגית קבלת ההחלטות הגלובליות	ד"ר ניצה גרי פרופ' בעז רונן
ס"ה - 2	חשיפות והגנות מפני סיכוני שוק - פרקטיקה ודיווח	ד"ר דן וייס רו"ח אפרת שוסט
ס"ה – 3	שווי והשגת שליטה	רו"ח אלונה בר און פרופ' יצחק סוארי
ס"ה- 4	מודל מיסוי החברות בישראל	ד"ר אלי גילבאי

שנת תשס"ו

ס"ו -1	שימוש בכלי ביקורת ממוחשבים לאיתור ומניעת הונאות	רו"ח אהרון מיכאלי רו"ח יהודה ברלב

שנת תשס"ז

ס"ז -1	תגובת אנליסטים ותגובת השוק לניהול רווחים בחברות ישראליות	ד"ר אילנית גביוס

קרית האוניברסיטה, רמת אביב, ת.ד. 39010, ת"א 69978, טל' 03-6408194 TEL, פקס 03-6408216 FAX UNIVERSITY CAMPUS. RAMAT AVIV. P.O.B 39010 TEL AVIV 69978
דוא"ל: alizae@tauex.tau.ac.il E-mail: