



ΠΜΣ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

# **Η ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ**

ΤΣΟΥΚΑΛΗ Α. ΧΡΥΣΑΝΘΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΙΑΤΡΙΔΗΣ ΕΜΜ. ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΒΟΛΟΣ 2013

## Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Βόλος, Ιούνιος 2013

Τσουκάλη Χρυσάνθη

**Στην οικογένειά μου...**

## **Ευχαριστίες**

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου, στον κ. Ιατρίδη Γεώργιο, επιβλέπων καθηγητή μου, για τις παρατηρήσεις του και την καθοδήγησή του κατά την διάρκεια της συγγραφής της διπλωματικής μου εργασίας, όπως και όλους τους καθηγητές και διδάσκοντες του τμήματος για τις γνώσεις που μας προσέφεραν. Επίσης θέλω να ευχαριστήσω τους φίλους μου και τους συμφοιτητές μου για την συμπαράσταση τους όλο αυτό το διάστημα. Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου που πιστεύουν πάντα σε εμένα και με στήριξαν και σε αυτή μου τη προσπάθεια.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	9
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ</b> .....	13
1.1 ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΚΕΡΔΩΝ.....	17
1.1.1 ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	17
1.1.2 ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ.....	19
1.1.3 ΟΜΑΛΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	21
1.1.4 ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΕΠΙΚΑΙΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΕΓΚΑΙΡΗ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΩΝ ΖΗΜΙΩΝ .....	23
1.1.5 ΚΑΤΑΚΤΗΣΗ ΕΝΟΣ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΟΥ ΣΤΟΧΟΥ.....	24
1.2 ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ.....	26
1.2.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ.....	26
1.3 ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΑΝΑΚΡΙΒΕΙΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ.....	29
1.3.1 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΥΠΟΚΕΙΝΤΑΙ ΣΕ ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	29
1.3.2 ΕΠΑΝΑΔΙΑΤΥΠΩΣΕΙΣ.....	31
1.3.3 ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ.....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ</b> .....	35
2.1 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	35
2.2 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΥΠΟΒΟΛΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ.....	36
2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ.....	37
2.4 ΕΛΕΓΚΤΕΣ.....	38
2.5 ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	39
2.6 ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ.....	40
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΙΩΜΕΝΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ</b> .....	40
3.1 ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ.....	40
3.2 ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ (MARKET VALUE).....	44
3.3 ΡΟΠΗ ΓΙΑ ΑΣΚΗΣΗ ΠΡΟΣΦΥΓΗΣ (LITIGATION PROPENSITY) ΚΑΙ ΑΠΩΛΕΙΑ ΦΗΜΗΣ.....	47
3.4 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ (INVESTMENT DECISIONS).....	48

3.5 ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΤΩΝ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ (EXECUTIVE-LEVEL LABOR MARKET OUTCOMES).....	48
3.6 ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (COST OF EQUITY CAPITAL).....	49
3.7 ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΔΑΝΕΙΑΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (COST OF DEBT CAPITAL).....	49
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ.....</b>	<b>51</b>
4.1 ΜΟΡΦΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ.....	53
4.1.1 ΕΞΟΜΑΛΥΝΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	53
4.1.2 BIG BATH ACCOUNTING.....	53
4.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ.....	54
4.3 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ.....	57
4.3.1 ΤΕΧΝΙΚΗ “COOKIE JAR REVERSE”.....	57
4.3.2 ΤΕΧΝΙΚΗ “BIG BET ON FUTURE”.....	58
4.3.3 ΕΜΠΛΟΥΤΙΣΜΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	58
4.3.4 ΑΠΑΛΛΑΓΗ ΑΠΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ.....	58
4.3.5 ΑΛΛΑΓΗ ΤΩΝ GAAP.....	59
4.3.6 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ ΠΟΛΥΕΤΟΥΣ ΑΠΟΣΒΕΣΗΣ.....	59
4.3.7 ΠΩΛΗΣΗ/ ΕΠΑΝΕΚΜΙΣΘΩΣΗ (LEASEBACK) ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	60
4.3.8 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	60
4.3.9 ΠΡΟΩΡΗ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΤΩΝ ΧΡΕΩΝ.....	61
4.3.10 ΧΡΗΣΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ (DERIVATIVES).....	61
4.3.11 ΤΕΧΝΙΚΗ “SHRINK THE SHIP”.....	61
4.4 ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	62
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΛΕΓΧΟΣ ΩΣ ΤΡΟΧΟΠΕΔΗ ΤΗΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ .....</b>	<b>65</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....</b>	<b>69</b>
6.1.ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	69
6.2.ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	69
6.3.ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ, ΜΟΝΤΕΛΑ.....	69
6.4.ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	73
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....</b>	<b>79</b>

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	93

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος της παρούσης εργασίας βρίσκεται η ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης στην Ελλάδα. Η εργασία επικεντρώνεται στις επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές και εξετάζει πρώτον τη διαφοροποίηση στη δυνατότητα χειραγώγησης των κερδών και στο επίπεδο της συντηρητικότητας. Και δεύτερον εξετάζει την αγοραία αξία των επιχειρήσεων σε σχέση με την ποιότητα των πληροφοριών που παρουσιάζουν. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις για τα έτη 2007-2011, βρίσκουμε ότι η χειραγώγηση των κερδών και η συντηρητικότητα στα κέρδη δεν επηρεάζεται από το μέγεθος του ελεγκτή. Ενώ βρίσκουμε ότι ο αξιόπιστος έλεγχος έχει αντίκτυπο στην αγοραία αξία της επιχείρησης.

Λέξεις κλειδιά: ποιότητα κερδών, χειραγώγηση κερδών, ελεγκτές

JEL: M40, M41



## **ABSTRACT**

In focus of this paper is the quality of accounting information in Greece. The study focuses on firms that are audited by Big auditor and first examines the differentiation in earnings management potential and the level of conservatism. Second, we examine the market value of firms in relation to the quality of reported information. Using data from industrial firms for the years 2007-2011, we find that earnings management and conservatism is not affected by audit firm size (Big 4). While, we find that control impact on market value of the business.

Keywords: earnings quality, earnings management, auditors

JEL classification: M40, M41

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κύριο αντικείμενο της λογιστικής είναι η προσφορά χρηματοοικονομικών πληροφοριών μέσα από συγκεκριμένα υποδείγματα οικονομικών καταστάσεων, σύμφωνα με λογιστικές αρχές και κανονισμούς. Όταν λέμε οικονομικές καταστάσεις εννοούμε τη δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και επίδοσης μιας επιχείρησης, που παρουσιάζουν σε όλους τους ενδιαφερόμενους τα αποτελέσματα της διαχείρισης των πόρων που εμπιστεύθηκαν στη διοίκηση. Αυτές οι καταστάσεις βοηθούν τους χρήστες (εσωτερικούς και εξωτερικούς) να προ εκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης και να λάβουν οικονομικές αποφάσεις. Έτσι, οι δημοσιευμένες λογιστικές πληροφορίες θα πρέπει να είναι προσανατολισμένες προς το μέλλον έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν τις μελλοντικές οικονομικές προοπτικές της εταιρείας και τις πιθανές μελλοντικές επιπτώσεις των κινδύνων που μπορεί να προκύψουν. Πρέπει να προβάλλουν τις κρίσιμες παραδοχές και εκτιμήσεις σχετικά με τα λογιστικά στοιχεία και τα ζητήματα που είναι εξαιρετικά αβέβαια, καθώς και τις σχετικές εκτιμήσεις που θα έχουν σημαντική επίδραση στην οικονομική θέση και στα αποτελέσματα της επιχείρησης.

Επιπλέον, οι πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνουν οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι υλικές, υπό την έννοια ότι μπορούν να επαληθευτούν, καθώς η πιθανή ανακρίβεια ή παράλειψη θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των χρηστών. Η δημοσιοποίηση των λογιστικών πολιτικών που χρησιμοποιούνται κατά την προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων επίσης πρέπει να είναι σαφείς και να συνοδεύονται από επεξηγηματικές πληροφορίες σχετικά με οποιαδήποτε αλλαγή ώστε να αποφευχθεί οποιαδήποτε παρερμηνεία.

“Οι λογιστές είναι σαν τους στυλίστες, είναι αυτοί που κατασκευάζουν, στη διάρκεια όλου του χρόνου, το ένδυμα με το οποίο η επιχείρηση εμφανίζεται στον έξω κόσμο. Αν τα ενδύματά τους είναι σωστά, σε κάποιο βαθμό μπορούν να καλύψουν, όχι φυσικά να εξαλείψουν, τις αδυναμίες, να τονίσουν κάποια χαρακτηριστικά και επομένως να αυξήσουν την ελκυστικότητά τους στο μέγιστο δυνατό βαθμό.”  
(Τζανάτος, 2008)

Σύμφωνα με τα παραπάνω εύκολα διαπιστώνουμε ότι ένας από τους βασικούς σκοπούς της λογιστικής ως επιστήμη είναι η πληροφόρηση των επενδυτών και των οικονομικών μονάδων στη λήψη ορθολογικών αποφάσεων. Η λογιστική πληροφόρηση λοιπόν θα πρέπει να αντιπροσωπεύει την πραγματική απόδοση της

επιχείρησης καθώς είναι η εικόνα που προβάλλει προς τους εξωτερικούς φορείς. Οπότε η ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης (accounting quality) είναι υψίστης σημασίας για την λειτουργία μιας επιχείρησης. Η επιχείρηση που παρέχει αξιόπιστες πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά των οικονομικών επιδόσεων της, εμφανίζεται πιο ελκυστική και πιο φερέγγυα, προσεγγίζοντας με αυτό το τρόπο περισσότερους επενδυτές και ξένα κεφάλαια που είναι σημαντική πηγή πόρων. Ωστόσο τα τελευταία χρόνια είναι παγκοσμίως διάχυτη η άποψη πως οι επιχειρήσεις, άλλες σε μικρότερο και άλλες σε μεγαλύτερο βαθμό, καταρτίζουν με τέτοιο τρόπο τις οικονομικές τους καταστάσεις ώστε η εικόνα που τελικά παρουσιάζουν να μην ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Με άλλα λόγια η εκροή (output) της λογιστικής διαδικασίας εγείρει σε πολλές περιπτώσεις ερωτηματικά ως προς την αξιοπιστία της γεγονός που συνδέεται άμεσα με την άσκηση της λεγόμενης «δημιουργικής λογιστικής». Αδιαμφισβήτητα η διαχείριση των κερδών (earnings management)<sup>1</sup> είναι η σπουδαιότερη έκφανση της δημιουργικής λογιστικής αφού τα κέρδη είναι το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο μέτρο της επιχειρησιακής απόδοσης. Αντικείμενο της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας λοιπόν είναι η ποιότητα των κερδών (earnings quality), που έχει προσελκύσει πολύ μεγάλο ενδιαφέρον τόσο της ακαδημαϊκής κοινότητας όσο των επιχειρηματιών, λόγω της εκτεταμένης χειραγώγησης των κερδών από τις δημόσιες επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90. Αλλά και ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν εμπλακεί σε εταιρικά σκάνδαλα (όπως οι Enron, WorldCom, Ahold, Parmalat). Η μελέτη έχει ως στόχος να κατανοήσουμε τι είναι η ποιότητα των κερδών, από τι εξαρτάται και ποιες συνέπειες έχει στην ίδια την επιχείρηση αλλά και στους άμεσα ενδιαφερόμενους η έλλειψη αυτής.

Η παρούσα εργασία ουσιαστικά αποτελείται από δύο μέρη: το θεωρητικό, όπου πραγματοποιείται μία βιβλιογραφική ανασκόπηση του θέματος, και στο εμπειρικό όπου εξετάζονται ορισμένες υποθέσεις μέσω κάποιων οικονομετρικών μοντέλων σύμφωνα πάντα με τη θεωρία. Πιο συγκεκριμένα η εργασία οργανώνεται ως εξής:

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται η περιγραφή των μεταβλητών που απαρτίζουν την ποιότητα των κερδών και μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέτρα αυτής.

---

<sup>1</sup> στα πλαίσια της παρούσας εργασίας οι όροι χειραγώγηση, διαχείριση, επηρεασμός, χειρισμός ή ωραιοποίηση των κερδών χρησιμοποιούνται εναλλακτικά υποδηλώνοντας την έννοια του earnings management.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της ποιότητας των κερδών. Η ποιότητα εξαρτάται τόσο από τα χαρακτηριστικά της εταιρείας όσο και από εξωτερικούς παράγοντες που δεν μπορεί να ελέγξει η εταιρεία.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι συνέπειες της μειωμένης ποιότητας των κερδών. Οι συνέπειες αφορούν κυρίως την ίδια την επιχείρηση και τους ενδιαφερόμενους (εσωτερικούς και εξωτερικούς), αλλά και το κράτος γενικότερα.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η χειραγώγηση των κερδών που βρίσκεται στον αντίποδα της ποιότητας των κερδών. Το κεφάλαιο αυτό έχει σκοπό την επαγρύπνηση των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων σχετικά με την αξιοπιστία αυτών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στη διαδικασία ελέγχου των λογιστικών καταστάσεων που είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ποιότητα των κερδών καθώς επιδιώκει την μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Στο εμπειρικό μέρος τώρα εξετάζονται αν οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές εμφανίζουν χαμηλότερη χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα. Και δεύτερον αν η αγοραία αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από την ποιότητα των κερδών που παρουσιάζει. Για τον έλεγχο αυτό χρησιμοποιούνται τα οικονομικά αποτελέσματα από 96 ελληνικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο βιομηχανικό κλάδο και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για τα έτη 2007-2011.

Στο τέλος, παραθέτουμε ορισμένα συμπεράσματα και κάποιες προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

Α' ΜΕΡΟΣ  
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ  
ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**  
**ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ Ή ΠΟΙΟΤΗΤΑ**  
**ΚΕΡΔΩΝ**  
**(Earnings Quality)**

Τα κέρδη μπορούμε να πούμε ότι είναι ο καθρέφτης μιας εταιρείας επομένως και το πρώτο μέγεθος που προσέχουν οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων. Τα κέρδη χρησιμοποιούνται για πολλούς και σημαντικούς λόγους όπως για α) την αξιολόγηση της απόδοσης της διοίκησης, β) την εκτίμηση της δυναμικής των κερδών ή κάποιου άλλου ποσού το οποίο εκτιμάται ως ενδεικτικό της μακροπρόθεσμης κερδοφορίας της επιχείρησης, γ) την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και δ) την αξιολόγηση του κινδύνου της επένδυσης ή του δανεισμού μιας επιχείρησης.

Επιπλέον τα κέρδη που εμφανίζει μια επιχείρηση είναι αναμφισβήτητα ένα μέγεθος που αφορά όλα ενδιαφερόμενα μέρη αλλά για διαφορετικό λόγο τον καθένα. Για παράδειγμα οι διευθυντές ενδιαφέρονται για το ύψος των κερδών γιατί μπορεί οι αμοιβές τους να εξαρτώνται από τα κέρδη, οι επενδυτές των οποίων οι μετοχές τους επηρεάζονται από τα δημοσιευμένα αποτελέσματα των επιχειρήσεων έχουν κάθε λόγο να συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον τους σε αυτό το μέγεθος. Βλέπουμε ότι τα συμφέροντα είναι πολλά και είναι πιθανόν κάποιои να θελήσουν να εκμεταλλευτούν προς όφελος τους τα κέρδη. Έτσι ανακύπτει το κρίσιμο ζήτημα της ποιότητας των κερδών.

Σύμφωνα με τον DeFond (2010) οι έρευνες με θέμα την ποιότητα των κερδών έχουν αυξηθεί δραματικά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Στο γεγονός αυτό ίσως συντέλεσαν οι καταγγελίες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για εκτεταμένη χειραγώγηση των κερδών από τις δημόσιες επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90. Αλλά και ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν εμπλακεί σε εταιρικά σκάνδαλα (όπως οι Enron, WorldCom, Ahold, Parmalat). Οι managers εμφανίζονται να ασχολούνται με την ευκαιριακή χειραγώγηση των κερδών με στόχο την ικανοποίηση των προσδοκιών της αγοράς κεφαλαίων

Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας που βοήθησε την ανάπτυξη των ερευνών σχετικά με την ποιότητα των κερδών είναι η εισαγωγή του μοντέλου μη φυσιολογικών δεδουλευμένων (abnormal accruals model) που ανέπτυξε η Jones το 1991 (το οποίο χρησιμοποιούμε στο εμπειρικό μέρος). Αν και υπήρξε και συνεχίζει να είναι ένα αμφιλεγόμενο ζήτημα, το μοντέλο Jones είναι το γενικά αποδεκτό μέτρο

των μη φυσιολογικών δεδουλευμένων, το ύψος των οποίων συνδέεται με την χειραγώγηση των κερδών, προσφέροντας έτσι έναν πιο τυποποιημένο τρόπο για τον έλεγχο της ποιότητας των κερδών μέσα από τον έλεγχο των δεδουλευμένων.

Η ανάπτυξη και εφαρμογή των λογιστικών προτύπων που είναι διεθνώς αποδεκτά ώθησε επίσης στην αύξηση των ερευνών που εξετάζουν την ποιότητα των κερδών. Το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) άλλωστε έχει ως στόχο την ανάπτυξη μιας σειράς από “υψηλής ποιότητας” λογιστικών προτύπων καθώς η ευρεία υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) επιτρέπει τη σύγκριση των λογιστικών προτύπων ανάμεσα στις χώρες. Δεν γνωρίζουμε όμως αν η υιοθέτηση των ΔΠΧΠ αυξάνει την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων. Αντίθετα με την κοινή προσδοκία, οι Watrin & Ullmann, 2012 βρίσκουν ότι τα ΔΠΧΠ μειώνουν κατά μέσο όρο τη πιθανή ποιότητα κερδών, αλλά μπορούν να οδηγήσουν σε πιο ομοιογενή ποιότητα κερδών για τις επιχειρήσεις. Παρόλο που ο όρος “ποιότητα κερδών” είναι ευρέως διαδεδομένος, δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος και καθολικά αποδεκτός ορισμός γι αυτήν. Ο ορισμός έχει αλλάξει στο πέρασμα του χρόνου. Πριν το 1934 ήταν συνώνυμη με την μερισματική πολιτική (σύμφωνα με τους Graham & Dodd στην Security Analysis), ενώ ο Lev το 1989 διέδωσε τη “ποιότητα” ως περιγραφικό χαρακτηριστικό των κερδών. Σήμερα η ποιότητα των κερδών αναφέρεται στην αντικειμενική και αξιόπιστη παρουσίαση της οικονομικής θέσης και είναι η μείωση της αβεβαιότητας της αγοράς σχετικά με την τελική αξία.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το πλαίσιο κανόνων του IASB (International Accounting Standards Board), η λογιστική πληροφόρηση είναι ποιοτική όταν είναι:

- i) σχετική ως προς το λογιστικό γεγονός που περιγράφει και μπορεί ως εκ τούτου να επηρεάζει το μηχανισμό λήψης των αποφάσεων των επιχειρήσεων
- ii) αξιόπιστη και συνεπώς ορθή ως προς την παρουσίαση και τον υπολογισμό, αντικειμενική και πλήρης
- iii) συγκρίσιμη ώστε να οδηγεί στον προσδιορισμό ομοιοτήτων και διαφορών μεταξύ διαφόρων λογιστικών γεγονότων και μεγεθών και στην αξιολόγηση τους. Προκειμένου να επιτευχθεί η συγκρισιμότητα της λογιστικής πληροφόρησης είναι απαραίτητο να υπάρχει συνέπεια ως προς την επιλογή και εφαρμογή των διάφορων λογιστικών πολιτικών από μέρους των επιχειρήσεων, αλλά και αποκάλυψη αυτών και των επιπτώσεων τους στις λογιστικές καταστάσεις

- iv) κατανοητή και αντιληπτή, γεγονός το οποίο εξαρτάται από τον τρόπο παρουσίασης αλλά και από το γνωσιολογικό υπόβαθρο των χρηστών της λογιστικής πληροφόρησης
- v) ουσιαστική, χαρακτηριστικό το οποίο σημαίνει ότι η παράληψη ή η λανθασμένη διατύπωση κάποιου λογιστικού στοιχείου θα επηρεάσει σημαντικά τις αποφάσεις των επιχειρήσεων και επομένως δείχνει ποια στοιχεία θα πρέπει να περιέχονται στις λογιστικές καταστάσεις.

Η ποιότητα των κερδών πρέπει να αποτιμάται με την χρησιμότητα που απολαμβάνουν οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων στη διαδικασία λήψης αποφάσεων (Liu & Thomas, 2000). Ποιοτικά λογιστικά κέρδη είναι τα λογιστικά κέρδη τα οποία προέρχονται από τη πιστή εφαρμογή των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών και είναι αντικειμενικά και ενδεικτικά της πραγματικής, τακτικής και οργανικής λειτουργίας της επιχείρησης και της αποτελεσματικότητας της στην εκμετάλλευση των πόρων που έχει στη διάθεσή της.

Σημαντικό ρόλο στην ποιότητα των κερδών διαδραματίζουν τα κίνητρα πληροφόρησης (reporting incentives), τα οποία επηρεάζουν σημαντικά την πραγματική εφαρμογή των λογιστικών προτύπων. Η ποιότητα δηλαδή εξαρτάται από το αν οι managers δημοσιεύουν τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης υπηρετώντας τα συμφέροντα της εταιρείας ή τα δικά τους. Ως εκ τούτου, οι διαφορές στα κίνητρα πληροφόρησης, *ceteris paribus*, οδηγούν σε διαφορές στην ποιότητα των κερδών (Lang et al. 2003).

Επίσης, η πίεση της κεφαλαιαγοράς αυξάνει τη ποιότητα των κερδών των εισηγμένων επιχειρήσεων, κι αυτό συμβαίνει γιατί οι εταιρίες που παρέχουν χαμηλής ποιότητας κέρδη είτε αναφέρονται από την κεφαλαιαγορά είτε ελέγχονται πριν τη διαδικασία της δημοσίευσης των εκθέσεων τους μηχανισμούς ελέγχου (Burgstahler et al. 2006). Η κεφαλαιαγορά στοχεύει στην προστασία των επενδυτών, στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας ώστε να περιοριστεί ο συστηματικός κίνδυνος.

Μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι η υψηλή ποιότητα κερδών (earnings quality) μπορεί να αποτελέσει όπλο για τις επιχειρήσεις που θέλουν να επιβιώσουν στην τρέχουσα χρηματοοικονομική κατάσταση. Η υψηλότερη ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης γίνεται περισσότερο απαραίτητη σε περιόδους κρίσης, όπως αυτή που βιώνουμε, όπου η αβεβαιότητα είναι μεγαλύτερη. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές προτιμούν τα αποθέματα που είναι ρευστοποιήσιμα και μόνο η διαφάνεια μπορεί να βελτιώσει αυτή



την ρευστότητα που απαιτούν (Amihud et al., 2005). Οι επενδυτές θα επιλέξουν εταιρείες με σχετικά προβλέψιμη ρευστότητα έτσι ώστε να είναι σε θέση να προβλέψουν καλύτερα το πιθανό κόστος συναλλαγών.

Η ποιότητα των κερδών συχνά συνδέεται και όχι άδικα με την συντηρητικότητα (conservatism). Ως συντηρητικότητα ορίζεται η τάση του λογιστή να απαιτεί υψηλότερο βαθμό ελέγχου για να αναγνωρίζονται οι καλές ειδήσεις ως κέρδη, από ότι οι κακές ειδήσεις ως ζημίες (Basu 1997). Η συντηρητικότητα μειώνει την ικανότητα και τα κίνητρα της διακριτικής ευχέρειας των managers να διογκώνουν τα κέρδη. Έτσι μειώνεται η ασυμμετρία της πληροφόρησης και των απωλειών που δημιουργεί, και κατά συνέπεια μειώνεται η ανησυχία των επενδυτών, το λειτουργικό κόστος και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Lafond και Watts 2008).

Αναμένεται λοιπόν ότι όσο πιο συντηρητικά είναι τα κέρδη, τόσο πιο ποιοτικά θεωρούνται καθώς δε θα αποδειχτούν υπερεκτιμημένα σε μελλοντικές αρνητικές συγκυρίες, προσφέροντας με αυτό το τρόπο μεγαλύτερη βεβαιότητα στους συμμετέχοντες στην αγορά σχετικά με την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Αυτό ακριβώς το αποτέλεσμα θα εξετάσουμε αν ισχύει στην Ελλάδα στο εμπειρικό μέρος της εργασίας.

Η βιβλιογραφία προσδιορίζει δύο τύπους της συντηρητικότητας. Την υπό όρους συντηρητικότητα, που περιγράφεται ως ο μεγαλύτερος βαθμός ελέγχου που απαιτείται όταν δημοσιεύεται μία καλή είδηση (Basu 1997) και η άνευ όρων συντηρητικότητα, η οποία αφορά την έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών, ανεξάρτητα από το αν τα νέα είναι καλά ή άσχημα (Qiang 2007). Η άνευ όρων συντηρητικότητα είναι προτιμότερη προκειμένου να μειωθεί η άσκηση προσφυγής στη δικαιοσύνη και να επιτευχθούν καλύτεροι όροι χρηματοδότησης ειδικά όταν οι επιχειρήσεις βιώνουν οικονομική δυσχέρεια (Coppens & Peek, 2005). Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι η συντηρητική λογιστική διευκολύνει την παρακολούθηση της συμπεριφοράς των managers, και με αυτό το τρόπο γίνονται πιο προσεκτικοί κατά την παραγωγή των λογιστικών πληροφοριών.

Για να κατανοήσουμε περισσότερο την ποιότητα των κερδών, παραθέτουμε στην συνέχεια τις εξής προσεγγίσεις (proxies) που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως συνώνυμα της ποιότητας των κερδών: 1) Ιδιότητες των κερδών, που δείχνουν ποια χαρακτηριστικά των κερδών μπορούν να αποτελούν ένδειξη καλής ή κακής ποιότητας κερδών, 2) Ανταπόκριση των επενδυτών στα κέρδη, όπου χρησιμοποιείται ο συντελεστής ERC (Earnings Response Coefficient) ή το  $R^2$  από το μοντέλο κέρδη-

αποδόσεις, ως μεταβλητή της ποιότητας των κερδών, 3) Εξωτερικοί παράγοντες που προκαλούν ανακρίβειες στα κέρδη, περιλαμβάνουν τα Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAERs), τις επαναδιατυπώσεις και τον εσωτερικό έλεγχο για τυχόν ελλείψεις στη διαδικασία.

## 1. ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (PROXIES) ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

### 1.1 ΙΔΙΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Στην ενότητα αυτή αναπτύσσονται κάποιες ιδιότητες των κερδών που μπορούμε να τις χρησιμοποιήσουμε ως υποκατάστατα ή συνώνυμα της ποιότητας των κερδών.

#### 1.1.1. Διατηρησιμότητα των κερδών (*earnings persistence*):

Μετράται από το βαθμό που οι τρέχουσες αποδοχές εξακολουθούν να υπάρχουν ή αναμένεται να επαναληφθούν και στο μέλλον με μεγάλη πιθανότητα. Αναφέρεται στο αν το ιστορικό επίπεδο κερδών αποτελεί καλή ένδειξη για τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη.

Η ανθεκτικότητα των κερδών επιδρά κυρίως στην αγορά των μετοχών. Οι Kormendi & Lipe (1987) και Easton & Zmijewski (1989) αποδεικνύουν με στοιχεία ότι τα πιο ανθεκτικά κέρδη έχουν ισχυρότερη απόκριση στις τιμές των μετοχών, και αυτό μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Πρώτον, η διατηρησιμότητα στα κέρδη επηρεάζει την αποτίμηση της επιχείρησης, αφού η ανθεκτικότητα είναι ένα χρήσιμο χαρακτηριστικό για τους επενδυτές, κάνοντας τα κέρδη πιο χρήσιμα σε μοντέλα αποτίμησης μετοχών. Τα πιο ανθεκτικά κέρδη αποφέρουν στους επενδυτές την ασφάλεια που επιζητούν και έτσι επιβραβεύουν την επιχείρηση με υψηλότερη αποτίμηση στην αγορά μετοχών και ως εκ τούτου, η αύξηση αυτή θα αποφέρει θετικές αποδόσεις.

Δεύτερον η διατηρησιμότητα των κερδών στην αγορά των μετοχών, έχει να κάνει με την ανάλυση των δημοσιονομικών προοπτικών. Κατά πόσο δηλαδή οι επενδυτές είναι ενήμεροι για τις διαφορετικές επιπτώσεις των μεταβλητών της διατηρησιμότητας των κερδών. Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι περισσότερο ενημερωμένοι επενδυτές επεξεργάζονται καλύτερα τις πληροφορίες που περιλαμβάνουν οι οικονομικές καταστάσεις, και αυτό τους οδηγεί σε καλύτερη εκτίμηση των αποτελεσμάτων. Ο Sloan (1996) έχει δείξει ότι οι επενδυτές συνήθως δεν έχουν πλήρη επίγνωση των διαφορετικών επιπέδων ανθεκτικότητας που έχουν τα συστατικά των κερδών δηλαδή τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές. Η ετερογένεια στην ενημέρωση του επενδυτή μπορεί να οφείλεται σε κάποια χαρακτηριστικά του επενδυτή (όπως εξωγενείς

πληροφορίες ή κληροδοτήματα) αλλά μπορεί να οφείλεται και σε χαρακτηριστικά της εταιρείας (όπως ένα εξωγενή χαρακτηριστικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος αναφοράς που επηρεάζει την ικανότητα της να παρέχει αξιόπιστες πληροφορίες ή μια ενδογενή παραγωγή των αποφάσεων της επιχείρησης).

Υπάρχουν βέβαια και επιδράσεις εκτός της αγοράς των μετοχών, η κυριότερη από αυτές έχει σχέση με την απόφαση αποζημίωσης/αμοιβής των στελεχών της επιχείρησης ως συνάρτηση της διατηρησιμότητας των κερδών. Οι Baber et al. (1998) διαπίστωσαν ότι τα ανθεκτικά κέρδη αυξάνουν την θετική σχέση που υπάρχει μεταξύ των μη αναμενόμενων κερδών και της ετήσιας μεταβολής των διάφορων συνιστωσών της αποζημίωσης των στελεχών. Τα περισσότερο ανθεκτικά κέρδη είναι πιο χρήσιμη συνιστώσα για να αποφασίσει η επιτροπή το ποσό της αποζημίωσης. Ενώ οι Nwaeze et al. (2006) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με λιγότερο ανθεκτικά κέρδη, δίνουν λιγότερη σημασία στα κέρδη που σχετίζονται με τις ταμειακές ροές, για τον ορισμό της αποζημίωσης. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι αποφάσεις της επιτροπής αποζημιώσεων επηρεάζονται από την ανθεκτικότητα των κερδών.

Από τι εξαρτάται τώρα η διατηρησιμότητα των κερδών; Γενικά επικρατεί η παραδοχή ότι η διατηρησιμότητα των κερδών επηρεάζεται τόσο από τη θεμελιώδη απόδοση της επιχείρησης όσο και από το λογιστικό σύστημα που επικρατεί, ωστόσο ο διαχωρισμός είναι δύσκολο να επιτευχθεί.

Ο Sloan (1996) για να διερευνήσει την διατηρησιμότητα των κερδών, αποσυντίθεσαι τα συνολικά κέρδη σε συστατικά έτσι ώστε να ελέγξει πιο από αυτά συμβάλλει περισσότερο στην διατηρησιμότητα τους. Συγκεκριμένα, χώρισε τα συνολικά κέρδη, σε δύο μέρη, στις ταμειακές ροές και στο σύνολο των δεδουλευμένων, και έφτασε στο συμπέρασμα ότι οι ταμειακές ροές είναι πιο ανθεκτικό συστατικό των κερδών σε σχέση με τα δεδουλευμένα. Μία εξήγηση που δίνει ο Sloan για την χαμηλή ανθεκτικότητα των δεδουλευμένων είναι ότι αποτελούν αποτέλεσμα της δυσκολίας μέτρησης αυτών μέσω του λογιστικού συστήματος που οφείλεται είτε στο τρόπο που τα δεδουλευμένα αντανakλούν την θεμελιώδη απόδοση, είτε στη διακριτική ευχέρεια του λογιστικού συστήματος.

Φυσικά η χαμηλή ανθεκτικότητα των δεδουλευμένων δε καθιστά αυτά άχρηστα. Τα αποτελέσματα απλά μας λένε ότι όταν τα κέρδη αποτελούνται κυρίως από δεδουλευμένα, τότε θα είναι λιγότερο ανθεκτικά από ότι όταν τα κέρδη αποτελούνται κυρίως από ταμειακές ροές. Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι τα δεδουλευμένα δε βελτιώνουν την ποιότητα των κερδών αλλά μπορούν να βελτιώσουν τη χρησιμότητα

των κερδών, καθώς τα κέρδη συνδέονται στενά με τις αποδόσεις των μετοχών παρά με τις ταμειακές ροές.

Εναλλακτικά, υπάρχουν και έρευνες που υποστηρίζουν ότι η κατώτερη ανθεκτικότητα των δεδουλευμένων σχετίζεται με τον ρυθμό αύξησης της βασικής απόδοσης. Για παράδειγμα οι Fairfield et al., (2003) υποστηρίζουν ότι υπάρχει φθίνουσα οριακή οικονομική απόδοση για την αύξηση των επενδύσεων, γεγονός που δείχνει ότι καθώς οι βιομηχανίες επεκτείνονται είναι δύσκολο να διατηρήσουν την ίδια τιμή πώλησης των εμπορευμάτων, έτσι οι τιμές πέφτουν, επηρεάζοντας στη συνέχεια τα περιθώρια κέρδους. Ερμηνεύοντας με αυτό τον τρόπο, ότι η ανάπτυξη μπορεί να μετατρέψει τα κέρδη σε λιγότερο ανθεκτικά.

Συνοψίζοντας, διερευνώντας μέσα από τη βιβλιογραφία την διατηρησιμότητα των κερδών ως υποκατάστατο της ποιότητας των κερδών, τα αποτελέσματα είναι μάλλον πιο περίπλοκα από ό, τι θα περιμέναμε. Ενώ τα κέρδη σε γενικές γραμμές φαίνεται να είναι μια λογική προσέγγιση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών, η υψηλή διατηρησιμότητα των κερδών εξαρτάται από τα συστατικά των κερδών.

#### 1.1.2. Δεδουλευμένα (*accruals*) :

Με τον όρο *accrual* στη λογιστική περιγράφεται ο ετεροχρονισμός που μπορεί να υπάρξει μεταξύ της αναγνώρισης ενός εσόδου/εξόδου και της αντίστοιχης ταμειακής ροής. Διακρίνονται στα *κανονικά ή μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (normal accruals)* που αντανακλούν τη θεμελιώδη απόδοση της επιχείρησης, είναι δηλαδή λογιστικής φύσεως ρυθμίσεις επί των ταμειακών ροών όπως υπαγορεύονται από τους λογιστικούς κανόνες και τα πρότυπα, και στα *διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (discretionary accruals)* που υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων και ως εκ τούτου το ύψος τους μπορεί να είναι ένδειξη του βαθμού στον οποίο τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ωραιοποιημένα. Γι αυτό ακριβώς το λόγο τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα είναι αυτά που συνήθως απασχολούν περισσότερο τους ερευνητές

Ο εντοπισμός τώρα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι δύσκολος επειδή τα μέτρα που λαμβάνονται από τα μοντέλα που υπολογίζονται τείνουν να συσχετίζονται θετικά με το επίπεδο των δεδουλευμένων γενικά. Η συσχέτιση αυτή εγείρει ανησυχίες για το κατά πόσο τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα αντικατοπτρίζουν τις στρεβλώσεις της λογιστικής ή αν, αντιθέτως, είναι αποτέλεσμα του ανεπαρκώς καθορισμού των μοντέλων των δεδουλευμένων. (Dechow et al.,

2010)

Πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί με τον υπολογισμό των δεδουλευμένων. Το μοντέλο που έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως είναι αυτό της Jones (1991), το οποίο χρησιμοποιώ και εγώ στο εμπειρικό μέρος της εργασίας για να ελέγξω τυχόν χειραγώγηση κερδών μέσω της ποιότητας των δεδουλευμένων. Σκοπός του υποδείγματος είναι να αναγνωρίσει τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν το ύψος των κανονικών δεδουλευμένων. Σύμφωνα με την Jones τα δεδουλευμένα είναι συνάρτηση της μεταβολής των πωλήσεων από τη μία χρονιά στην άλλη και του μεγέθους των παγίων. Τα κατάλοιπα της συνάρτησης αποτελούν τα διαφοροποιημένα δεδουλευμένα, το ύψος των οποίων επηρεάζει την ποιότητα των κερδών. (συνάρτηση (1), σελ. 64)

Οι Dechow et al. (1995) τροποποίησαν το μοντέλο της Jones έτσι ώστε να ληφθούν υπόψη οι πωλήσεις επί πιστώσει οι οποίες συχνά χειραγωγούνται. Έτσι το εν λόγω μοντέλο αντικαθιστά την μεταβλητή “μεταβολή των πωλήσεων” με τη “μεταβολή των ταμειακών πωλήσεων”. Η τροποποίηση αυτή βοηθά να αποδοθούν τα κατάλοιπα που δε θα σχετίζονται με τα αναμενόμενα έσοδα και θα αντικατοπτρίζουν καλύτερα την χειραγώγηση των κερδών αυξάνοντας έτσι την δύναμη του μοντέλου της Jones.

Οι Kothari et al. (2005) πρότειναν τρόπους για την καταπολέμηση των ανησυχιών σχετικά με τις συσχετίσεις ανάμεσα στις επιδράσεις και τα κατάλοιπα από το μοντέλο της Jones και το τροποποιημένο μοντέλο της Jones, λαμβάνοντας υπόψη τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα σε συνάρτηση με την απόδοση της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, προσπάθησαν να αντιστοιχήσουν την παρατήρηση μιας επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο έτος με την παρατήρηση μιας άλλης επιχείρησης της ίδιας βιομηχανίας για το έτος με το πιο κοντινό ROA. Αυτό το μοντέλο εφαρμόζεται όταν η απόδοση έχει σημασία για την έρευνα.

Οι Dechow και Dichev (2002) θεωρούν την λειτουργία των δεδουλευμένων με τις ταμειακές ροές, ως πρωταρχικής σημασίας και ως εκ τούτου, το μοντέλο των δεδουλευμένων θεωρείται ως συνάρτηση των τρεχουσών, παρελθουσών και μελλοντικών ταμειακών ροών γιατί τα δεδουλευμένα προβλέπουν τις μελλοντικές εισπράξεις. Η τυπική απόκλιση των καταλοίπων από το μοντέλο τους, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο της ποιότητας των κερδών. Έδειξαν επίσης ότι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες τυπικές αποκλίσεις έχουν λιγότερα ανθεκτικά κέρδη, μεγαλύτερο κύκλο λειτουργιών, υψηλότερα δεδουλευμένα, πιο ασταθείς ταμειακές ροές, δεδουλευμένα και κέρδη. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι εταιρίες με αυτά

τα χαρακτηριστικά είναι πιο πιθανόν να παρουσιάσουν σφάλμα στην εκτίμηση των δεδουλευμένων και συνεπώς χαμηλότερη ποιότητα δεδουλευμένων. Αυτό το μοντέλο όμως παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον εντοπισμό των στρεβλώσεων που προκαλούνται από τα μακροχρόνια δεδουλευμένα. Αυτό είναι ένας σημαντικός περιορισμός καθώς οι απομειώσεις των παγίων και της υπεραξίας πιθανότατα να αντικατοπτρίζουν χειραγώγηση κερδών ή στρεβλώσεις στη λογιστική διαδικασία.

Οι Francis et al. (2005a) τροποποίησαν και επέκτειναν το μοντέλο των Dechow και Dichev με δύο τρόπους. Αρχικά προτείνοντας ένα ευρύτερο μέτρο των δεδουλευμένων που περιλαμβάνει και τις αποσβέσεις και ο δεύτερος τρόπος είναι ότι αποσύνθεσαν την τυπική απόκλιση των καταλοίπων από το μοντέλο των δεδουλευμένων σε ένα έμφυτο στοιχείο που αντικατοπτρίζει το λειτουργικό περιβάλλον της επιχείρησης και σε ένα διαφοροποιούμενο στοιχείο που αντανακλά τη διαχειριστική επιλογή σε επίπεδο επιχείρησης. Για το λόγο αυτό μοντελοποιούν την ποιότητα των δεδουλευμένων ως συνάρτηση των προσδιοριστικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Και εδώ η τυπική απόκλιση των καταλοίπων είναι ένα μέτρο της ποιότητας των δεδουλευμένων, υψηλότερες τυπικές αποκλίσεις δείχνουν χαμηλότερη ποιότητα κερδών.

Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι τα κατάλοιπα από τα μοντέλα των δεδουλευμένων αντιπροσωπεύουν τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης ή τα λάθη της εκτίμησης, τα οποία μειώνουν τη χρησιμότητα της απόφασης για τους ενδιαφερόμενους και κατά συνέπεια τη ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων. Το μέτρο δηλαδή αυτό επιχειρεί να απομονώσει τη χειραγώγηση των κερδών ή το λάθος συστατικό των δεδουλευμένων. Η χρήση αυτών των μοντέλων έχει γίνει πλέον η αποδεκτή μεθοδολογία της λογιστικής που καταγράφει τη διακριτική ευχέρεια χωρίς αυτό να σημαίνει ότι είναι τέλεια. Παραλείπονται σημαντικές μεταβλητές που σχετίζονται με τη θεμελιώδη απόδοση και αυτό αποπνέει ανησυχία. Βλέπουμε ότι δεν υπάρχει έρευνα που να έχει καταλήξει σε ένα συμπέρασμα σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες των διαφοροποιημένων δεδουλευμένων και τις συνέπειες στα μελλοντικά κέρδη (Bowen et al., 2008).

### 1.1.3 Ομαλότητα των κερδών (*earnings smoothness*):

Η μεταβλητή αυτή εξετάζει αν τα κέρδη μεταξύ διαδοχικών χρήσεων παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ τους. Η μέτρηση της ομαλότητας βασίζεται κυρίως στις

λειτουργικές ταμειακές ροές και στις συνδιακυμάνσεις των κερδών ή των δεδουλευμένων. Το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό των κερδών είναι ένα αμφιλεγόμενο ζήτημα για την εμπειρική έρευνα όπως θα δούμε και στο 4ο κεφάλαιο. Η βασική παραδοχή μέσα από τη βιβλιογραφία, είναι ότι η ομαλότητα στα κέρδη τα καθιστά πιο αξιόπιστα σε σχέση με τις ταμειακές αποδόσεις, όσον αφορά την απόδοση της επιχείρησης και η λογιστική πληροφόρηση παρουσιάζει υψηλότερη ποιότητα.

Σύμφωνα με τους Beattie et al., (1994) η εξομάλυνση των κερδών βασίζεται στην υπόθεση ότι οι διοικήσεις λειτουργούν με σκοπό να μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους και ότι οι διακυμάνσεις και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι από τους πιο συνηθισμένους προσδιοριστικούς παράγοντες των μέτρων του κινδύνου της αγοράς. Αυτό όμως δεν είναι απόλυτο καθώς υπάρχει η αντίληψη ότι η “ομαλότητα” μπορεί να μην είναι κατ' ανάγκη ιδιότητα των κερδών ή αντικείμενο της διαδικασίας των δεδουλευμένων αλλά κατασκεύασμα των managers/διαχειριστών που έχουν στόχο να εμφανίσουν τα κέρδη με σταθερή αύξηση και μειωμένη αστάθεια, μειώνοντας έτσι τον επιχειρησιακό κίνδυνο. (εξετάζεται αναλυτικότερα στο 4ο κεφάλαιο).

Ακριβώς γι αυτό το λόγο οι εμπειρικές έρευνες εξετάζουν δύο ζητήματα. Πρώτον, ελέγχουν αν οι managers όταν έχουν την επιλογή να επηρεάσουν τα κέρδη, κάνουν επιλογές που οδηγούν σε μεγαλύτερη ομαλότητα κερδών. Στο θέμα αυτό, οι έρευνες είναι ουδέτερες, διερευνούν κατά πόσο οι λογιστικές επιλογές αντανακλούν το στόχο της ομαλότητας, αλλά όχι αν ο στόχος αυτός θα βελτιώσει την ποιότητα των κερδών. Και δεύτερον, αν η ομαλότητα των κερδών μιας επιχείρησης αντανακλά τις διακυμάνσεις στην ενημερότητα σχετικά με την θεμελιώδη απόδοση. Από τη μία πλευρά, τα πιο ομαλά κέρδη οδηγούν σε καλύτερη ενημέρωση για τη θεμελιώδη απόδοση της επιχείρησης, αλλά υπάρχει περίπτωση οι λογιστικές επιλογές να παρακινούνται από καιροσκοπικά κίνητρα και πιθανόν να μην βελτιώνεται η χρησιμότητα της απόφασης των κερδών (Dechow et al. 2010).

Χρειάζεται λοιπόν προσοχή γιατί οι λογιστικές επιλογές μπορεί να μην σκοπεύουν στην αύξηση της χρησιμότητας της απόφασης αλλά στην διαστρέβλωση της απόφασης αυτής. Για να εκτιμήσουμε λοιπόν την ομαλότητα ως ένα μέτρο της ποιότητας των κερδών, είναι σημαντικό να υπάρξει ένας τρόπος ώστε να διακρίνεται το τεχνητό συστατικό της ομαλότητας. Οι Tucker & Zarowin (2006) φτάνουν στο συμπέρασμα ότι η ομαλότητα των κερδών οδηγεί σε μεγαλύτερη ενημερότητα αν τα

δεδουλευμένα είναι ομαλά και υπολογίζεται ως η έκταση στην οποία οι μεταβολές των τρεχουσών αποδόσεων των μετοχών αντανακλά τα μελλοντικά κέρδη. Οι Collins et al. (1994) έδειξαν ότι το καθαρό αποτέλεσμα της εξομάλυνση των δεδουλευμένων, θα μπορούσε οδηγήσει σε μεγαλύτερη ενημερότητα αν τα δεδουλευμένα κατατάσσονται ομαλά, αλλά και σε μικρότερη εάν οι διαχειριστές ομαλοποιούν τεχνητά κέρδη. Είναι επιτακτική ανάγκη λοιπόν, τα μέτρα της ομαλότητας να διακρίνουν τη τεχνητή ομαλότητα.

Ολοκληρώνοντας μπορούμε να πούμε ότι τα δεδουλευμένα ή τα κέρδη που οδηγούν στην ομαλότητα δεν είναι μια σίγουρη ένδειξη μεγαλύτερης χρησιμότητας ή ανώτερης ποιότητας κερδών, γιατί τα ομαλά κέρδη, μπορεί να κρύβουν ή να καθυστερούν τη μέτρηση των αλλαγών στη βασική απόδοση, η οποία θα ήταν χρήσιμα αν αποκαλύπτονταν.

#### 1.1.4 *Ασύμμετρη επικαιρότητα και έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών (asymmetric timeliness and timely loss recognition):*

Συνδέεται κυρίως με ένα συντηρητικό λογιστικό σύστημα. Όταν υπάρχει συντηρητικότητα στις οικονομικές καταστάσεις η αναγνώριση των δυσάρεστων ειδήσεων είναι πιο αξιόπιστη από τις καλές ειδήσεις για τα κέρδη. Η σημαντικότερη έρευνα που ασχολήθηκε με αυτό το θέμα είναι αυτή του Basu (1997). Η συγκεκριμένη έρευνα φτάνει στο συμπέρασμα ότι αν τα κακά νέα αναγνωρίζονται πιο έγκαιρα από ότι μια καλή είδηση, τότε οι αρνητικές αλλαγές στα κέρδη θα είναι λιγότερο ανθεκτικές και έχουν τη τάση να αντιστραφούν περισσότερο από θετικές αλλαγές στα κέρδη. Γενικά οι οικονομικές καταστάσεις που διέπονται από συντηρητικότητα θεωρούνται υψηλής λογιστικής ποιότητας.

Το πιο κοινό μέτρο της ασύμμετρης επικαιρότητας, που χρησιμοποιεί και ο Basu, βασίζεται στις αποδόσεις, όπου γενικά θεωρούνται ότι προηγούνται της αναγνώρισης των ζημιών στα κέρδη. Η ανησυχία με αυτού του είδους τα μέτρα, είναι ότι μιλούν για την ικανότητα των αποδόσεων να αντανακλούν τις πληροφορίες που αφορούν στη σχετική αξία αλλά και την ποιότητα των κερδών στην αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων. Η σχετική αξία καταγράφει την ιδέα ότι τα κέρδη είναι υψηλής ποιότητας, αν είναι σε θέση να εξηγήσουν τη τιμή αγοράς της επιχείρησης και/ ή τις αποδόσεις της αγοράς.

Ένα δεύτερο ζήτημα που σχετίζεται με τις αποδόσεις ως υποκατάστατο της ποιότητας των κερδών και πρέπει να προσέξουμε, είναι ότι οι αποδόσεις αντανακλούν όλες τις



πληροφορίες και όχι μόνο τις πληροφορίες για τα κέρδη (Givoly et al., 2007). Αν οι λογιστικές πρακτικές, που οδηγούν σε πιο έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών στα κέρδη, συσχετίζονται με την τότε παραγωγή ή την διάδοση των εναλλακτικών πηγών πληροφόρησης, τότε το μέτρο της ασύμμετρης επικαιρότητας που βασίζεται στις αποδόσεις, καταγράφει την ασυμμετρία όχι μόνο στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση, αλλά και στη διαθεσιμότητα των πληροφοριών. Επίσης το μέτρο αυτό είναι προβληματικό σε έρευνες μεταξύ διάφορων χωρών καθώς είναι πιθανόν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις δομές της αγοράς και στη ροή των πληροφοριών (Dietrich et al. 2007) υποδηλώνουν ότι το μέτρο αυτό είναι κάπως μεροληπτικό.

Η ασύμμετρη επικαιρότητα (asymmetric timeliness) εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εφαρμογή των λογιστικών προτύπων είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά. Οι Garcia Lara et al. (2009) βρήκαν μία θετική συσχέτιση μεταξύ της έγκαιρης αναγνώρισης των ζημιών και των χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης που συνήθως συνδέονται με τον αποτελεσματικό έλεγχο. Ενώ οι Chung & Wynn (2008) βρήκαν ότι η ασφαλιστική κάλυψη αστικής ευθύνης συνδέεται αρνητικά με την έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών, δηλαδή όσο πιο υψηλά είναι τα ασφαλιστικά έξοδα τόσο πιο αυστηρά πρέπει να είναι τα μέτρα για την άμεση αναγνώριση των ζημιών. Παρόλο που τα ευρήματα αυτά είναι σημαντικά, η χρήση τους για αξιολόγηση της ασύμμετρης επικαιρότητας ως υποκατάστατο της ποιότητας των κερδών είναι περιορισμένη.

Τέλος, η έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών έχει ένα ενδογενή συστατικό που σχετίζεται με τα κίνητρα αναφοράς των επιχειρήσεων και δεν καθοδηγείται αποκλειστικά από το λογιστικό σύστημα μιας χώρας. Υποθέτοντας ότι οι διαχειριστές ανταποκρίνονται στη ζήτηση των επενδυτών για χρησιμότητα, μελέτες δείχνουν ότι οι αγορές των μετοχών αντιλαμβάνονται την ασύμμετρη επικαιρότητα ως τη βελτίωση της ποιότητας των κερδών αλλά δεν παρέχουν κανένα στοιχείο σχετικά με το εάν η ασύμμετρη επικαιρότητα βελτιώνει τη διαδικασία της απόφασης (Pae et al., 2005).

#### 1.1.5. Κατάκτηση ενός συγκεκριμένου στόχου (*Target Beating*):

Συνδέεται άμεσα με την προβλεψιμότητα η οποία περιλαμβάνει την έννοια του ότι τα κέρδη είναι υψηλής ποιότητας όταν μπορούν να προβλεφθούν (Burgstahler and Dichev, 1997). Οι οικονομικοί αναλυτές για να αξιολογήσουν μία επιχείρηση συχνά θέτουν ένα ύψος κερδών που θεωρούν ικανό για το μέγεθος και τη λειτουργία της επιχείρησης, αν η επιχείρηση πετύχει το επίπεδο αυτό των κερδών που έχει

προβλεφθεί θεωρείται ότι παρουσιάζει υψηλής ποιότητας λογιστική πληροφόρηση.

Το φαινόμενο αυτό όμως δεν αποτελεί πάντα μέτρο της ποιότητας των κερδών καθώς πολλές φορές οι διαχειριστές/managers στη προσπάθεια τους να πετύχουν μία πρόβλεψη κάποιου αναλυτή, υπάρχει πιθανότητα να προβούν σε διαδικασίες χειραγώγησης κερδών. Είναι λογικό λοιπόν οι managers να προσπαθήσουν να “ανταποκριθούν” σε αυτές τις προσδοκίες ακόμα και με αθέμιτα μέσα.

Η βιβλιογραφία για να διερευνήσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες αυτού του φαινομένου, περιλαμβάνει τρεις τύπους αναλύσεων. Το πρώτο είδος δείχνει ότι τα εργαλεία που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να παράγουν κέρδη που απλά τηρούν ή ξεπερνούν ένα στόχο είναι σύμφωνα με τη θεωρία της χειραγώγησης κερδών όπως διαχείριση φόρου, διαχείριση της δημιουργίας και της αναστροφής της αναδιάρθρωσης των δεδουλευμένων, διαχείριση της ταξινόμησης των στοιχείων που εμπίπτουν στη κατάσταση αποτελεσμάτων (Dhaliwal et al., 2004). Το δεύτερο είδος ανάλυσης βρίσκει μία σχέση μεταξύ της κατάκτησης του στόχου και τα κίνητρα της αγοράς μετοχών για να καλύψει ή να νικήσει ένα στόχο, όπου τα κίνητρα της αγοράς μετοχών απορρέουν από την ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης (Matsumoto, 2002) ή την αποζημίωση των managers (Cheng and Warfield, 2005). Το τρίτο είδος ανάλυσης βρίσκει μία σχέση μεταξύ της κατάκτησης του στόχου και τις ευκαιρίες των επιχειρήσεων να ανταποκριθούν σε ένα στόχο.

Βέβαια τα παραπάνω δεν είναι απόλυτα. Οι Beaver et al.(2007) προτείνουν ότι η συσσώρευση των αποκλίσεων των κερδών γύρω από το μηδέν μπορεί να εξηγηθεί από τους ασύμμετρους φόρους και όχι από τις ευκαιριακές αλλαγές, ενώ οι Durtschi & Easton (2005, 2009) δείχνουν ότι το φαινόμενο αυτό μπορεί να εξηγηθεί από τις στατιστικές και από τη προκατάληψη του δείγματος σε θέματα που σχετίζονται με τη κλιμάκωση στη τιμή. Γενικά λοιπόν το σύνολο των αποδεικτικών στοιχείων που δείχνουν ότι η χρήση των μικρών κερδών ως μέτρο της χειραγώγησης των κερδών γενικότερα είναι αβάσιμα.

Όσον αφορά τώρα τις συνέπειες που δημιουργεί η κατάκτηση ενός συγκεκριμένου στόχου, τα στοιχεία είναι αντιφατικά. Από τη μία πλευρά, οι Gleason & Mills (2008) έδειξαν ότι όταν η κατάκτηση ενός στόχου συνδέεται με τη μείωση του φόρου, μειώνοντας έτσι τις θετικές συνέπειες στην αγορά είτε λόγω της μειωμένης ποιότητας είτε λόγω της μείωσης των φόρων που είναι μια πιο προφανής και ανιχνεύσιμη μορφή χειραγώγησης των κερδών. Από την άλλη πλευρά τώρα, σύμφωνα με τους Kasznik & McNickols (2002) η επίτευξη των προσδοκιών για τα κέρδη με βάση τις προβλέψεις

των αναλυτών να οδηγήσει σε υψηλότερες αποτιμήσεις των επιχειρήσεων.

## 1.2 ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ

Υπάρχει έντονα η πεποίθηση ότι η ανταπόκριση των επενδυτών για τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι μια άμεση ένδειξη υψηλής ποιότητας των κερδών (ή καλύτερα της ενημερότητας που προσφέρουν τα κέρδη). Αυτό στηρίζεται στη λογική ότι οι επενδυτές όταν ανταποκρίνονται στα οικονομικά αποτελέσματα μιας επιχείρησης και θέλουν να συνεργαστούν μαζί της, σημαίνει ότι θεωρούν ότι τα δημοσιευμένα κέρδη αντικατοπτρίζουν την πραγματικότητα. Οι περισσότερες έρευνες χρησιμοποιούν το συντελεστή απόκρισης κερδών (ERC) ή το  $R^2$  από το μοντέλο κέρδη-αποδόσεις για να εξετάσουν την ανταπόκριση των επενδυτών στα κέρδη (Holthausen and Verrecchia 1988).

Αρχικά οι Beaver (1968) και οι Ball & Brown (1968) έδειξαν ότι οι ειδήσεις που αφορούν τα κέρδη, συσχετίζονται με διάφορα χαρακτηριστικά της αγοράς μετοχών, όπως είναι ο όγκος των συναλλαγών και η αστάθεια στις αλλαγές γύρω από τις ανακοινώσεις για τα κέρδη, που προκύπτουν όταν οι επενδυτές αλλάζουν τις αποτιμήσεις των μετοχών τους. Οι πληροφορίες που δίνουν τα κέρδη συσχετίζονται με τις πληροφορίες που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές στις αποφάσεις τους για την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων τους.

Το πώς ανταποκρίνονται οι επενδυτές στα κέρδη επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες που αναφέρονται παρακάτω.

### 1.2.1. Προσδιοριστικοί παράγοντες της ανταπόκρισης των επενδυτών στα κέρδη.

Οι Liu & Thomas (2000) παρέχουν αποδείξεις για τη χρήση του ERC ως άμεσο προσδιοριστικό παράγοντα της ανταπόκρισης των επενδυτών στα δημοσιευμένα κέρδη. Πρόβλεψαν και βρήκαν ότι το ERC (εκτίμηση του συντελεστή) και το  $R^2$  της παλινδρόμησης του ERC είναι υψηλά όταν η συσχέτιση μεταξύ απρόσμενων κερδών και αναθεωρημένων προβλέψεων είναι υψηλή. Έτσι αν τα απροσδόκητα κέρδη της τρέχουσας περιόδου προσφέρουν ενημερότητα στους αναλυτές προκαλώντας αναθεώρηση στις προβλέψεις τους, τότε τα κέρδη είναι υψηλής ποιότητας και το ERC είναι επίσης υψηλό.

Αναφέρουν όμως ότι είναι σημαντικό να προσέξουμε ορισμένα χαρακτηριστικά του δείγματος και συγκεκριμένα την ετερογένεια που μπορεί να υπάρξει στη συσχέτιση ανάμεσα στα απροσδόκητα κέρδη και στις αναθεωρήσεις των προβλέψεων, που

αποδίδει χαμηλές τιμές στο  $R^2$  της παλινδρόμησης εξαιτίας αυτής της ετερογένειας. Επίσης, είναι σημαντικό να υπογραμμίσουμε ότι ο ορισμός των Liu και Thomas για το ERC ως “ποιότητα” αφορά μόνο την χρησιμότητα που προσφέρει ο συντελεστής αυτός στην αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Δεν μπορούν οι συγγραφείς να σχολιάσουν τις συγκεκριμένες διαστάσεις της ποιότητας, όπως το αν η ποιότητα έχει διαβρωθεί λόγω χειραγώγησης κερδών ή λόγω της χαμηλής ανθεκτικότητας που παρουσιάζουν τα κέρδη. Ως εκ τούτου δεν θα πρέπει το ERC να ερμηνευθεί ως η κατάλληλη προσέγγιση για να ελέγξουμε όλες τις προβλέψεις για τους καθοριστικούς παράγοντες και τις συνέπειες συγκεκριμένων διαστάσεων της ποιότητας.

Υπάρχουν όμως και στοιχεία που δεν γίνονται άμεσα αντιληπτά (όπως προηγούμενος το ERC) αλλά επηρεάζουν εξίσου την ανταπόκριση των επενδυτών στα κέρδη. Αυτά τα στοιχεία είναι:

α) Λογιστικές Μέθοδοι: Εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ των κερδών που υπολογίζονται με διάφορες μεθόδους λογιστικής και των ERCs, υποθέτουμε ότι όσο πιο θετικά συσχετισμένες είναι με το ERC τόσο περισσότερο χρήσιμες είναι οι μέθοδοι αυτές για τους επενδυτές. Αυτό επιβεβαιώνεται και από ορισμένες έρευνες όπως αυτή των Hanlon et al. (2008) όπου διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις που στρέφονται στη λογιστική σε δεδουλευμένη βάση για τις φορολογικές τους δηλώσεις, παρουσιάζουν μία μείωση στη ποιότητα των κερδών. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η διακριτική ευχέρεια των managers δε χρησιμοποιείται σωστά έχοντας ως σκοπό να αυξηθεί η ενημερότητα που προσφέρουν οι δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις. Επίσης, οι Lev και Zarowin (1999) πρότειναν ότι η συντηρητικότητα στα λογιστικά πρότυπα που σχετίζονται με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, εξηγεί τη μείωση του ERC, ενώ οι Givoly & Hayn (2000) προτείνουν την αύξηση της εύλογης λογιστικής αξίας (π.χ. απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων και η αναγνώριση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων), η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναγνώριση των πιο παροδικών απωλειών στα κέρδη.

β) Ποιότητα ελέγχου και διακυβέρνησης: χωρίς αμφιβολία οι ελεγκτές προσφέρουν μία χρήσιμη υπηρεσία η οποία μάλιστα απαιτείται από τους επενδυτές. Υψηλότερη ποιότητα ελέγχου και διακυβέρνησης παρέχει μεγαλύτερη αξιοπιστία στις οικονομικές καταστάσεις, οπότε οι καλύτεροι ελεγκτές μπορεί να σχετίζονται με υψηλότερα ERCs (Teoh and Wong, 1993). Βλέπουμε δηλαδή ότι οι ελεγκτές είναι ένας σημαντικός παράγοντας των πληροφοριών που προσφέρουν τα δημοσιευμένα

κέρδη.

γ) Θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης: Μια σειρά σύγχρονων μελετών (λίγες όμως στον αριθμό) όπως αυτή των Kormendi and Lipe, 1987 δείχνουν ότι τα ERCs σχετίζονται θετικά με τη διατηρησιμότητα των κερδών και αυτό γιατί τα πιο ανθεκτικά κέρδη έχουν μεγαλύτερες συνέπειες στις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές που συνδέονται με τη θεμελιώδη απόδοση της επιχείρησης. Βέβαια αυτά τα αποτελέσματα παρέχουν μόνο πολύ έμμεσα στοιχεία για ERCS ως υποκατάστατο της ποιότητας των κερδών. Πιο άμεσα στοιχεία προσφέρει η έρευνα του Ahmed (1994) ο οποίος μέτρησε τη σχέση μεταξύ των ERCs και των χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων συμπεριλαμβανομένου τον ανταγωνισμό, τη διάρθρωση κόστους και την ανάπτυξη. Θεωρεί τις δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη ως μέσα για την μέτρηση του αντίκτυπου που έχει η θεμελιώδης απόδοση στην ενημερότητα των κερδών οπότε όσο περισσότερα είναι τα χρήματα που ξοδεύει η επιχείρηση για έρευνα και ανάπτυξη τόσο υψηλότερη θα είναι και η ανταπόκριση των επενδυτών. Τέλος, οι Imhoff & Lobo (1992) τεκμηρίωσαν την αρνητική σχέση μεταξύ της διασποράς των προβλέψεων των αναλυτών και των ERCs. Ερμηνεύουν τη διασπορά των προβλέψεων των αναλυτών, ως μέτρο της αβεβαιότητας που συνδέεται με τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης και βρήκαν ότι οι αβέβαιες δραστηριότητες των επιχειρήσεων σχετίζονται με χαμηλότερη ποιότητα κερδών.

δ) Μόχλευση: Σύμφωνα με τους Dhaliwal et al. (1991) και Core & Schrand (1999) η μόχλευση δε φαίνεται να επηρεάζει την ενημερότητα των κερδών, αλλά τις αντιδράσεις στην απόδοση που είναι το άλλο στοιχείο του ERC. Η σχέση της μόχλευσης και των ERCs φαίνεται να προκύπτει από τη μεταβολή του ρυθμού κεφαλαιοποίησης των νέων κερδών στη τιμή ως συνάρτηση της μόχλευσης. Οι Plummer & Tse (1999) διαπίστωσαν ότι τα ERCs μειώνονται με την αύξηση του κινδύνου αθέτησης για τις αποδόσεις των μετοχών αλλά το αντίθετο αποτέλεσμα ισχύει για τις αποδόσεις ομολόγων.

Τέλος, υπάρχουν μελέτες που δείχνουν ότι και άλλες πληροφορίες εκτός των κερδών (όπως τα περιουσιακά στοιχεία, οι υποχρεώσεις, τα ίδια κεφάλαια) είναι χρήσιμες καθώς συμπληρώνουν και βελτιώνουν τη διαδικασία της λήψης αποφάσεων. Για παράδειγμα, οι Hanlon et al. (2005) θεωρούν ότι το λογιστικό εισόδημα και το φορολογητέο εισόδημα έχουν αυξητική επεξηγηματική δύναμη μεταξύ τους, στο να εξηγούν τις αποδόσεις. Βλέπουμε λοιπόν ότι καλό είναι να μην κοιτάμε μόνο τα κέρδη μιας εταιρείας αλλά και άλλα στοιχεία ώστε να έχουμε μια σφαιρική άποψη.

### 1.3 ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΑΝΑΚΡΙΒΕΙΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ

Οι εξωτερικοί αυτοί δείκτες μπορεί να είναι είτε εκούσιοι (π.χ. χειραγώγηση κερδών), είτε ακούσιοι (π.χ. λάθη στις οικονομικές καταστάσεις). Αφορούν την απομόνωση της ανακρίβειας ως μια ιδιαίτερη διάσταση της ποιότητας των κερδών. Αυτή η προσέγγιση παρουσιάζει το πλεονέκτημα ότι οι καθοριστικοί παράγοντες και οι συνέπειες των ανακρίβειών είναι πιθανόν να είναι διαφορετικές από εκείνες των προβλημάτων που σχετίζονται με την ποιότητα της σωστής εφαρμογής του λογιστικού συστήματος. Επίσης, ο ερευνητής δε χρειάζεται να κατασκευάσει κάποιο μοντέλο για τον προσδιορισμό των ανακρίβειών αυτών απλά πρέπει παρατηρεί κάποια περιστατικά. Το μειονέκτημα όμως που αντιμετωπίζει αυτή η μέθοδος είναι ότι μπορεί να προκύψει μια προκατάληψη για τα κριτήρια επιλογής που χρησιμοποιούνται από το εξωτερικό της επιχείρησης (Dechow et al., 2010).

Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν κυρίως τρεις εξωτερικοί παράγοντες που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε για να προσεγγίσουμε και να ελέγξουμε μέσω αυτών την ποιότητα των κερδών και αναφέρονται στη συνέχεια:

1.3.1. *Επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ουσιαστική εφαρμογή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAER).* Συνήθως οι εταιρείες εδώ παρουσιάζουν ανακρίβειες ή υπερβολικές αποδοχές καθώς επίσης υπάρχουν περιπτώσεις όπου η διοίκηση υπερεκτιμά τα έσοδα, τα αποθέματα και άλλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές, συμμετέχοντας έτσι στην εκ προθέσεως παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων, που είναι και ο ορισμός της απάτης (Bonner et al., 1998).

Οι περισσότερες έρευνες υποστηρίζουν ότι τα AAERs είναι μια ένδειξη της χειραγώγησης των κερδών (ή αλλιώς κακής ποιότητας κερδών). Οι προσδιοριστικοί παράγοντες που εμπλέκονται με αυτό το ζήτημα είναι οι εξής:

- Αποζημίωση των διευθυντών ή αμοιβές του Διοικητικού Συμβουλίου: υπάρχει περίπτωση οι managers να χειραγωγούν τα κέρδη, προκειμένου να επηρεάσουν τις αντιλήψεις των επενδυτών και τη διατηρησιμότητα των τρεχουσών τιμών των μετοχών η οποία με τη σειρά της θα μπορούσε να επηρεάσει την αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης των μετοχών και τα επιδόματα που συχνά αποτελούν σε μεγάλο βαθμό την αποζημίωση των διαχειριστών. Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κίνητρο χειραγώγησης των κερδών όταν οι αμοιβές των managers εξαρτώνται από τα

δημοσιευμένα κέρδη (Dechow et al. 1996).

- Συμβόλαια χρέους (Debt Covenants): οι χειραγωγημένες εταιρίες έχουν υψηλότερα ποσοστά μόχλευσης και είναι πιο πιθανόν να παραβιάσουν τις ρήτρες των συμβολαίων χρέους, κατά την διάρκεια και μετά την περίοδο χειραγώγησης (Dechow et al. 1996).
- Κίνητρα κεφαλαιαγοράς: η ανάγκη για αύξηση της χρηματοδότησης από τις τράπεζες σε πιο καλές τιμές μπορεί να οδηγήσει σε παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων. Πολλές επιχειρήσεις στη προσπάθειά τους να πάρουν δάνειο με ευνοϊκότερους όρους παρουσιάζουν μια σχετική κερδοφορία που ίσως να μην είναι πραγματική. Σύμφωνα με τους Dechow et al. (1996) οι χειραγωγημένες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερες εκ των προτέρων εξωτερικές απαιτήσεις χρηματοδότησης και υψηλότερες εκ των υστέρων εξωτερικές χρηματοδοτικές δραστηριότητες από ότι οι μη χειραγωγημένες επιχειρήσεις.
- Εταιρική διακυβέρνηση: “καλύτερη” εταιρική διακυβέρνηση μειώνει τη πιθανότητα της χειραγώγησης των κερδών κι αυτό γιατί οι διαχειριστές/managers παρακολουθούνται πιο προσεκτικά με αποτέλεσμα να έχουν λιγότερες ευκαιρίες να παραποιήσουν τα αποτελέσματα (Beasley, 1996). Πρόσφατα ο έλεγχος έχει γίνει πιο συστηματικός καθώς οι ρυθμιστικές αρχές και τα χρηματιστήρια (και γενικά η κοινή γνώμη) απαιτούν οι επιχειρήσεις να έχουν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά διακυβέρνησης ως προϋπόθεση για να εισαχθούν.

Αυτά τα γεγονότα βέβαια έχουν συνέπειες τόσο για τους managers που μετά την αποκάλυψη των λογιστικών ανακρίβειών θα αναγκαστούν να παραιτηθούν ή θα απολυθούν (Feroz et al. 1991), όσο και για την ίδια την επιχείρηση στην οποία θα αποδοθούν νομικές κυρώσεις χάνοντας έτσι την αξιοπιστία και την “φήμη” της. Οι επενδυτές αντιδρούν αρνητικά στα νέα για ανακρίβειες κι αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αρνητική απόδοση των μετοχών και σε σημαντική μείωση της ανάλυση που ακολουθεί μετά την αποκάλυψη των λογιστικών ανακρίβειών (Dechow et al., 1996). Έτσι αναμένεται μια μείωση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών και αλλαγή στους όρους των εμπορικών συναλλαγών της εταιρείας με τους επενδυτές, τους πελάτες και τους προμηθευτές. Και οι ελεγκτές όμως θα έχουν κυρώσεις που δεν εντόπισαν τις ανακρίβειες και τα λάθη στις οικονομικές

καταστάσεις των εταιριών που έχουν αναλάβει να ελέγχουν (Feroz et al., 1991). Ο κίνδυνος προσφυγής για τους ελεγκτές είναι μεγαλύτερος όταν η απάτη εμφανίζεται συχνά στις εταιρίες τους ή όταν η απάτη προκαλείται από εικονικές συναλλαγές. Φυσικά οι μεγάλοι ελεγκτές είναι λιγότερο πιθανό να προσβληθούν από τη SEC (επιτροπή κεφαλαιαγοράς) κι αυτό γιατί σχετίζονται με λιγότερο ακραίες περιπτώσεις και/ή μπορούν να αντέξουν οικονομικά περισσότερους πόρους για να διαπραγματευτούν με την επιτροπή ώστε να καταφέρουν να μειωθούν οι ποινές τους.

1.3.2 *Επαναδιατυπώσεις*: Οι πλειοψηφία των ερευνών υποθέτουν ότι οι επαναδιατυπώσεις δείχνουν χειραγώγηση κερδών καθώς θεωρούνται ως σκόπιμες ανακρίβειες (Hennes et al., 2008) . Μπορούν να προκληθούν είτε από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, την εταιρεία είτε και από τον ίδιο τον ελεγκτή της εταιρείας και είναι κυρίως ένα μέτρο για τις σκόπιμες ανακρίβειες. Εκτός όμως από τις ανακρίβειες περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις που διορθώνουν τα λάθη ακούσια αλλά και αυτές που εφαρμόζουν νέες δηλώσεις αναδρομικά.

Οι επαναδιατυπώσεις αντανακλούν σύμφωνα με τους Hribar & Jenkins (2004) και Kravet & Shevlin (2010), τα λάθη που προκαλούν οι επενδυτές όταν αναθεωρούν τις πεποιθήσεις τους για την ακρίβεια των πληροφοριών που σχετίζονται με τα κέρδη της επιχείρησης. Έτσι, οι εν λόγω ερευνητές προσδιορίζουν την επίδραση στα κέρδη των πεποιθήσεων των επενδυτών για την ακρίβεια των πληροφοριών, ως σημαντικό χαρακτηριστικό των κερδών που επηρεάζει την χρησιμότητά στην απόφασή τους.

Οι παράγοντες που οδηγούν τις εταιρίες να επαναδιατυπώσουν τις εκθέσεις τους αναφέρονται παρακάτω:

- Αποζημιώσεις των managers: η ευαισθησία της επιλογής χαρτοφυλακίου από την CEO στην τιμή της μετοχής είναι σημαντική και θετικά συσχετισμένη με την πιθανότητα αναμόρφωσης των λογιστικών εκθέσεων. Δε θα έπρεπε όμως οι αμοιβές να σχετίζονται με την παρατηρούμενη ποιότητα των αναφερόμενων (και διορθωμένων) κερδών (Burns and Kedia, 2006).
- Διοικητικό συμβούλιο και ελεγκτές: Οι επιχειρήσεις που επαναδιατυπώνουν τις καταστάσεις τους, συνήθως έχουν Διευθύνων Σύμβουλο που υπηρετεί ως πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου ή είναι ο ιδρυτής της επιχείρησης. Όμως οι μη ελεγκτικές αμοιβές, οι οποίες



θεωρούνται ότι επηρεάζουν την ανεξαρτησία των ελεγκτών και ως εκ τούτου, μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ποιότητα ελέγχου, δεν συνδέονται με επαναδιατυπώσεις κατά μέσο όρο (Agrawal and Chadla, 2005).

Οι συνέπειες που προκύπτουν από τις επαναδιατυπώσεις είναι σημαντικές και αφορούν τόσο τους διευθυντές σε προσωπικό επίπεδο όσο και τις επιχειρήσεις γενικότερα. Οι διευθυντές (managers/ directors) βιώνουν μεγαλύτερο κύκλο εργασιών και είναι δύσκολο να βρουν δουλειά στο μέλλον (Srinivasan, 2005) ενώ η αξία της επιχείρησης μειώνεται δραματικά αφού μειώνεται ο μέσος όρος της προσαρμοσμένης στην αγορά απόδοσης (Palmrose et al., 2004). Επίσης αυξάνεται και η πιθανότητα της δικαστικής διένεξης με την επίδραση των αναδιατυπώσεων στα κέρδη και το δόλιο χαρακτήρα αυτής. Αναδιαμορφώσεις των οργανικών κερδών καθώς και αναδιαμορφώσεις που περιλαμβάνουν μεγαλύτερο αριθμό λογαριασμών, τείνουν να οδηγούν σε μια υψηλότερη πιθανότητα για αγωγές και την καταβολή μεγαλύτερων ποσών σε αυτούς που ασκούν προσφυγή στα δικαστήρια (Palmrose and Scholz 2004).

### 1.3.3. *Αδυναμίες του εσωτερικού ελέγχου*

Η ποιότητα του ελέγχου, όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών. Οι μελέτες έχουν δείξει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας του εσωτερικού ελέγχου και των διαφόρων μέτρων για την ποιότητα των κερδών όπως είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και η διατηρησιμότητα των κερδών. Όσο καλύτερα πραγματοποιείται ο εσωτερικός έλεγχος τόσο υψηλότερη είναι και η ποιότητα των κερδών που θα δημοσιεύσει η επιχείρηση. (Doyle et al., 2007a)

Επειδή όμως ο εσωτερικός έλεγχος δεν είναι τόσο αξιόπιστος, η Αμερική επέβαλε σε όλες τις επιχειρήσεις της, μεγάλες και μικρές, το νόμο Sarbanes Oxley γνωστό και ως SOX, με σκοπό να βελτιώσει τις χρηματοπιστωτικές πρακτικές και την εταιρική διακυβέρνηση. Η πλειοψηφία των μελετών που ασχολούνται με τις αδυναμίες του εσωτερικού ελέγχου ως υποκατάστατο των ανακριβειών στα κέρδη, διεξάγεται μετά την επιβολή του SOX.

Ο νόμος τέθηκε σε ισχύ το 2002 και ήταν υποχρεωτικός. Ψηφίστηκε ως αντίδραση σε μια σειρά από μεγάλα εταιρικά και λογιστικά σκάνδαλα καθώς αυτά τα σκάνδαλα κόστισαν στους επενδυτές δισεκατομμύρια δολάρια, όταν οι τιμές των μετοχών των θιγόμενων επιχειρήσεων κατέρρευσαν κλονίζοντας την εμπιστοσύνη του κοινού στις

αγορές αξιών της χώρας. Έπρεπε λοιπόν η εποχή των χαμηλών προδιαγραφών και ψευδών κερδών να τελειώσει με κάποιο τρόπο.

Σύμφωνα με τον νόμο του SOX η διοίκηση μιας επιχείρησης είναι υποχρεωμένη να πιστοποιεί την ακρίβεια των δημοσιευμένων οικονομικών πληροφοριών της ενώ οι κυρώσεις για δόλια οικονομική δραστηριότητα είναι με αυτό το τρόπο πιο σοβαρές. Απαιτεί εσωτερικούς ελέγχους για την εξασφάλιση των ανακριβειών των οικονομικών εκθέσεων και των γνωστοποιήσεων καθώς και την έγκαιρη αναφορά των ουσιαστικών αλλαγών στην οικονομική κατάσταση και ειδικά την ενίσχυση της αξιολόγησης από την επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς και των πρακτόρων των εταιρικών εκθέσεων. (Ge and McVay, 2005)

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεξαρτησίας των εξωτερικών ελεγκτών οι οποίοι εξετάζουν την ακρίβεια των εταιρικών οικονομικών εκθέσεων και αύξησε τον εποπτικό ρόλο των διοικητικών συμβουλίων. Όπως και κάθε άλλη κανονιστική απαίτηση έτσι και το SOX θα πρέπει να αντιμετωπίζεται μεθοδικά με σωστή ανάλυση και μελέτη. Και άλλες χώρες προχώρησαν στην εφαρμογή παρόμοιου νόμου.

Η έλλειψη αποκαλύψεων του εσωτερικού ελέγχου επηρεάζεται από τα κίνητρα του ελεγκτή να ανακαλύψει και να αποκαλύψει τις αδυναμίες του ελέγχου. Η σχέση μεταξύ των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου και των κινήτρων, επηρεάζουν την ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των αμοιβών και των αδυναμιών του εσωτερικού ελέγχου αλλά όχι κατά ανάγκη μεταξύ του εσωτερικού ελέγχου και της ποιότητας των κερδών (Hogan and Wilkins, 2008). Επιχειρήσεις με υψηλότερο κίνδυνο ελέγχου σχετίζονται με την οργανωτική πολυπλοκότητα ενώ οι σημαντικές οργανωτικές αλλαγές είναι πιο πιθανό να έχουν αδυναμίες εσωτερικού ελέγχου. Οι αδύναμες επιχειρήσεις επίσης φαίνεται να είναι πιο περιορισμένες σε πόρους ώστε να έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν σε σύστημα εσωτερικού ελέγχου (Doyle et al., 2007b). Οι συνέπειες από αυτό το φαινόμενο είναι ότι η αποκάλυψη των αδυναμιών συνδέεται με τις αρνητικές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών όπως επίσης και με τη μείωση των προβλέψεων των αναλυτών για αναθεωρήσεις και ες εκ τούτου έχουμε αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων.

Ο εσωτερικός έλεγχος (Internal Audit) σύμφωνα με τον Μέκος, K.Z., (2003) αποτελεί ανεξάρτητη Διεύθυνση μιας επιχείρησης η οποία προσφέρει τις υπηρεσίες της εξετάζοντας και εκτιμώντας τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Ο έλεγχος παρέχεται από το προσωπικό της επιχείρησης και διαφοροποιείται από τους εξωτερικούς

ελέγχους των ορκωτών λογιστών, των ρυθμιστικών, φορολογικών και λοιπών αρχών. Για να επιτευχθεί όμως και η ανεξαρτησία που είναι απαραίτητη, υπάρχει η οργανωτική δομή η οποία τοποθετεί τον εσωτερικό έλεγχο αμέσως μετά την διοίκηση έτσι με αυτό το τρόπο λογοδοτεί απευθείας και μόνο στην ανώτατη διοίκηση χωρίς να επηρεάζεται από τα επιμέρους τμήματα της επιχείρησης.

Στόχος του ελέγχου αυτού δεν είναι μόνο μια απλή συμμόρφωση με τους κανόνες, τις ρυθμίσεις και το ευρύτερο νομοθετικό πλαίσιο, αλλά και να εμπνεύσει αρχές, πρότυπα και αξίες στο εσωτερικό της επιχείρησης και να δημιουργήσει ασφάλεια στους ιδιοκτήτες αλλά και στο ευρύτερο επιχειρηματικό περιβάλλον. Αποτελεί μία διαδικασία με “διασφαλιστικό και συμβουλευτικό” χαρακτήρα. Η αποτελεσματικότητα του ελέγχου προσδιορίζεται από το βαθμό ετοιμότητας της διοίκησης ως προς τους στόχους που θέτει και από την ύπαρξη των αντίστοιχων συστημάτων ελέγχου που εξασφαλίζουν την επίτευξη των στόχων αυτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα των λογιστικών εκθέσεων που δημοσιεύουν οι εταιρίες και μπορούμε να τους χωρίσουμε σε έξι κατηγορίες. Είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τους αναγνώστες των οικονομικών εκθέσεων και γενικότερα των ενδιαφερόμενων σε μία εταιρεία. Έτσι η ποιότητα των κερδών εξαρτάται από:

#### 2.1 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ :

Αναφερόμαστε στα λειτουργικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης με την ευρεία έννοια που μας βοηθούν να ελέγξουμε την ποιότητα των κερδών λαμβάνοντας υπόψη τις θεμελιώδεις διαφορές στα χαρακτηριστικά των εταιρειών χωρίς να δούμε τα φαινόμενα καιροσκοπισμού. Τα χαρακτηριστικά αυτά συνδέονται συνήθως με την επιλογή των λογιστικών μεθόδων από τις εταιρίες που είναι ένα σχετικά διαφανή μέτρο. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι τα εξής:

- *Η απόδοση της εταιρείας (firm performance)*. Οι περισσότερες έρευνες που εξέτασαν τις μη αποδοτικές επιχειρήσεις φτάνουν στο συμπέρασμα ότι οι χαμηλές επιδόσεις συνήθως παρέχουν κίνητρα για συμμετοχή αυτών των εταιριών σε ενέργειες χειραγώγησης κερδών και προβαίνουν σε λογιστικές τακτικές ωραιοποίησης των κερδών, και ως εκ τούτου παρουσιάζουν χαμηλότερη ποιότητα κερδών (Petroni, 1992, DeFond and Park, 1997). Ενώ οι DeAngelo et al. (1994), προτείνουν ότι παρατεταμένη αδύναμη απόδοση μιας επιχείρησης μπορεί να περιορίσει τις ευκαιρίες για χειραγώγηση κερδών γιατί δε θα μπορούν να προβούν σε τεχνικές χειραγώγησης αν παρουσιάζουν συνέχεια μικρά κέρδη.
- *Χρέος (Debt)*. Τα επίπεδα του χρέους σχετίζονται με διάφορα μέτρα της ποιότητας των κερδών, όπως το εισόδημα που διευρύνει τις επιλογές των λογιστικών μεθόδων, την πώληση περιουσιακών στοιχείων που θεωρείται ως μια μορφή πραγματικής χειραγώγησης των κερδών, τις επαναδιατυπώσεις καθώς και τα στοιχεία με AAERs. Η υψηλότερη μόχλευση, αποτελεί ένδειξη ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει περιορισμούς με τα συμβόλαια χρέους που έχει υπογράψει (Watts and Zimmerman, 1986). Έτσι, οι διαχειριστές σε αυτές τις επιχειρήσεις δρουν με σκοπό την ενίσχυση του εισοδήματος τους ή χειραγωγούν τις οικονομικές καταστάσεις, έτσι ώστε να μην παραβιαστούν τα

συμβόλαια. Έτσι, η υψηλότερη μόχλευση μπορεί να σχετίζεται με χαμηλότερη ποιότητα κερδών (Bowen et al., 1981).

- *Ο βαθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων και οι επενδύσεις τους (Firm growth and investment)*. Όταν η ανάπτυξη μετριέται από την άποψη της αύξησης των πωλήσεων ή την αύξηση των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, τότε φαίνεται ότι η υψηλή ανάπτυξη των επιχειρήσεων παρουσιάζει μικρότερη διατηρησιμότητα των κερδών και επομένως χαμηλότερη ποιότητα κερδών (Nissim and Penman, 2001). Στα ίδια αποτελέσματα φτάνουμε και όταν η ανάπτυξη σχετίζεται με την κατάκτηση ενός οικονομικού στόχου (McVay et al., 2006) όπου οδηγούμαστε σε μία αρνητική σχέση ανάμεσα στην ανάπτυξη μιας επιχείρησης και στην ποιότητα των κερδών αυτής.
- *Το μέγεθος της επιχείρησης (Firm size)*. Τα στοιχεία που βρίσκουμε από τις διάφορες έρευνες στο θέμα αυτό, ποικίλουν και εξαρτώνται από τη φύση της επιλεγόμενης λογιστικής μεθόδου, το δείγμα που εξετάζεται καθώς και τα μέτρα που χρησιμοποιούνται κάθε φορά. Παλιότερες έρευνες πρόβλεπαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης να συνδέεται αρνητικά με την ποιότητα των κερδών, διότι στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις η μείωση του εισοδήματος οδηγεί σε επιλογές λογιστικών μεθόδων με αυστηρότερο πολιτικό / ρυθμιστικό έλεγχο (Watts and Zimmerman, 1986). Ωστόσο, πιο πρόσφατες μελέτες βρήκαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης συνδέεται θετικά με την ποιότητα των κερδών, λόγω των παγίων εξόδων που συνδέονται επαρκείς διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου επί των χρηματοοικονομικών εκθέσεων. Επίσης υπάρχει η άποψη ότι οι μικρές επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να έχουν εσωτερικές αδυναμίες στο σύστημα ελέγχου τους και ως εκ τούτου και χαμηλότερη ποιότητα κερδών (Ball & Foster, 1982).

## 2.2 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΥΠΟΒΟΛΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ

- *Λογιστικές μέθοδοι με την ευρεία έννοια*, όπου περιλαμβάνονται αρχές, εκτιμήσεις που σχετίζονται με τις λογιστικές αρχές, ή άλλες εκτιμήσεις (π.χ. λογιστικές παραδοχές σύνταξης των εκθέσεων). Σε γενικές γραμμές επικρατεί η άποψη ότι η δυνατότητα επιλογή της λογιστικής μεθόδου οδηγεί, κατά μέσο όρο, σε χαμηλότερη ποιότητα κερδών, λόγω του ότι οι managers κάνουν

ευκαιριακές επιλογές ενώ επιλογές που βελτιώνουν την ενημερότητα των κερδών (earnings informativeness) δεν έχουν μεγάλη υποστήριξη από τους ίδιους τους managers (Beidleman, 1973).

- *Άλλες πρακτικές υποβολής οικονομικών εκθέσεων συμπεριλαμβανομένης και της ταξινόμησης της οικονομικής κατάστασης και των ενδιάμεσων εκθέσεων.* Πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ευκαιριακά τη διακριτική τους ευχέρεια, ως προς την κατάταξη της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως, για να μετατοπίσουν τις δαπάνες σε άλλες κατηγορίες που θα μπορούσαν να εκληφθούν ως λιγότερο επίμονες έτσι ώστε να πληρούν τις προβλέψεις των αναλυτών. (McVay et al, 2006). Τα κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών είναι πιο έντονα όταν οι εκθέσεις δημοσιεύονται ανά δημοσιονομικό έτος, παρά ανά τρίμηνο σύμφωνα με τους Jacob & Jorgensen (2007). Οι συχνότερες οικονομικές εκθέσεις επηρεάζουν τη λήψη αποφάσεων και τις ενέργειες των ενδιαφερομένων μερών καθώς μπορούν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση αυξάνοντας την ποσότητα των πληροφοριών που διατίθενται στο κοινό. Η εθελοντική παροχή των οικονομικών πληροφοριών από την επιχείρηση, τείνει να επηρεάζει θετικά τις αντιλήψεις των επενδυτών, να μειώνει την αβεβαιότητα ελαχιστοποιώντας το χάσμα της πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης, των μετόχων και των άλλων ενδιαφερομένων, αυξάνοντας έτσι την αποτίμηση της εταιρείας (Renhui et al., 2012).
- *Λογιστικές εκθέσεις βασισμένες στις αρχές έναντι των κανόνων που βασίζονται στις μεθόδους.* Εννοιολογικά, ένα πιθανό πλεονέκτημα των αρχών που βασίζονται στα πρότυπα είναι ότι η άρση των εναλλακτικών λογιστικών χειρισμών δημιουργεί εκθέσεις κάτω από μια ενιαία αρχή που αντανακλούν την υποκείμενη απόδοση της εταιρείας και οδηγούν σε πιο κατατοπιστικές λογιστικές εκθέσεις, μειώνοντας έτσι τις ευκαιρίες για χειραγώγηση κερδών (Cuccia et al., 1995).

### 2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ

Συνδέεται θετικά με την ποιότητα των κερδών καθώς αναφερόμαστε στους μηχανισμούς παρακολούθησης της λογιστικής διαδικασίας από την ίδια την επιχείρηση. Οι μηχανισμοί αυτοί εκτελούνται στο εσωτερικό της επιχείρησης και περιλαμβάνουν τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου, τις διαδικασίες

εσωτερικού ελέγχου, τη διαχείριση των μετοχών της ιδιοκτησίας, την αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών, και τις διαχειριστικές αλλαγές (Jensen and Meckling, 1976).

Σύμφωνα με τον Μέκο (2003) όταν λέμε εταιρική διακυβέρνηση εννοούμε ένα σύνολο κανόνων που ρυθμίζουν τη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου σε σχέση με τους μετόχους της εταιρείας. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση και λειτουργία μιας εταιρείας αλλά και η ευαισθητοποίηση όλων των υπαλλήλων της εταιρείας για τη προστασία των έννομων συμφερόντων όλων των μετόχων της, μέσω της σωστής διαχείρισης των εμπιστευτικών πληροφοριών που περιέχονται στην κατοχή τους και της απαγόρευσης της χρήσης αυτών για την αποκόμιση ιδίου οφέλους.

Η γενική φιλοσοφία της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η λήψη των αποφάσεων με όσο πιο δημοκρατικό τρόπο γίνεται. Οι αποτελεσματικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης συνδέονται σημαντικά με την ποιότητα των οικονομικών εκθέσεων δεδομένου ότι μειώνουν την αβεβαιότητα και βελτιώνουν τη κοινωνική εικόνα της εταιρείας αυξάνοντας έτσι την αποτίμησή της. Η ύπαρξη ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο καθώς και η ύπαρξη μιας επιτροπής ελέγχου της λογιστικής διαδικασίας θα ενισχύσει την ποιότητα των πληροφοριών που δημοσιεύονται. Επηρεάζει την παρακολούθηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και αναμένεται να περιορίζει την ευκαιρία ή την ικανότητα ενός διευθυντή να χειραγωγεί τα έσοδα της επιχείρησης.

Ενώ το σύστημα του εσωτερικού ελέγχου περιλαμβάνει τις πολιτικές και τις διαδικασίες που θέτουν οι επιχειρήσεις με σκοπό να παρέχουν λογική επιβεβαίωση ότι οι στόχοι τους θα πραγματοποιηθούν οικονομικά, αποτελεσματικά και αποδοτικά. Οι ανωτέρω πολιτικές και διαδικασίες έχουν σαν στόχο την διατηρησιμότητα της αξιοπιστίας και της ακεραιότητας των πληροφοριών που κατέχουν (Καζαντζής, 2006).

#### 2.4. ΕΛΕΓΚΤΕΣ

Οι ελεγκτές συμβάλλουν στην ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης καθώς προσπαθούν να μετριάσουν τις εκούσιες και ακούσιες ανακρίβειες. Η ικανότητα του ελεγκτή να μετριάσει τις ανακρίβειες είναι συνάρτηση της ικανότητας του να ανιχνεύει τις ουσιώδεις ανακρίβειες και να τις ρυθμίζει ή να τις αναφέρει (DeAngelo, 1981). Ποιο από τα δύο όμως θα ακολουθήσει εξαρτάται από παράγοντες όπως ο κίνδυνος της ασκήσεως προσφυγής, το κόστος που θα έχει στη φήμη του, και

την ανεξαρτησία των ελεγκτών.

Στην βιβλιογραφία με τον όρο ελεγκτές αναφέρονται οι εξωτερικοί ελεγκτές και συνδέονται θετικά με την ποιότητα των κερδών, γιατί σε αντίθεση με τους εσωτερικούς ελεγκτές που εξαρτώνται από την ελεγχόμενη επιχείρηση είναι δηλαδή κατά κάποιο τρόπο υπάλληλοι της, συμβάλλουν στην ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα που πρέπει να επιδεικνύει ο έλεγχος.

Πράγματι, ο έλεγχος μιας επιχείρησης από μεγάλους και καταξιωμένους ελεγκτές, αντικατοπτρίζει την αποφασιστικότητα και την πρόθεση της εταιρείας να δεσμευτεί για την υψηλή ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που προσφέρει και να παράσχει στους ενδιαφερόμενους αποκλειστικές πληροφορίες, μειώνοντας έτσι τα περιθώρια για παραποίηση της λογιστικής διαδικασίας (Palea, 2007). Οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους (Big-X όπως ονομάζονται) ελεγκτές έχουν σημαντικά χαμηλότερα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα από τις υπόλοιπες (Becker et al. 1998, Iatridis, 2012).

Τα χρήματα που καταβάλλονται για να πραγματοποιηθεί ένας έλεγχος καθώς και η θητεία του ελεγκτή είναι λογικό να συσχετίζεται θετικά με την εμπειρία που έχει, και ως εκ τούτου, και με την ικανότητα να ανιχνεύει τις λανθασμένες ενέργειες. Υπάρχει περίπτωση όμως η εμπειρία να συνδέεται αρνητικά με την ανεξαρτησία των ελεγκτών καθώς μειώνονται τα κίνητρα αναφοράς (DeAngelo, 1981). Η σχέση τώρα της αμοιβής των ελεγκτών και της ποιότητας των δεδουλευμένων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το είδος των αμοιβών, το δείγμα των επιχειρήσεων, καθώς και το μέτρο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων (Frankel et al., 2002).

## 2.5 ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Κατά πόσο μία επιχείρηση παρουσιάζει τα οικονομικά της στοιχεία με αντικειμενικότητα εξαρτάται από τα κίνητρα που τις προσφέρει η κεφαλαιαγορά για να το κάνει. Τα κίνητρα αυτά επηρεάζουν κυρίως της λογιστικές επιλογές μιας επιχείρησης, και κατά συνέπεια, την ποιότητα των λογιστικών εκθέσεων της. Διακρίνουμε δύο περιπτώσεις:

- 1) *Όταν οι επιχειρήσεις αυξάνουν το κεφάλαιό τους.* Σύμφωνα με τους Dechow et al., (1996), οι δραστηριότητες άντλησης κεφαλαίων συχνά συνδέονται με φαινόμενα χειραγώγησης των κερδών. Ένας λόγος είναι γιατί η μεγαλύτερη χρησιμότητα που σχετίζεται με τη διαθεσιμότητα ή την τιμή του κεφαλαίου, υπάρχει πιθανότητα να αυξήσει τα οφέλη από καιροσκοπικές λογιστικές



επιλογές. Οι επιχειρήσεις πρέπει να δίνουν ορισμένη βαρύτητα στις λογιστικές τους επιλογές καθώς μπορεί να έχουν μακροπρόθεσμες συνέπειες, όπως μειωμένη αξιόπιστη φήμη στην υποβολή των εκθέσεων τους. Η φήμη μιας επιχείρησης για την ποιότητα των εκθέσεων που δημοσιεύει, είναι ένα πολύ ευαίσθητο σημείο, μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά ακόμα και από ένα συμβάν καιροσκοπικής λογιστικής επιλογής, το οποίο με τη σειρά του μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποτίμηση των μετοχών της επιχείρησης λόγω της μειωμένης αξιοπιστίας. Τα κίνητρα για αποτιμήσεις στην αγορά των μετοχών επηρεάζουν κυρίως τις επιλογές στα δεδουλευμένα.

- 2) Όταν οι επιχειρήσεις προσπαθούν να πετύχουν ένα συγκεκριμένο στόχο στα κέρδη τους. Οι στόχοι αναμφίβολα παρέχουν κίνητρα για χειραγώγηση κερδών (Roychowdhury, 2006). Όταν οι managers προσπαθούν να ανταπεξέλθουν σε μία πρόβλεψη των αναλυτών, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να ωραιοποιήσουν λίγο έως πολύ τα αποτελέσματα που δημοσιεύει η εταιρεία.

## 2.6 ΔΙΑΦΟΡΟΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Εδώ αναφερόμαστε σε παράγοντες που δε μπορεί να ελέγξει μια επιχείρηση αλλά είναι μεταβλητές που αφορούν τη χώρα γενικότερα. Πολλές είναι έρευνες που χρησιμοποιούν τέτοιου είδους μεταβλητές όπως είναι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις, η φορολογική και μη φορολογική ρύθμιση που συνδέονται με τις λογιστικές επιλογές, η προστασία των επενδυτών και η αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος.

Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις θεωρείται ως ο πιο σημαντικός εξωτερικός παράγοντας διότι είναι πιθανό να είναι αρκετά δεσμευτικές για τις επιχειρήσεις και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να συνδέονται συχνά με την χειραγώγηση των κερδών. Αυτό όμως εξαρτάται και από το επίπεδο της ανάπτυξης μιας χώρας. Σε χώρες όπου οι αγορές μετοχών ευθύνονται για ένα μεγάλο ποσοστό του ΑΕΠ, οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να αυξήσουν τα κεφάλαια τους από εξωτερικές πηγές, και ως εκ τούτου οικειοθελώς να συμμορφώνονται με αυστηρότερες προδιαγραφές υποβολής εκθέσεων (Muller, 1999).

Οι φορολογικές ρυθμίσεις είναι ένας άλλος εξωτερικός παράγοντας που ελέγχεται, καθώς υπάρχει περίπτωση τα οικονομικά μεγέθη να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφευχθεί ένας φορολογικός κανονισμός που ίσως να ήταν δυσβάσταχτος για την επιχείρηση. Βασική προϋπόθεση όμως για την εύρυθμη λειτουργία της λογιστικής διαδικασίας είναι η ύπαρξη ενός κράτους δικαίου που θα προστατεύει

τους επενδυτές από την ασύμμετρη πληροφόρηση και θα επιβάλλει κυρώσεις στις επιχειρήσεις που παραποιούν τα λογιστικά τους στοιχεία (Keating and Zimmerman, 1999).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### **ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΙΩΜΕΝΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΚΕΡΑΩΝ**

Η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων αποτελεί πλέον το σύγχρονο πρόβλημα της παγκόσμιας οικονομίας. Οι πτυχές της είναι πολλές και οι επιπτώσεις που μπορεί να προκαλέσει εκτείνονται σε οικονομικό, κοινωνικό, ηθικό, πολιτικό και νομικό επίπεδο. Η ενότητα αυτή έχει ως στόχο να αναδείξει τις επιπτώσεις της συγκλίνουσας ή αποκλίνουσας εγκυρότητας των λογιστικών καταστάσεων παρέχοντας ένα χρήσιμο εργαλείο αναφοράς για τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.

#### **3.1 ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ (INFORMATION ASYMMETRY)**

Η σημαντικότερη ίσως επίπτωση της μειωμένης ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων που ευθύνεται στην ουσία και για τις ακόλουθες συνέπειες, είναι η ασυμμετρία που παρατηρείται στις πληροφορίες μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών. Η ασύμμετρη πληροφόρηση περιγράφει τις διαφορές που μπορεί να υπάρξουν στην ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών μεταξύ των καλά ενημερωμένων παραγόντων, οι οποίοι βρίσκονται στην ανώτατη βαθμίδα των επιχειρήσεων και έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες υψηλής ποιότητας, και στο ευρύ κοινό, των οποίων οι πληροφορίες προέρχονται αποκλειστικά και μόνο από δημόσια διαθέσιμες πηγές. Είναι γνωστό ότι οι πληροφορίες που κατέχουν οι άνθρωποι επηρεάζουν γενικά τη συμπεριφορά τους σε πολλές περιπτώσεις, έτσι η υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση και κατ' επέκταση η μεταβλητότητα στις αναμενόμενες ταμειακές ροές μπορεί να οδηγήσει σε λάθος επενδυτικές ενέργειες. Υπάρχει περίπτωση λοιπόν οι χρήστες των μη ποιοτικών οικονομικών καταστάσεων να απορρίπτουν σχέδια ενώ θα έπρεπε να είχαν γίνει αποδεκτά ή να γίνονται αποδεκτά σχέδια που θα έπρεπε να απορριφθούν.

Η προσπάθεια των επιχειρήσεων να επηρεάσουν τη συμπεριφορά ή την αντίδραση των ενδιαφερόμενων συμβαλλόμενων ομάδων, όπως μέτοχοι, δανειστές, εποπτικές και φορολογικές αρχές, ανταγωνιστές, πελάτες στις επιχειρηματικές επιλογές και ενέργειες τους συνδέεται με την θεωρία του πολιτικού κόστους (Lambert, 2001). Δηλαδή, οι διάφορες ενδιαφερόμενες συμβαλλόμενες ομάδες χρησιμοποιούν την λογιστική πληροφόρηση που δημοσιεύεται, αλλά οι επιχειρήσεις ορισμένες φορές παρεμβαίνουν στην διαμόρφωση ή παρουσίαση κύριων λογιστικών μεγεθών προκειμένου να επιδράσουν προς όφελος τους στον μηχανισμό λήψης αποφάσεων των εν λόγω ομάδων.

Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να προλαμβάνουν την δημιουργία πολιτικού κόστους με την εθελοντική αποκάλυψη λογιστικών και άλλων πληροφοριών σχετικά με τα επιχειρηματικά σχέδια και αποφάσεις τους, αλλά και με την συμμόρφωσή τους με (μη υποχρεωτικούς) κανόνες και νομοθετικές ρυθμίσεις (Kim and Kross, 1998). Τέτοιου είδους κινήσεις από μέρους των επιχειρήσεων στοχεύουν στην διασφάλιση κλίματος εμπιστοσύνης στην αγορά κεφαλαίων σχετικά με την εν γένει πορεία τους, την διαφάνεια στις παρακολουθούμενες διαδικασίες και την εφαρμογή των λογιστικών προτύπων και νόμων.

Η ασυμμετρία στη πληροφόρηση ποικίλει ανάλογα με τις επιλογές ανάπτυξης της επιχείρησης και τη στρατηγική των επενδύσεων (όπως απροσδόκητα κέρδη, οι εξαγορές, η ωρίμανση των επενδύσεων μιας επιχείρησης κλπ.). Οι Piotroski (2003) και Leuz (2004) βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις με ευκαιρίες ανάπτυξης έχουν τη τάση να εμφανίζουν εκθέσεις χαμηλότερης ποιότητας. Οι επιχειρήσεις αυτές παρουσιάζουν μία σταθερότητα, που ίσως να είναι πλασματική, για να προσελκύσουν περισσότερους επενδυτές. Αντίθετα, όταν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης είναι κοντά στην ολοκλήρωσή τους και ακολουθώσ το αναπτυξιακό δυναμικό της γίνεται μικρότερο, η ασύμμετρη πληροφόρησης τείνει να μειώνονται (LaFond & Watts, 2008).

Αρκετά άρθρα υποστηρίζουν ότι υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους εγχώριους και ξένους επενδυτές. Πιστεύουν πως οι εγχώριοι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις τοπικές επιχειρήσεις και / ή γνωρίζουν καλύτερα τις ειδικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν για κάθε χώρα. Οι Shula & van Inwegen (2000) δείχνουν ότι οι Αμερικανοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων απολαμβάνουν καλύτερα αποτελέσματα από ότι οι Άγγλοι επενδυτές που επενδύουν σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Ενώ οι Choe, Kho και Stultz (2001) βρίσκουν πληροφοριακό πλεονέκτημα σε τοπικούς μεμονωμένους επενδυτές στην Κορέα. Πρόσφατες μελέτες, ωστόσο, είναι ενάντια στην άποψη αυτή και δείχνουν ότι οι ξένοι επενδυτές θα μπορούσαν στην πραγματικότητα να έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση σε σχέση με τους εγχώριους επενδυτές. Η επιχειρηματολογία τους στηρίζεται στην αντίληψη ότι οι ξένοι επενδυτές είναι πιθανό να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις πληροφορίες. Σύμφωνα με την άποψη αυτή είναι και η μελέτη των Grinblatt και Keloharju (2000), όπου βρίσκουν ότι οι ξένοι επενδυτές υπερτερούν των τοπικών επενδυτών στη Φινλανδία.

Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) στη προσπάθειά να μειώσει την

ασύμμετρη πληροφόρηση, επέβαλε την υιοθέτηση και εφαρμογή των ΔΠΧΠ (Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης) που περιλαμβάνουν κοινές παραδοχές και κανόνες για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Το 2005 η εφαρμογή των προτύπων γίνεται υποχρεωτική για τις ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Μέσω αυτών των προτύπων ενισχύεται η ποιότητα, η διαφάνεια και η συγκρισιμότητα της λογιστικής πληροφόρησης. Υπάρχει σύγκλιση μεταξύ εθνικών λογιστικών προτύπων με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς βοηθώντας τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων ως προς τη λήψη ορθών οικονομικών αποφάσεων (Fields et al., 2001).

Στη βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται δύο μέτρα για να εντοπίσουν την ασυμμετρία στη πληροφόρηση. Το πρώτο μέτρο είναι η διαφορά μεταξύ προσφοράς και ζήτησης (Fu et al., 2012). Όσο πιο έντονη είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση, τόσο πιο μεγάλη είναι η διαφορά που απαιτείται για την κάλυψη της αναμενόμενης απόδοσης των ζημιών στην αγορά από τις συναλλαγές με ενημερωμένους επενδυτές. Το δεύτερο μέτρο της ασύμμετρης πληροφόρησης, είναι η επίδραση των τιμών, προτείνεται από τον Amihud (2002) και μετρά την έλλειψη της ρευστότητας. Αυτή η προσέγγιση έχει σκοπό να συλλάβει την ικανότητα του επενδυτή να εμπορευτεί ένα απόθεμα, χωρίς να κινείται η τιμή του.

Τέλος, μπορεί να υποστηριχθεί ότι τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι πιο διαδεδομένα στις αναπτυσσόμενες αγορές. Κι αυτό γιατί η εταιρική διακυβέρνηση τείνει να είναι λιγότερο ανεπτυγμένη σε αυτές τις αγορές, υπάρχει ασθενής ή μη ισχύουσα νομοθεσία για την εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών, τα δικαιώματα των μετόχων είναι απροστάτευτα και υπάρχει ένα άνισο περιβάλλον για τους ξένους και εγχώριους επενδυτές (Glaessens et. al, 2002).

### 3.2 ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ (MARKET VALUE)

Η τρέχουσα οικονομική κρίση έχει προκαλέσει την ανησυχία των επενδυτών (μικρών και μεγάλων) σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα. Σε ένα τέτοιο λοιπόν κλίμα αβεβαιότητας υπάρχει επιτακτική ανάγκη για τον καθορισμό της πραγματικής αξίας των εμπορεύσιμων συμμετοχικών τίτλων. Τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα αλλά και οι χρηματιστηριακές φούσκες έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και αυτή η ανησυχία τους έχει αντίκτυπο στην αποτίμηση της επιχείρησης.

Αποτίμηση (valuation) 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 την κατοχή τους. Εάν οι επενδυτές αντιμετωπίζουν κίνδυνο που προκύπτει από ασαφή λογιστικά στοιχεία, τότε χειραγώγηση των κερδών θα σχετίζεται με την αύξηση του λειτουργικού κόστους που θα οδηγήσει με χαμηλότερη αποτίμηση της επιχείρησης. (Fernandes and Ferreira, 2007)

Όπως γνωρίζουμε μία από τις κυριότερες μεθόδους αποτίμησης μιας επιχείρησης είναι η μέθοδος του εισοδήματος δηλαδή των κερδών οπότε γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι τα λογιστικά κέρδη έχουν και εδώ τεράστια σημασία. Καθώς οι οικονομικοί αναλυτές θα προχωρήσουν σε προβλέψεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα τρέχοντα (ιστορικά κέρδη), οι μέτοχοι και η διοίκηση της επιχείρησης που ενδιαφέρονται να δουν την επιχείρησή τους με μεγάλη αξία, θα προσπαθήσουν να «φουσκώσουν» τα κέρδη.

Η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την ποιότητα και την καταλληλότητα των δημοσιευμένων οικονομικών εκθέσεων, οπότε η χειραγώγηση των κερδών αποτελεί τροχοπέδη για την αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων. Επιχειρήσεις που υπόκεινται σε AAERs, που όπως είδαμε είναι ένδειξη ακραίας χειραγώγησης των κερδών και πιθανής απάτης, έχουν σημαντικές απώλειες στην αγοραία αξία τους καθώς περιλαμβάνουν κυρώσεις στη φήμη τους λόγω των ανακρίβειών που παρουσίασαν (Karpoff et al., 2008a).

Ενώ έρευνες έχουν δείξει ότι οι επιχειρήσεις που ανταποκρίνονται ή κατακτούν με συνέπεια τους στόχους κερδοφορίας της προηγούμενης περιόδου ή τις προσδοκίες των αναλυτών ανταμείβονται συνήθως με υψηλότερες αποτιμήσεις (Barth et al. 1999, Kasznik and McNichols, 2002), ακόμη και αν υπάρχουν στοιχεία για χειραγώγηση κερδών για την επίτευξη αυτών των αποτελεσμάτων (Myers et al. 2007).

Για τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της χειραγώγησης των κερδών και της αξία της επιχείρησης, συνήθως χρησιμοποιείται ο δείκτης Tobin's Q ως μέτρο της αξίας της επιχείρησης (Gompers et al., 2003). Αυτή την επίδραση εξετάζω στην δεύτερη υπόθεση που παραθέτω στο εμπειρικό μέρος της εργασίας.

#### **Q= Total Market value of firm / Total Assets value**

Έχει σχεδιαστεί για να αντανakλά την αποτίμηση που τοποθετείται επί των περιουσιακών στοιχείων από τη σχετική αγορά στην λογιστική τους αξία και εκ φύσεως ενσωματώνει το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιείται από την αγορά για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Η αρνητική σχέση μεταξύ της χειραγώγησης των κερδών και της αποτίμησης της επιχείρησης είναι ισχυρότερη για τις επιχειρήσεις που απολαμβάνουν περισσότερο τις επενδυτικές ευκαιρίες και έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση (Fernades and Ferreira, 2007). Στην πραγματικότητα, αυτού του είδους οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερα κίνητρα για την ενίσχυση της ποιότητας της λογιστικής πληροφόρησης που προσφέρουν, καθώς μπορούν να καρπωθούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα οφέλη από το χαμηλότερο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (Rajan & Zingales, 1998). Με άλλα λόγια μια επιχείρηση μπορεί να δεσμεύεται εθελοντικά να περιορίσει τη χειραγώγηση των κερδών, όταν υπάρχουν μεγαλύτερα κίνητρα για να το πράξει και της συμφέρει περισσότερο να αποκαλύψει τα οικονομικά της στοιχεία ως έχουν.

Η αξία της επιχείρησης όπως είναι γνωστό εξαρτάται από την ασφάλεια που προσφέρει για αυτό επηρεάζεται κυρίως από την ρευστότητα και από τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης. Η ρευστότητα σε μια επιχείρηση προσφέρει κατά κάποιο τρόπο την απαιτούμενη ασφάλεια στους μετόχους και αυτό αποτυπώνεται στην αποτίμησή της. Η άποψη αυτή είναι συνεπής με την έρευνα των Amihud και Mendelson (2008) που φτάνουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρικές πολιτικές που ενισχύουν τη ρευστότητα έχουν θετικό αντίκτυπο στην αγοραία αξία. Οι επιχειρήσεις που έχουν στη κατοχή τους πολλά μετρητά δεν έχουν τόσο συχνή πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οπότε μειώνεται η ανάγκη τους να χειραγωγήσουν τα λογιστικά τους στοιχεία για να έχουν καλύτερους όρους χρηματοδότησης.

Και η εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει με τη σειρά της στην βελτίωση της αξίας της επιχείρησης καθώς δείχνει το βαθμό της σοβαρότητας της κάθε επιχείρησης και το κατά πόσο σέβεται τους μετόχους της. Οι επιχειρήσεις που έχουν καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση καταφέρνουν να ανταπεξέλθουν με επιτυχία τους στόχους που θέτουν, οπότε θεωρούνται καλύτερες από κάποιες άλλες, διαχειρίζονται αποτελεσματικά τους πόρων τους και ως εκ τούτου έχουν καλύτερη απόδοση λειτουργίας και αποτίμηση στην αγορά. Οι Durnev και Kim (2005) μελέτησαν 859 εταιρείες από 27 χώρες για να αξιολογήσουν κατά πόσο οι αποφάσεις της διακυβέρνησης προβλέψουμε την αγοραία αξία μιας επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας το δείκτη Tobin's Q ως υποκατάστατο της αποτίμησης, και βρίσκουν ότι τα υψηλότερα εταιρικά αποτελέσματα διακυβέρνησης προβλέπουν μία θετική αποτίμηση για την επιχείρηση.

Επιπλέον και η δομή της ιδιοκτησίας μπορεί να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Η μεγαλύτερη διασπορά της ιδιοκτησίας δείχνει ότι οι μέτοχοι θα είναι πιο επικεντρωμένοι στις αξίες της επιχείρησης, ενώ η χαμηλότερη διασπορά της ιδιοκτησίας είναι πιθανό να οδηγήσει σε μια κατάσταση η οποία ενισχύει τον καιροσκοπισμό από τη πλευρά των διαχειριστών με αποτέλεσμα οι στόχοι της διοίκησης να υπερισχύουν των στόχων των μετόχων, συμβάλλοντας στην ασύμμετρη πληροφόρηση που οδηγεί σε μείωση της ποιότητας των λογιστικών εκθέσεων και της αξίας της επιχείρησης (Ammann et al., 2011).

Γενικά, θεωρούμε ότι οι μικρές επιχειρήσεις, οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση, εταιρείες πλούσιες σε μετρητά, επιχειρήσεις που η ιδιοκτησία τους δεν είναι συγκεντρωμένη σε ένα άτομο και επιχειρήσεις με μεγαλύτερη προβολή εμπλέκονται λιγότερο στη διαχείριση των κερδών (Fernades and Ferreira, 2007).

### 3.3 ΡΟΠΗ ΓΙΑ ΑΣΚΗΣΗ ΠΡΟΣΦΥΓΗΣ (LITIGATION PROPENSITY) ΚΑΙ ΑΠΩΛΕΙΑ ΦΗΜΗΣ

Όταν η παραποίηση των λογιστικών καταστάσεων θίγει τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα αυτοί να καταφύγουν στη δικαιοσύνη για να υπερασπιστούν τα δικαιώματά τους. Η προσφυγή στα δικαστήρια συνδέεται άμεσα με τις αναδιατυπώσεις των λογιστικών καταστάσεων, που όπως αναφέρεται και παραπάνω αποτελεί ένδειξη χαμηλής ποιότητας των κερδών, ειδικά όταν αυτές αλλάζουν το τρόπο διεξαγωγής των δημοσιευμένων κερδών (Lev et al., 2008). Οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε στρατηγικές αναδιατύπωσης των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων τους μπορεί να αντιμετωπίσουν δικαστικές διαμάχες που μπορεί να τις πλήξουν οικονομικά αλλά και ηθικά.

Οι δικαστικές διαμάχες κοστίζουν ακριβιά στις επιχειρήσεις όχι μόνο σε χρήματα στους δικηγόρους που θα αναλάβουν την υπεράσπισή τους, αλλά έχουν σοβαρό αντίκτυπο στην φήμη της επιχείρησης, γεγονός που είναι πιο ζημιογόνο για το μέλλον τους. Οι κυρώσεις στην εταιρική φήμη κατά πάσα πιθανότητα αντικατοπτρίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις των ανακριβειών που εντοπίστηκαν σχετικά με τις μελλοντικές ροές της επιχείρησης λόγω των χαμηλότερων πωλήσεων και το υψηλότερο κόστος ανάθεσης και χρηματοδότησης. Οι επιχειρήσεις χάνουν την αξιοπιστία τους με αποτέλεσμα να μην προσελκύουν επενδυτές, μειώνονται τα ξένα κεφάλαια και είναι δύσκολο να ανακάμψουν αυτό το αρνητικό κλίμα (Dcharme et al., 2004).



### 3.4 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ (INVESTMENT DECISIONS)

Οι ερευνητές έχουν καταγράψει μια θετική σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων, αλλά για διαφορετικούς λόγους ο καθένας. Οι Biddle και Hillary (2006), δηλώνουν ότι η υψηλή ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης (δηλαδή, συντηρητικότητα, την αποφυγή απώλειας, και τα κέρδη εξομάλυνσης) μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών και των εξωτερικών προμηθευτών κεφαλαίου και ως εκ τούτου βελτιώνει την αποδοτικότητα των επενδύσεων. Είναι πιο εύκολο για τους επενδυτές να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε μία επιχείρηση που παρουσιάζει τα αποτελέσματά της με συντηρητικότητα και συνέπεια. Οι ανακρίβειες “στρεβλώνουν” τις επενδυτικές αποφάσεις.

Αυτό υποστηρίζουν και οι McNichols & Stubben 2008 οι οποίοι διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που αναδιατυπώνουν τις οικονομικές τους καταστάσεις, επενδύουν υπερβολικά μεγάλα ποσά κατά τη διάρκεια της περιόδου αναδιατύπωσης. Αυτό συμβαίνει είτε γιατί τα στελέχη πιστεύουν σε εσφαλμένες τάσεις ανάπτυξης, βλέποντας πώς η ποιότητα των εξωτερικά αναφερόμενων αριθμών μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων στο εσωτερικό της επιχείρησης, είτε γιατί αποφασίζουν να ρισκάρουν έχοντας επίγνωση της κατάστασης.

### 3.5 ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΤΩΝ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ (EXECUTIVE- LEVEL LABOR MARKET OUTCOMES)

Υπάρχουν έρευνες που υποδηλώνουν ότι η χαμηλή ποιότητα των κερδών έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον κύκλο εργασιών (Desai et al., 2006, Karpoff et al., 2008a). Οι μελέτες αυτές χρησιμοποιούν τυχόν αναμορφώσεις, ανακρίβειες ή παραιτήσεις των ελεγκτών για να προσδιορίσουν την ποιότητα των κερδών, δηλαδή γεγονότα που είναι ιδιαίτερα διαφανείς δείκτες κακής ποιότητας και συγκεκριμένα ακραίων περιπτώσεων κακής ποιότητας. Δε γίνεται όμως σαφές αν είναι η κακή ποιότητα των αναφορών από μόνη της ή ο φόβος της αντίληψη της κακής ποιότητας είναι αυτό που παρακινεί την απόφαση ενός Διοικητικού Συμβουλίου για την μείωση του κύκλου εργασιών.

### 3.6 ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (COST OF EQUITY CAPITAL)

Το κόστος κεφαλαίου συνδέεται άμεσα με την πιθανότητα χρεοκοπίας, οπότε αυξάνεται όσο πιο υψηλός είναι ο οικονομικός κίνδυνος γιατί οι μέτοχοι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση ως αποζημίωση για τον υψηλότερο κίνδυνο που έχουν αναλάβει (Affleck-Graves et al., 2002). Η ασύμμετρη πληροφόρηση κάνει τους επενδυτές απρόθυμους να επενδύσουν το κεφάλαιό τους και μπορεί επίσης να προκαλέσει έλλειψη ρευστότητας στην αγορά, διασπορά στις οικονομικές προβλέψεις των αναλυτών, μεγαλύτερη διαφορά στις τιμές προσφοράς και ζήτησης και ως εκ τούτου υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων (Healy et al., 1999, Lang & Lundholm, 1996). Επίσης και το υψηλό επίπεδο μόχλευσης επηρεάζει αρνητικά το κόστος των ιδίων κεφαλαίων καθώς αυξάνεται το κόστος του χρέους (cost of debt).

Μόνο οι λογιστικές γνωστοποιήσεις υψηλής ποιότητας, που επαληθεύονται και από καλές αναφορές ελέγχου μειώνουν την ασυμμετρία μεταξύ αυτών που χρησιμοποιούν τις λογιστικές πληροφορίες και ως εκ τούτου οδηγούν τις επιχειρήσεις σε χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και σε καλύτερους όρους χρηματοδότησης (Ashbaugh-Skaife et al., 2006, Botosan & Plumlee, 2002). Αυτό συμβαίνει γιατί μειώνεται η δυσμενής επιλογή μέσω της αξιόπιστης δημοσιοποίησης των αποτελεσμάτων από την επιχείρηση που βοηθάει στους παρόχους κεφαλαίου να αξιολογούν καλύτερα την εγκυρότητα των δημοσιευμένων οικονομικών αριθμών και τους κινδύνους.

### 3.7 ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΑΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (COST OF DEBT CAPITAL)

Αν και υπάρχουν ελάχιστα δεδομένα για αυτό το θέμα, το κόστος δανείου φαίνεται να είναι υψηλότερο όταν διαπιστώνονται κέρδη χαμηλής ποιότητας. Οι Graham et al. (2008) διατύπωσαν ότι οι τράπεζες χρησιμοποιούν αυστηρότερους όρους δανείου σε επιχειρήσεις που έχουν αναπροσαρμόσει τα αποτελέσματά τους. Οι επιχειρήσεις που δεν εμφανίζουν αξιόπιστες εκθέσεις, είναι επισφαλείς πελάτες για τις τράπεζες αυξάνοντας έτσι το πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών και για αυτό αντισταθμίζεται με την επιβολή υψηλότερου επιτοκίου.

Οι Francis et al. (2005a) βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν δεδουλευμένα χαμηλότερης ποιότητας έχουν μια υψηλότερη αναλογία των δαπανών για τόκους και βρίσκονται χαμηλά στην πιστοληπτική διαβάθμιση S & P. Ενώ οι Bhojraj & Swaminathan (2007) διαπίστωσαν ότι επιχειρήσεις με υψηλά λειτουργικά δεδουλευμένα έχουν σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις ομολόγων, γεγονός που συνάδει με τους επενδυτές ομολόγων λανθασμένης τιμολόγησης. Τέλος, όσο

χαμηλότερη είναι η ρευστότητα, τόσο υψηλότερος θα είναι ο απαιτούμενος συντελεστής των αποδόσεων. Ο εν λόγω συντελεστής απόδοσης που απαιτείται είναι η αποζημίωση των επενδυτών για την ανάληψη του κινδύνου ρευστότητας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

### **ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ**

#### **(Earnings management)**

Από τη συγκεκριμένη εργασία δε θα μπορούσε να λείπει η αναφορά στη χειραγώγηση των κερδών που είναι συναφής με τη ποιότητα των κερδών και εξίσου σημαντικό φαινόμενο. Η χειραγώγηση των κερδών βρίσκεται στον αντίποδα της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων. Μπορούμε να παρουσιάσουμε τα δύο αυτά φαινόμενα σαν ένα νόμισμα με δύο όψεις, δε μπορούμε να έχουμε ταυτόχρονα και τα δύο φαινόμενα, αν τα κέρδη είναι χειραγωγημένα και εξυπηρετούν κάποια συμφέροντα τότε δεν θα είναι ποιοτικά και το αντίστροφο.

Σύμφωνα με τους Healy & Wahlen (1999), η χειραγώγηση των κερδών προκύπτει όταν οι managers χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση για τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είτε για παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με την υποκείμενη οικονομική απόδοση της εταιρείας είτε για να επηρεάσουν τις συμβάσεις που εξαρτώνται από τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς. Ενώ η Schipper (1989) αναφέρει πως η χειραγώγηση των κερδών είναι «η επί σκοπού παρέμβαση στην διαδικασία γνωστοποίησης των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχείρησης για την αποκόμιση ιδιωτικού οφέλους».

Βλέπουμε ότι η χρήση των εν λόγω λογιστικών τεχνασμάτων από τις επιχειρήσεις δεν είναι κατ' ανάγκη μία παράνομη πράξη. Αυτό επιβεβαιώνεται από τα τεχνάσματα που χρησιμοποίησαν η Enron και η WorldCom τα οποία επιτρέπονταν από τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα. Μόνο σε περίπτωση που μια επιχείρηση παραβιάζει τους λογιστικούς κανόνες μιλάμε για μία παράνομη πράξη η οποία χαρακτηρίζεται από τον όρο παραποίηση. Στις ΗΠΑ ο όρος αυτός είναι συνώνυμο της απάτης (fraud) και αναφέρεται στην εκούσια, εσκεμμένη ενέργεια από ένα ή περισσότερα άτομα της διοίκησης ή των εργαζομένων που έχει ως αποτέλεσμα την ψευδή παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων. Δε πρέπει λοιπόν να συγχέουμε τον όρο χειραγώγηση με τον όρο παραποίηση των κερδών.

Οι γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές και παραδοχές αφήνουν κάποια περιθώρια χειρισμών στη διοίκηση σχετικά με την προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων. Αυτά ακριβώς τα κενά εκμεταλλεύονται οι managers ώστε να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης ώστε να εξυπηρετούν κάποιο σκοπό είτε ατομικό είτε συλλογικό (της επιχείρησης). Επίσης παραχωρούν

στις διοικήσεις των επιχειρήσεων την επιλογή μεταξύ ορισμένων λογιστικών πρακτικών έναντι άλλων.

Εναλλακτικά, μπορούμε να διακρίνουμε σαν μέθοδο διαχείρισης κερδών τη κατάχρηση από μέρος της διοίκησης της λεγόμενης διοικητικής προαίρεσης (managerial discretion). Η προαίρεση αυτή βελτιώνει το οικονομικό περιεχόμενο των λογιστικών αριθμών επιτρέποντας στα στελέχη να χρησιμοποιούν επιδέξια την κρίση τους και να δημοσιοποιούν ιδιωτικές πληροφορίες μέσω λογιστικών επιλογών και εκτιμήσεων. Στην πράξη πολλά διοικητικά στελέχη κάνουν κατάχρηση αυτής της προαίρεσης προκειμένου να διαχειριστούν τα κέρδη και να ωραιοποιήσουν τις λογιστικές τους καταστάσεις. Σε γενικές γραμμές, τα μέτρα της χειραγώγησης των δεδουλευμένων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να υπολογιστεί ο βαθμός στον οποίο τα στελέχη ασκούν τη διακριτική ευχέρεια στις εκθέσεις των οικονομικών στοιχείων (Leuz et al., 2003).

Στη βιβλιογραφία αναφέρονται δύο κατηγορίες χειραγώγησης των κερδών. την πραγματική χειραγώγηση κερδών, που επηρεάζει κυρίως τις ταμειακές ροές, και τη χειραγώγηση που οφείλεται στις λογιστικές μεθόδους και μέσα (αλλαγές στις εκτιμήσεις).

Διαφορές μπορούμε να διαπιστώσουμε στο κόστος ανάμεσα σε αυτές τις μεθόδους, με την πραγματική χειραγώγηση των αποδοχών να θεωρείται γενικά ως πιο δαπανηρή για την επιχείρηση (Roychowdhury, 2006). Ενώ, τα στοιχεία των ερευνών των Graham et al. (2005) δείχνουν ότι οι διευθυντές είναι πολύ πιο πρόθυμοι να συμμετάσχουν στην πραγματική χειραγώγηση των εσόδων από ότι στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων και αυτό γιατί η πραγματική χειραγώγηση των κερδών είναι δύσκολο να ανιχνευθεί καθώς τα δεδουλευμένα υπόκεινται εύκολα σε έλεγχο μέσα από τα λογιστικά πρότυπα ως σημείο αναφοράς.

Η χειραγώγηση των κερδών βρίσκει εύπορο έδαφος για να αναπτυχθεί όταν η διοίκηση της επιχείρησης είναι αποκεντρωμένη, τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου είναι αδύναμα, η δύναμη των αποφάσεων είναι συγκεντρωμένη σε ένα μόνο πρόσωπο ή μικρή ομάδα προσώπων, η ανανέωση του προσωπικού γίνεται με ταχείς ρυθμούς ή/και όταν υπάρχουν περίπλοκες συναλλαγές (Jurinski & Lippman, 1999).

## 4.1 ΜΟΡΦΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

### 4.1.1 Εξομάλυνση Κερδών (*Income smoothing*)

Η εξομάλυνση ή ομαλοποίηση των κερδών είναι η συνηθέστερα παρατηρούμενη μέθοδος χειραγώγησης και έχει ως στόχο τα κέρδη να εμφανίζονται με μία σταθερή αύξηση (Herpworth, 1953 και Gordon, 1963). Απαραίτητη προϋπόθεση όμως για να γίνει αυτό είναι η επίτευξη μεγάλων κερδών έτσι ώστε η οικονομική απόδοση να είναι πάνω από το μέσο όρο για μακρά χρονική περίοδο και να δημιουργούνται προβλέψεις με τις οποίες θα ρυθμίζονται οι ροές που χρειάζεται. Η εξομάλυνση λοιπόν συνεπάγεται την απόκρυψη ενός μέρους των κερδών σε καλές χρήσεις και να δημιουργούνται αποθεματικά. Παρόμοια ενέργεια μπορεί να συμβεί και με τα ποσά των εξόδων τα οποία καταχωρούνται σε άλλες χρήσεις από αυτές που αφορούν.

Πρόκειται ουσιαστικά για μια μείωση της διακύμανσης των κερδών, η οποία όπως είναι γνωστό αποτελεί ένα μέτρο του επιχειρησιακού κινδύνου. Οι επενδυτές αλλά και γενικότερα οι παράγοντες της κεφαλαιαγοράς, θεωρούν ότι τα δημοσιευμένα κέρδη είναι περισσότερο αξιόπιστα αν οι τιμές τους είναι κοντά στις αναμενόμενες. Η μεγάλη απόκλιση από τα αναμενόμενα αποτελέσματα και τις προβλέψεις των αναλυτών μειώνει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών έχοντας αντίκτυπο στην εταιρική αξία. Ειδικότερα οι managers των εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζουν μία αυξανόμενη πίεση να δημοσιεύουν ομαλοποιημένα κέρδη. Μόνο εάν οι αγορές ήταν τέλειες, η διακύμανση των κερδών δε θα είχε κόστος για τους managers και τις εταιρίες τους, και έτσι αυτοί δε θα είχαν κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη.

### 4.1.2 “*Big Bath accounting*”

Η τεχνική αυτή στηρίζεται στην πραγματοποίηση περισσότερων αποσβέσεων/ διαγραφών / εξόδων σε μια συγκεκριμένη εταιρική χρήση. Τις περισσότερες φορές εφαρμόζεται σε συνδυασμό με στρατηγική αύξησης των κερδών για τις μελλοντικές χρήσεις. Η χρήση που επιλέγεται για το πρώτο στάδιο της μεθόδου μία περίοδος ύφεσης για την εταιρεία ή μία ζημιογόνος χρήση ή περίοδος με ασυνήθη γεγονότα όπως αλλαγή διοίκησης, συγχώνευση ή αναδιάρθρωση.

Πιο συγκεκριμένα, ο Moore (1973) ήταν ο πρώτος που ασχολήθηκε με αυτό το θέμα, διαπίστωσε ότι η νέα διοίκηση έχει την τάση να είναι πολύ απαισιόδοξη σχετικά με την αποδοτικότητα και τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας που αναλαμβάνει. Αυτό γίνεται για να υπάρξει αύξηση των εν λόγω μεγεθών κατά τη

διάρκεια της θητείας της νέας διοίκησης δείχνοντας την αποτελεσματική της λειτουργία. Το νέο management μπορεί να επωφεληθεί από την εικονική μείωση των τρεχόντων κερδών κατηγορώντας τις προηγούμενες διοικήσεις για τα χαμηλά επίπεδα των κερδών (και μειώνοντας παράλληλα τις ιστορικές βάσεις για μελλοντικές συγκρίσεις).

Οι τεχνικές “Big Bath accounting” εφαρμόζονται με την λογική ότι αν πρέπει κάποια στιγμή να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα για την εταιρεία, αυτό είναι προτιμότερο να γίνει άμεσα ούτως ώστε να δημιουργηθούν συνθήκες για αυξήσεις των κερδών στο μέλλον. Με αυτό το τρόπο δίνεται η ευκαιρία στην διοίκηση να προσθέσει έξοδα σε μία ούτως ή άλλως “κακή” χρήση, ώστε να διευκολυνθεί για μελλοντικές αυξήσεις κερδών αργότερα (DeFond & Park, 1997).

Η εφαρμογή των “Big Bath” προσεγγίσεων συμβαίνει κυρίως στις παρακάτω περιπτώσεις:

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

Συγκρίνοντας και τις δύο αυτές μεθόδους φτάνουμε στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις προβαίνουν σε Big Bath Accounting όταν τα νέα για τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ άσχημα, ενώ όταν τα κέρδη είναι καλά εφαρμόζουν εξομάλυνση κερδών.

#### 4.2. ΚΙΝΗΤΡΑ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Γιατί όμως οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε στρατηγικές χειραγώγησης των κερδών τους; Οι λόγοι είναι κυρίως δύο, είτε για την προσωπική ασφάλεια και πλουτισμό των διοικητικών στελεχών είτε και για όφελος της ίδιας της εταιρίας στο σύνολο. Μία εταιρεία μπορεί να διαχειριστεί τα κέρδη της είτε ανοδικά είτε καθοδικά ανάλογα με το λόγο για τον οποίο μπαίνει σε αυτή τη διαδικασία και ανάλογα με τους στόχους της. Πρέπει να τονίσουμε όμως πως τα στελέχη της εταιρείας μπαίνουν στη διαδικασία να χειραγωγήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη μόνο όταν οι ίδιες οι επιχειρήσεις τους παρέχουν τα κίνητρα για να το κάνουν. Πιο συγκεκριμένα τα κίνητρα που οφείλονται για την εικονική αύξηση ή μείωση των κερδών είναι:

- *Αμοιβές / Αποζημίωση της διοίκησης*

Όπως έχει αναφερθεί και πιο πάνω πολλές επιχειρήσεις συνδέουν την αμοιβή της διοίκησης με την οικονομική επίδοση της επιχείρησης για να τους δώσουν κίνητρα να εργαστούν σκληρά να αυξήσουν τα κέρδη και να ευθυγραμμίσουν κατά κάποιο τρόπο τους στόχους των διοικητικών στελεχών με αυτούς των μετόχων. Η πρακτική αυτή όμως εγκυμονεί κινδύνους καθώς είναι αυτονόητο ότι οποιοσδήποτε (ή η μεγαλύτερη πλειοψηφία) manager θα “μαγείρευε” τις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να αυξήσει την οικονομική του αποζημίωση. Επίσης, οι διευθυντές / managers έχουν την τάση να φουσκώνουν τα κέρδη τους προκειμένου να είναι σε θέση να πωλούν τις συμμετοχές τους και τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς των μετοχών (stock options) σε υψηλότερες τιμές, πράγμα που σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση σχετικά με τη διαχείριση των κερδών (Beneish, 1999).

- *Προσωπικές φιλοδοξίες των ανώτατων στελεχών*

Εδώ τα στελέχη είτε επιθυμούν να εξασφαλίσουν τη θέση τους στην επιχείρηση είτε να εξελιχθούν και να ανέβουν σε υψηλότερη βαθμίδα της διοικητικής ιεραρχίας. Ο φόβος της αντικατάστασης ή οι προσωπικές φιλοδοξίες μπορεί να οδηγήσουν τα στελέχη να ωραιοποιήσουν τα κέρδη που παρουσιάζει η επιχείρηση.

- *Ευκολότερη πρόσβαση σε πηγές δανεισμού*

Σχεδόν πάντα οι τράπεζες για να δανείσουν χρήματα σε κάποια επιχείρηση, ζητούν τα οικονομικά αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων προκειμένου να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Εκτός από τα κέρδη οι τράπεζες εξετάζουν τους δείκτες ρευστότητας, χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δραστηριότητας και περιουσιακής διάρθρωσης. Συνεπώς, υπάρχει περίπτωση οι επιχειρήσεις να αλλάζουν τα μεγέθη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, ώστε να βελτιώσουν την δανειοληπτική τους ικανότητα αλλά και τους όρους δανεισμού.

- *Αντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο*

Όταν η αγορά κεφαλαίου λειτουργεί αποτελεσματικά, η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης και η πορεία της στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν τις δυνατότητες της επιχείρησης και τις μελλοντικές της προοπτικές. Με την αύξηση των κερδών, κατά τρόπο μη ανιχνεύσιμο, η διοίκηση μπορεί να βελτιώσει τους όρους κάτω από τους οποίους θα διαπραγματευτεί την πώληση των μετοχών στο κοινό. Οπότε μια επιχείρηση η οποία επιδιώκει να αντλήσει κεφάλαια από το χρηματιστήριο είναι επιθυμητό να παρουσιάζει μία αύξηση των βασικών οικονομικών μεγεθών της και



γενικότερα μία υγιή χρηματοοικονομική κατάσταση με προοπτικές ανάπτυξης. Είναι λογικό πολλές φορές οι managers τείνουν να χρησιμοποιούν λογιστικές πολιτικές οι οποίες επηρεάζουν θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης αλλά και την απόδοση της μετοχής, όμως είναι πιθανό αυτή η απαιτούμενη κερδοφορία να είναι πλασματική ώστε να επιτύχει η επιχείρηση ευνοϊκούς όρους διάθεσης.

- *Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων*

Σε αρκετές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να βελτιώσουν την εξωτερική τους εικόνα ώστε να αποκομίσουν όσο το δυνατό περισσότερα οφέλη από την εκάστοτε επενδυτική στρατηγική που πραγματοποιούν. Είναι συχνό φαινόμενο λοιπόν την περίοδο πριν από κάποια συγχώνευση ή εξαγορά οι επιχειρήσεις να προσπαθήσουν να ωραιοποιήσουν τα οικονομικά τους στοιχεία με σκοπό την απόκτηση περισσότερων μετοχών. Γι' αυτό πρέπει να υπάρχει προσοχή και σωστός έλεγχος πριν γίνει κάποια από αυτές τις ενέργειες.

- *Φορολογικά οφέλη*

Είναι ίσως το πιο σημαντικό κίνητρο των ελληνικών τουλάχιστον επιχειρήσεων που ως επί το πλείστον είναι μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Εφόσον ο φόρος επιβάλλεται στα καθαρά κέρδη, αντιλαμβάνεται κανείς ότι οι επιχειρήσεις θα προσπαθήσουν παρουσιάσουν τα κέρδη με τέτοιο τρόπο ώστε να επωφεληθούν. Μάλιστα όπως είναι φυσικό όσο υψηλότερος είναι ο φορολογικός συντελεστής τόσο υψηλότερο είναι το κίνητρο αλλά και το όφελος της φοροδιαφυγής και μεγαλύτερη η πιθανότητα χειραγώγησης των κερδών.

- *Μερισματική πολιτική*

Στόχος των διοικήσεων είναι να διατηρούν γενικά μια σταθερή αυξανόμενη μερισματική πολιτική, ώστε οι μετοχές της επιχείρησης να είναι πιο ελκυστικές για τους επενδυτές. Για να γίνει αυτό η διοίκηση προσπαθεί να ομαλοποιεί τα κέρδη της και να διατηρεί σταθερό το ποσοστό των κερδών που διατίθενται ως μέρισμα στους μετόχους. Έτσι κατά τις χρήσεις που οι επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλά κέρδη, τα υποβαθμίζουν και όταν τα κέρδη είναι μειωμένα τα εμφανίζουν υψηλότερα με τεχνικές χειραγώγησης.

- *Ανταπόκριση στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές*

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις μπαίνουν στη διαδικασία να πετύχουν ή και να ξεπεράσουν τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών και τις προσδοκίες

των επενδυτών με αθέμιτα μέσα, χωρίς να ενδιαφέρονται για την εφαρμογή των επιχειρηματικών πρακτικών. Οι επιχειρήσεις δέχονται μεγάλες πιέσεις προκειμένου να ικανοποιήσουν της προσδοκίες της αγοράς καθώς το αντίθετο θα έχει αρνητικό αποτέλεσμα για την επιχείρηση. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών σε δυσάρεστες ανακοινώσεις των εταιρειών σχετικά με τα κέρδη είναι δυσανάλογα μεγάλη. Συνεπώς, όταν οι ανακοινώσεις των επιχειρήσεων αποκλίνουν έστω και σε μικρό βαθμό από τις εκτιμήσεις των αναλυτών, τότε οι μετοχές τους χάνουν μεγάλο μέρος της αξίας τους (Skinner & Sloan, 2000).

Το γεγονός αυτό έθιξε πρώτος ο Πρόεδρος της Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.(SEC), Arthur Levitt, το 1998. Βέβαια, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές για τις προβλέψεις τους στηρίζονται στην πληροφόρηση που έχουν οι ίδιοι για την επιχείρηση που εξετάζουν κάθε φορά και στα μοντέλα που δημιουργούν και όχι στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Ο Φίλιος (2003) υποστηρίζει ότι υπάρχει περίπτωση τα υψηλόβαθμα στελέχη να χαμηλώνουν τις προσδοκίες της αγοράς μέσω απαισιόδοξων ανακοινώσεων και στη συνέχεια χειραγωγούν τα κέρδη προς τα πάνω, “ξεπερνώντας” τις προσδοκίες της αγοράς.

Στην πραγματικότητα, όλοι οι χειρισμοί καταλήγουν στην διαμόρφωση ενός επιθυμητού αποτελέσματος που εξυπηρετεί τις επιδιώξεις των ιδιοκτητών ή/και των διοικήσεων των οικονομικών μονάδων και που πολύ πιθανόν δεν αντιπροσωπεύει την πραγματικότητα μειώνοντας με αυτό το τρόπο την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων που δημοσιοποιούνται.

#### 4.4 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τον McKee T. (2005) οι δημοφιλέστερες τεχνικές χειραγώγησης που χρησιμοποιούνται είναι οι ακόλουθες:

##### 4.3.1 Τεχνική “Cookie jar reverse” (Δημιουργίας Ειδικού Αποθεματικού)

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται κυρίως σε περιόδους ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης και απόδοσης. Αναφέρεται στη λογιστική σε δεδουλευμένη βάση (accrual accounting) όπου η διοίκηση της εταιρείας πρέπει να εκτιμά και να καταγράφει τις υποχρεώσεις που θα πληρωθούν στο μέλλον σαν να είναι αποτελέσματα γεγονότων ή συναλλαγών του τρέχοντος οικονομικού έτους. Αυτό όμως επιτρέπει τη μείωση των κερδών μιας επιχείρησης μέσω της υποτίμησης των αποθεμάτων και της τεχνητής υπερτίμησης των εξόδων. Δεδομένου ότι τα μελλοντικά γεγονότα δε μπορούν να προβλεφθούν με βεβαιότητα τη στιγμή της εκτίμησης μπορούμε να διαπιστώσουμε

ότι η διαδικασία της επιλογής της μεθόδου εκτίμησης μπορεί να παρέχει ευκαιρία για διαχείριση των κερδών.

#### 4.3.2 Τεχνική “*Big Bet on Future*” (Μεγάλου στοιχήματος για το μέλλον)

Χρησιμοποιείται όταν μια εταιρεία συγχωνεύεται με μία άλλη και επιτρέπει στη μία εταιρεία να “αγοράσει” μια εγγυημένη αύξηση στα τρέχοντα ή μελλοντικά κέρδη από την απόκτηση της άλλης επιχείρησης. Περιλαμβάνει:

- Διαγραφή των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης για την συγχωνευμένη εταιρεία: επιτρέπει ένα σημαντικό τμήμα της τιμής αγοράς να διαγραφεί έναντι των τρεχόντων εσόδων στη χρήση της συγχωνευμένης, απαλλάσσοντας τα μελλοντικά έσοδα από αυτές τις χρήσεις.
- Ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων της νεοαποκτηθείσας εταιρείας με τα αποτελέσματα της μητρικής.

#### 4.3.3 Εμπλουτισμός χαρτοφυλακίου επενδύσεων.

Είναι συχνό φαινόμενο οι εταιρίες να αγοράζουν μετοχές από άλλες εταιρίες είτε για επενδυτικούς λόγους είτε για να πετύχουν κάποια στρατηγική συμμαχία. Σύμφωνα με τα GAAP οι επενδύσεις με ποσοστό μικρότερο από 20% των μετοχών της άλλης επιχείρησης είναι παθητικές και δε χρειάζεται να συμπεριληφθούν στο καθαρό εισόδημα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης που επενδύει. Οι προϋποθέσεις αυτές όμως προσφέρουν ευκαιρίες για χειραγώγηση των κερδών καθώς μπορεί να αυξηθούν τα ποσοστά ιδιοκτησίας μέσω: Συγχρονισμένων πωλήσεων αξιόγραφων τα οποία έχουν κερδίσει, αλλά και αυτά που έχουν χάσει, αξία, αλλαγής πολιτικής διακράτησης αξιόγραφων χαρτοφυλακίου και διαγραφής απαξιωμένων χρεογράφων.

#### 4.3.4. Απαλλαγή από προβληματικές εταιρείες (*Throw out a problem child*)

Η τεχνική αυτή εφαρμόζεται όταν τα κέρδη μειώνονται λόγω μιας προβληματικής θυγατρικής και επιπλέον αυτή η μείωση των κερδών προβλέπεται να είναι εντονότερη σε μελλοντικές περιόδους, τότε αυτή η θυγατρική μπορεί να “αποβληθεί” ώστε να μην συμπαρασύρει και τη μητρική εταιρεία σε αρνητικά αποτελέσματα. Αυτή η “αποβολή” μπορεί να γίνει με μία από τις ακόλουθες τεχνικές.

- Πώληση της θυγατρικής όπου μία ζημία ή ένα κέρδος παρουσιάζεται στη

τρέχουσα κατάσταση αποτελεσμάτων. Αν υπάρχει μεγάλη ζημία όμως είναι προτιμότερο να εξεταστεί η περίπτωση της απόσπασης, που περιγράφεται στην συνέχεια.

- Απόσπαση (spin off) της θυγατρικής. Οι μετοχές της θυγατρικής διανέμονται ή ανταλλάσσονται με τους υφιστάμενους μετόχους, έτσι ώστε να γίνουν αυτοί κάτοχοι προβληματικής θυγατρικής και όχι η εταιρεία.
- Δημιουργία ενός φορέα ειδικού σκοπού (SPE) για τα χρηματοοικονομικά στοιχεία (τέτοια στοιχεία θεωρούνται ότι θα έπρεπε να έχουν πωληθεί και έτσι μετακινούνται από τον ισολογισμό, με τον εκχωρητή να καταγράφει κέρδος ή ζημία από την πώληση των περιουσιακών στοιχείων)

#### 4.3.5. Αλλαγή των GAAP

Όπως αναπτύξαμε και πιο πάνω, οι αλλαγές στα λογιστικά πρότυπα που χρησιμοποιεί μια εταιρεία είναι ένδειξη χαμηλής ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και αυτό έχει αντίκτυπο στη τιμή της μετοχής της. Πρέπει λοιπόν οι αλλαγές αυτές όταν γίνονται να μην τις αντιλαμβάνεται η αγορά. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με την εθελοντική εφαρμογή νέων λογιστικών προτύπων είτε με την υιοθέτηση βελτιωμένων κανόνων αναγνώρισης εσόδων αλλά και εξόδων.

#### 4.3.6. Αποσβέσεις και έξοδα πολυετούς απόσβεσης

Γνωρίζουμε ότι το κόστος των μακροπρόθεσμων χρησιμοποιηθέντων ή αναλωθέντων περιουσιακών στοιχείων επιμερίζεται σαν έξοδο την περίοδο που αναμένεται να ωφελήσει την εταιρεία με τη χρήση του. Η καταχώρηση του εξόδου γίνεται ανάλογα με το είδος του (ενσώματα ή άυλα περιουσιακά στοιχεία, φυσικές πηγές). Δεδομένου ότι η διαδικασία διαγραφής των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων εμπεριέχει υποκειμενική κρίση, μπορεί να υπάρξει δυνατότητα για διαχείριση των κερδών μέσω των παρακάτω τρόπων:

- Επιλογή της μεθόδου διαγραφής (λογιστική εμφάνιση μεγαλύτερων εξόδων στην τρέχουσα περίοδο από ότι στις άλλες)
- Επιλογή της περιόδου διαγραφής (η ωφέλιμη ζωή που εκτιμάται από τη διοίκηση υπάρχει περίπτωση να είναι μικρότερη από την πραγματική ζωή του περιουσιακού στοιχείου)
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (χρησιμοποιείται για να υπολογιστούν

σωστά οι ετήσιες αποσβέσεις και μπορεί να εκτίνεται στα 10, 15 ή και ακόμα στα 30 χρόνια οπότε μπορεί να προκύψουν πολλοί πιθανοί υπολογισμοί)

- Αλλαγή της ιδιότητας των περιουσιακών στοιχείων (για παράδειγμα από λειτουργικό σε μη λειτουργικό περιουσιακό στοιχείο ώστε μην υπάρχει ανάγκη να αποσβένεται)

#### 4.3.7. Πώληση/ Επανεκμίσθωση (*leaseback*) και τεχνικές ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων

Το γεγονός ότι τα μακροπρόθεσμα παραγωγικά περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό αποτιμώνται στο ιστορικό τους κόστος έχει ως αποτέλεσμα την καταγραφή μη διαπιστωμένων μέχρι τότε κερδών ή ζημιών. Υπάρχουν δύο τρόποι για να πραγματοποιηθεί κάτι τέτοιο:

- Ολοκληρωτική πώληση του περιουσιακού στοιχείου (*outright sale*). Η επιχείρηση πουλάει το μακροπρόθεσμο περιουσιακό στοιχείο που έχει απραγματοποιήσει κέρδη ή ζημίες σε ένα συγκεκριμένο έτος προκειμένου να βελτιωθεί η εικόνα των οικονομικών καταστάσεων.
- Πώληση/ επανεκμίσθωση του περιουσιακού στοιχείου (*sales/leaseback*). Οι εταιρείες εδώ πωλούν ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο και αμέσως μετά το μισθώνουν. Ζημίες που πραγματοποιούνται σε μία συναλλαγή πώλησης/επανεκμίσθωσης αναγνωρίζονται αμέσως στα βιβλία του πωλητή. Αντίθετα τα οποιαδήποτε κέρδη αποσβένονται τμηματικά κατά τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου αν πρόκειται για χρηματοδοτική μίσθωση ή σε αναλογία με τις πληρωμές του ενοικίου εάν πρόκειται για λειτουργική μίσθωση. Αυτή η μέθοδος προσφέρει πολλές δυνατότητες στη διοίκηση για χειραγώγηση των κερδών κυρίως μέσω της καταχώρησης των κερδών ή ζημιών αλλά και μετατρέποντας ένα μη υποκείμενο σε απόσβεση (π.χ. το οικόπεδο), σε ένα έξοδο που μειώνει τα κέρδη μπορεί να οδηγήσει σε διαχείριση κερδών.

#### 4.3.8. Κατάταξη λειτουργικών έναντι μη λειτουργικών κερδών

Τα λειτουργικά κέρδη (*core*) είναι αυτά τα οποία αναμένεται να συνεχιστούν και στο μέλλον, ενώ τα μη λειτουργικά κέρδη είναι αυτά που οφείλονται σε έκτακτα ή μη επανεμφανιζόμενα γεγονότα και δεν επηρεάζουν τα μελλοντικά κέρδη. Η

κατηγοριοποίηση αυτή όμως δεν είναι απόλυτη καθώς υπάρχουν κάποιες γκρίζες περιοχές όπου οι διοικήσεις των εταιρειών μπορούν να εκμεταλλευτούν για να εφαρμόσουν πρακτικές χειραγώγησης των κερδών.

#### 4.3.9 Πρόωρη αποπληρωμή των χρεών

Τα μακροπρόθεσμα εταιρικά χρέη (όπως τα ομόλογα) τυπικά καταχωρούνται στην αναπόσβεστη λογιστική τους αξία (amortized book value). Όταν όμως η αποπληρωμή των χρεών αυτών γίνεται νωρίτερα, τότε η πληρωμή των μετρητών που απαιτείται είναι τελείως διαφορετική από τη λογιστική αξία των χρεών, δημιουργώντας με αυτό το τρόπο ένα λογιστικό κέρδος ή ζημία. Ευνόητο είναι λοιπόν πως η εταιρεία μπορεί να επηρεάσει τα κέρδη μέσω της επιλογής της οικονομικής περιόδου αποπληρωμής του χρέους της.

#### 4.3.10 Χρήση παραγώγων (Derivatives)

Τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία ή συμβόλαια των οποίων η αξία είτε παράγεται από κάποιο άλλο περιουσιακό στοιχείο (απόθεμα, αξιόγραφο, αγαθό) ή συνδέεται με κάποιο δείκτη που προσδιορίζεται από την αγορά. Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση προκειμένου να προστατευτεί από κάποιο τύπο επιχειρηματικού κινδύνου (όπως μεταβολές στα επιτόκια, στη συναλλαγματική ισοτιμία, στη τιμή του πετρελαίου κ.α.). Σύμφωνα με το FASB θα πρέπει να καταχωρούνται ως στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού στον ισολογισμό και να αποτιμώνται στην εύλογη αξία (fair value). Τα παράγωγα προσφέρουν πολλές ευκαιρίες για χειραγώγηση των κερδών καθώς δίνουν τη δυνατότητα στην εταιρεία να κάνει μια συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swap) η οποία μετατρέπει τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου σε ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου. Έτσι όταν το επιτόκιο αυξηθεί, η εταιρεία θα καταχωρήσει αύξηση στα έξοδα τόκων για τα ομόλογα και μείωση αν το επιτόκιο μειωθεί. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι η δυνατότητα επιλογής του χρόνου περιέχει την ευκαιρία για χειραγώγηση των κερδών.

#### 4.3.11 Τεχνική “Shrink the ship” (Συρρίκνωσης του πλοίου)

Η τεχνική αυτή αναφέρεται στο γεγονός ότι οι εταιρίες οι οποίες ξαναγοράζουν ίδιες μετοχές δε χρειάζεται να αναφέρουν ζημία ή κέρδος στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης αφού δεν υπάρχει κανένα αποτέλεσμα από αυτή τη συναλλαγή. Ο λόγος είναι ότι με βάση τα GAAP η εταιρεία και οι ιδιοκτήτες των μετοχών της θεωρούνται το

ίδιο. Κέρδος πραγματοποιείται μόνο μέσω συναλλαγών μετοχών εκτός της εταιρείας και όχι με αυτές που εμπλέκονται με τους ιδιοκτήτες της εταιρείας. Το γεγονός αυτό όμως έχει αντίκτυπο στα κέρδη ανά μετοχή (earnings per shares-EPS) που είναι ένα ευρέως χρησιμοποιούμενο υποκατάστατο των κερδών.

#### 4.4. ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η χώρα μας έχει βρεθεί πολλές φορές στο προσκήνιο για ανεπαρκή ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, κι αυτό γιατί τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα επέτρεπαν στις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν πολύ μεγάλη διακριτική ευχέρεια χωρίς να προσφέρουν λεπτομερείς πληροφορίες, επέτρεπαν την υποβολή εκθέσεων που ακολουθούσαν σε πολύ μεγάλο βαθμό στρατηγικές φοροδιαφυγής, ενώ δεν είχαν αποτελεσματικούς μηχανισμούς επιβολής (Σπάθης,2002).

Βέβαια από τον Ιανουάριο του 2005, όπου υιοθετήθηκαν των ΔΠΧΠ, έχουν γίνει βήματα βελτίωσης, καθώς οι λογιστικές καταστάσεις διέπονται από ένα σύνολο κανόνων και λογιστικών αρχών που καθορίζουν την σύνταξη τους και την αποτίμηση των λογιστικών μεγεθών των επιχειρήσεων με ενιαίο και ομοιόμορφο τρόπο. Τα ιδιόρρυθμα όμως χαρακτηριστικά του οικονομικού περιβάλλοντος και του θεσμικού πλαισίου του ελληνικού κράτους δυσκολεύουν λίγο την προσπάθεια αυτή (Tsiouridou & Spathis, 2012).

Πιο συγκεκριμένα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι η πιο συχνή μορφή οργάνωσης των επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία (Spanos et al., 2008). Η ιδιοκτησία εδώ, είναι συγκεντρωμένη σε άτομα που είναι στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους, πολλές φορές, μέλη της οικογένειας είναι επίσης μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στελέχη, συμμετέχοντας έτσι στην άμεση διαχείριση της επιχείρησης. Οι διαχειριστές στις επιχειρήσεις αυτές διαβιβάζουν τις πληροφορίες σχετικά με την απόδοσή τους απευθείας στους ανωτέρους τους, χωρίς πολλές φορές να χρειάζεται να στηρίζονται σε οικονομικές καταστάσεις. Σε αυτό το εταιρικό περιβάλλον, συνεπώς, δε δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στην ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων που δημοσιεύει η επιχείρηση καθώς η θέση των ιδιοκτητών ή των διαχειριστών δεν εξαρτάται από αυτήν (Tzovas, 2006).

Εμπειρικές μελέτες που πραγματοποίησαν συγκρίσεις μεταξύ των χωρών κατέδειξαν ότι η Ελλάδα παρουσιάζει το υψηλότερο επίπεδο χειραγώγησης των κερδών και αδιαφάνειας (Bhattacharya et al., 2003, Leuz et al., 2003). Αιτία για αυτό είναι το μέγεθος της ελληνικής αγοράς. Η ελληνική οικονομία είναι μία σχετικά μικρή αγορά

όπου αναπτύσσονται εύκολα διαπροσωπικές σχέσεις έτσι η οικονομική σύνδεση των ελεγκτών με τους πελάτες τους, τους οδηγεί στο να συμπεριφέρονται οι ίδιοι καιροσκοπικά. Σε συνδυασμό με την αδυναμία των πειθαρχικών αρχών και την χαμηλή πιθανότητα εντοπισμού της επιχείρησης από τις εποπτικές αρχές και να χάσει την φήμη της, η συμπεριφορά αυτή ενισχύεται.

Ένας άλλος πιθανός λόγος που έχει συμβάλλει στη χαμηλή ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης στην Ελλάδα είναι το λογιστικό και φορολογικό σύστημα. Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος θεωρείται ότι είναι άδικα υψηλός με αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις, στην καλύτερη περίπτωση, να πληρώνουν τουλάχιστον τους φόρους από την εκμετάλλευση ή να οδηγούνται στην παράβαση του νόμου με στρατηγικές φοροδιαφυγή και χειραγώγησης κερδών (Ballas, 1994, Spathis & Georgakopoulou, 2007).

Η πιο σημαντική έρευνα που έχει γίνει για μια μικρή χώρα όπως η Ελλάδα είναι αυτή του Μπαράλεξη (2004), όπου εξετάζει τις τεχνικές χειραγώγησης που εφαρμόζουν οι ελληνικές εταιρείες, τη συχνότητα, το μέγεθος και τη κατεύθυνση της χειραγώγησης, τα κίνητρα που υποκινούν τη χειραγώγηση καθώς και αν οι λογιστικοί κανόνες μπορούν να περιορίσουν τα πρόβλημα της επινοητικής λογιστικής. Για της ανάγκες της έρευνας αυτής, χρησιμοποιήθηκαν δύο δείγματα: επαγγελματίες λογιστές που παρέχουν τις υπηρεσίες τους στις ελληνικές επιχειρήσεις σε βάση ημιαπασχόλησης και σε αυτό των εξωτερικών λογιστών.

Αφού μοιράστηκαν ερωτηματολόγια και στα δύο δείγματα, διαπιστώθηκε ότι η δημιουργική λογιστική εξασκείται συχνά στην Ελλάδα, όχι μόνο μέσω της εκμετάλλευση των αδυναμιών του νόμου, αλλά και μέσω της παραβίασης τους που είναι ακόμα πιο ανησυχητικό. Το μέγεθος της χειραγώγησης των κερδών είναι σημαντικό και αυτό έρχεται σε αντίθεση με τους ακαδημαϊκούς που πιστεύουν ότι η χειραγώγηση δεν ασκείται με μεγάλη συχνότητα ή ότι αν ασκείται δε θα έπρεπε να απασχολεί τους επενδυτές. Τέλος, οι ελληνικές εταιρίες διαχειρίζονται προς τα πάνω τα κέρδη τους κυρίως όταν είναι μεγάλες επιχειρήσεις και χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση, ενώ οι μικρές επιχειρήσεις εμφανίζουν μικρότερα κέρδη για να πετύχουν μείωση του φόρου εισοδήματος. Βλέπουμε λοιπόν ότι υπάρχει σύνδεση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της κατεύθυνσης και τα κίνητρα της διαχείρισης κερδών κάτι που δεν είχε ειπωθεί σε προηγούμενη έρευνα.

Οι Karampidis & Hevas (2011) φτάνουν στο συμπέρασμα ότι η υιοθέτηση των ΔΠΧΠ είχε μόνο μικρό αντίκτυπο στη σχετική αξία και στον υπό όρους



συντηρητισμό του λογιστικού εισοδήματος, γεγονός που υποδηλώνει ότι απαιτούνται αλλαγές προκειμένου να βελτιωθεί το υλικό της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ενώ οι Ballas et al., (2010) υποστηρίζουν ότι η Ελλάδα αν και δεν ήταν έτοιμη για την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ, η ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση είναι ότι η υιοθέτηση έχει αυξήσει την αξιοπιστία, τη διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων.

Σε μια οικονομία που στενάζει υπό το βάρος της μεγαλύτερης μεταπολεμικής κρίσης βλέπουμε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις να κλείνουν σε καθημερινή βάση, η ποιοτική λογιστική πληροφόρηση γίνεται πιο αναγκαία από ποτέ. Έτσι, αρκετές μελέτες (Jenkins et al., 2009; Ball and Shivakumar, 2005) υποστηρίζουν πως σε περιόδους οικονομικής κρίσης οι επιχειρήσεις τείνουν να ακολουθούν πολιτικές συντηρητικών κερδών καθώς σε αυτές της περιόδους είναι ριψοκίνδυνη η χρήση των κερδών για εκτιμήσεις σχετικές με τις επιδόσεις των εταιρειών.

Τέλος, οι Filip και Raffournier (2012) παρατήρησαν μία σημαντική μείωση της εφαρμογής “εξομάλυνσης των κερδών” και βελτίωση της ποιότητας των accruals κατά τη περίοδο της κρίσης. Τα συμπεράσματα αυτά μπορούν να ερμηνευτούν με διαφορετικούς τρόπους. Πρώτον, είναι πιθανό οι διοικήσεις των εταιρειών να έχουν μικρότερα κίνητρα για να χειραγωγήσουν τα κέρδη σε περιόδους κρίσης λόγω της υψηλότερης ανεκτικότητας των αγορών στις οικονομικές αποδόσεις. Και δεύτερον, σε περιόδους κρίσης υποστηρίζεται ότι αυξάνεται ο νομικός κίνδυνος, γεγονός που έχει ως συνέπεια την διστακτικότητα των διοικήσεων να υιοθετούν τεχνικές χειραγώγησης των κερδών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### **ΕΛΕΓΧΟΣ ΩΣ ΤΡΟΧΟΠΕΔΗ ΤΗΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΑΩΝ**

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε ότι τίποτα από τα παραπάνω δε θα συζητούσαμε αν οι εποπτικές αρχές έκαναν αποτελεσματικά τη δουλειά τους. Την ασυμμετρία της πληροφόρησης που υπάρχει ανάμεσα στους managers της επιχείρησης και στους ιδιοκτήτες αλλά και στο κοινό οφείλουν να αμβλύνουν οι ελεγκτές. Η ελεγκτική λοιπόν, είναι ένας εξίσου σημαντικός κλάδος της λογιστικής και περιλαμβάνει ένα σύνολο από κανόνες, αρχές και ενέργειες, σύμφωνα με τους οποίους γίνεται ο έλεγχος, ώστε να διεξαχθούν και να διατυπωθούν κάποια δικαιολογημένα συμπεράσματα σχετικά με την οικονομική διαχείριση της επιχείρησης (Τσακλάγκανος, 2005).

Σκοπός της ελεγκτικής εργασίας είναι να εκφράσει ένα πόρισμα ο Ορκωτός λογιστής σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό αξιολογεί την αξιοπιστία και την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύουν οι εταιρίες καθώς και τις πηγές πληροφοριών πάνω στις οποίες στηρίζεται η σύνταξη αυτών των καταστάσεων.

Στην Ελλάδα η πρώτη εμφάνιση οργανωμένου ελεγκτικού επαγγέλματος γίνεται το 1956 με τη σύσταση του Σώματος Ορκωτών Λογιστών (ΣΟΛ), με την βοήθεια Άγγλων ορκωτών λογιστών και υπό τον έμμεσο έλεγχο κράτους. Σήμερα το βασικό ενδιαφέρον αλλά και ευθύνη της ελεγκτικής έχει μετατοπιστεί από την αποκάλυψη της απάτης, στη διαπίστωση της ορθότητας με την οποία οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν την οικονομική θέση και τα αποτελέσματα δράσεως των οικονομικών μονάδων (Καζαντζής, 2006).

Τα ελεγκτικά πρότυπα εκτός του ότι καθοδηγούν τους ελεγκτές στο έργο τους, συνιστούν και το μέτρο για την αξιολόγηση της ποιότητας της εργασίας τους. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι η καλή ή η κακή ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων συνδέεται άμεσα με την ελεγκτική. Η ελεγκτική περιλαμβάνει τόσο τον εσωτερικό όσο και τον εξωτερικό έλεγχο, αλλά εμείς επικεντρωνόμαστε κυρίως στον εξωτερικό καθώς ο ποιοτικός έλεγχος για να μπορέσει να είναι αποτελεσματικός θα πρέπει να γίνεται με αμεροληψία και σύμφωνα με τους κανόνες.

Η ανεξαρτησία των ελεγκτών είναι θεμελιώδους σημασίας για την αξιοπιστία, το κύρος και την επαγγελματική καταξίωση των ελεγκτών. «Ο ελεγκτής πρέπει να είναι ανεπηρέαστος στη σκέψη για να μπορέσει να κερδίσει την εμπιστοσύνη του κοινού

και να αποκτήσει το απαραίτητο προσωπικό και επαγγελματικό κύρος» (Παππάς, 1999). Όταν κάποια επιχείρηση ελέγχεται από έναν ελεγκτή ο οποίος διαθέτει τα παραπάνω στοιχεία, αντικειμενικά αναγνωρίζεται ως καλός ή “μεγάλος” (Big X), αποτελεί ένδειξη καλής ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης ( DeAngelo, 1981).

Η ποιότητα του ελέγχου ορίζεται ως η συνδυασμένη πιθανότητα καταρχήν του εντοπισμού και κατόπιν της αναφοράς ουσιαστικών λαθών που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις . Η πιθανότητα αυτή εξαρτάται τόσο από τις γνώσεις και τις ικανότητες που κατέχει ο ελεγκτής, όσο και από το βαθμό ανεξαρτησίας του, με άλλα λόγια την ικανότητα να εκφέρει οποιαδήποτε γνώμη χωρίς να υποκύπτει σε προσωπικά συμφέροντα και σε πιθανές ασκούμενες πιέσεις από την εταιρεία-πελάτη (DeAngelo, 1981)

Στη διεθνή βιβλιογραφία ως απειλή της ανεξαρτησίας των ελεγκτών, θεωρείται κάθε ενέργεια που απορρέει από προσωπικό συμφέρον και έχει ως συνέπεια την παράληψη, απόκρυψη και διαστρέβλωση των πορισμάτων ενός ελέγχου. Σε τέτοια αποτελέσματα μπορούν να οδηγήσουν οι εξής περιπτώσεις:

- I. Όταν ο ελεγκτής παρέχει εκτός από ελεγκτικές και εξειδικευμένες διοικητικές υπηρεσίες
- II. Όταν η θητεία του ελεγκτή είναι πολύχρονη, καθώς επηρεάζεται άμεσα η αντικειμενικότητα του. Οι ελεγκτές αρχίζουν να λειτουργούν ως υπερασπιστές της επιχείρησης μετά από κάποιο διάστημα, ενώ στη προσπάθειά τους να διατηρήσουν τον πελάτη εμφανίζουν το κίνητρο να αποσιωπούν τυχόν αμφίβολες ενέργειες.
- III. Όταν ο ελεγκτής έχει υπάρξει προηγουμένως manager της επιχείρησης που ελέγχει (με το θέμα αυτό έχει ασχοληθεί και η πράξη Sarbanes-Oxley δείχνοντας έτσι τη βαρύτητα του θέματος).
- IV. Όταν το νομικό πλαίσιο είναι κάπως ελαστικό

Για τη διασφάλιση τώρα της ποιότητας του ελέγχου και κατά συνέπεια της ποιότητας της λογιστικής πληροφόρησης έχει συνταχθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία έχει ως κύρια αποστολή της την προστασία των επενδυτών και την εξασφάλιση της διαφάνειας των συναλλαγών που διενεργούνται σε αυτή. Η Επιτροπή είναι αυτόνομη εποπτική αρχή που λειτουργεί με τη μορφή του Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου και η εποπτεία ασκείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (Τσακλάγκανος, 2005).

Στόχοι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης

λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή των χρηματιστηριακών παραβάσεων. Έχει κανονιστικές, ελεγκτικές καθώς και κυρωτικές αρμοδιότητες.

Δεδομένου της σημασίας του ελέγχου οι ελεγκτές θα πρέπει να επιτελούν σωστά το έργο τους και να εντοπίζουν τυχόν παρατυπίες στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων συμβάλλοντας θετικά στην ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης και να μην γίνονται συνεργοί των διοικήσεων στην χειραγώγηση των κερδών. Αυτό λοιπόν είναι και το θέμα της εμπειρικής ανάλυσης στη συνέχεια.

**Β' ΜΕΡΟΣ**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

#### 6.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η έρευνα που θα πραγματοποιήσουμε έχει ως κύριο στόχο να εξετάσουμε την ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των ελληνικών επιχειρήσεων και την επίδραση των ελεγκτών σε αυτή. Πιο συγκεκριμένα, θα εξετάσουμε αν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις διέπονται από συντηρητικότητα ή αν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης αυτών και αν το δυσμενές και ρευστό οικονομικό περιβάλλον που βιώνουμε έχει συμβάλλει σε αυτό το αποτέλεσμα. Επίσης, θα εξετάσουμε και την αξία που αποκομίζουν οι επιχειρήσεις σε σχέση με την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης που προσφέρουν.

#### 6.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Το δείγμα αποτελείται από 96 βιομηχανικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα λογιστικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία συλλέχθηκαν από τη “Worldscope” βάση δεδομένων, καθώς και από τις ετήσιες εκθέσεις (Annual Reports) των εταιρειών του δείγματος. Η επιλογή έγινε καθαρά με κριτήριο την διαθεσιμότητα των στοιχείων γι αυτό αποκλείστηκαν κάποιες επιχειρήσεις για τις οποίες τα στοιχεία ήταν ανεπαρκή. Η εμπειρική ανάλυση αφορά την περίοδο 2007-2011 και τα δεδομένα μας είναι χρονικώς επαναλαμβανόμενα διαστρωματικά στοιχεία (Panel Data). Με τη χρήση των πάνελ δεδομένων περιορίζεται η πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών καθώς αντιμετωπίζεται και το πρόβλημα του μεροληπτικού σφάλματος. Επίσης αυξάνεται ο αριθμός των παρατηρήσεων και κατά συνέπεια οι βαθμοί ελευθερίας αυξάνονται ενώ η ετεροσκεδαστικότητα μειώνεται.

#### 6.3 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ, ΜΟΝΤΕΛΑ

➤ Υπόθεση 1η :

*H<sub>1</sub>: Οι εταιρείες που ελέγχονται από κάποιον μεγάλο ελεγκτή, τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερο κίνδυνο για χειραγώγηση κερδών και υψηλότερη συντηρητικότητα.*

Οι ελεγκτές είναι ένας από τους προσδιοριστικούς παράγοντες της ποιότητας των

κερδών. Σύμφωνα με τον Iatridis (2012), οι επιχειρήσεις οι οποίες ακολουθούν τις απαιτήσεις της αγοράς για συμμόρφωση τους με τον κανονισμό για υψηλότερη λογιστική ποιότητα και συνεργάζονται με μεγάλους ελεγκτές, αναμένεται τα οικονομικά τους στοιχεία να συνδέονται με χαμηλότερα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και πιο συντηρητικά λογιστικά κέρδη.

Για να ελεγχθεί η δυνατότητα χειραγώγησης των κερδών θα εξετάσουμε τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (discretionary accruals), που όπως γνωρίζουμε από τη θεωρία, το ύψος τους μπορεί να συνδέεται με χειραγώγηση στα κέρδη. Για να υπολογίσουμε τώρα τα discretionary accruals χρησιμοποιούμε το cross-sectional Jones model (Jones, 1999), που περιγράφεται στην εξίσωση (1), τα κατάλοιπα της οποίας είναι τα κέρδη χειραγώγησης (DeFond & Subramanyam, 1998, Batrov et al., 2001, Kothari et al., 2004, Garza-Gomez et al., 2006).

Ακολουθούμε λοιπόν την εξής διαδικασία: Αρχικά “τρέχουμε” την ακόλουθη παλινδρόμηση:

$$AC_{i,t} = \alpha_0 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Όπου:

$AC_{i,t}$  : accruals (συνολικά) ισούνται με την ετήσια μεταβολή του κυκλοφορούντος ενεργητικού (εκτός των μετρητών), μείον τις τρέχουσες υποχρεώσεις (εκτός του βραχυπρόθεσμου δανεισμού και του φόρου εισοδήματος) μείον τις αποσβέσεις.

$A_{i,t}$  : είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων το έτος t.

$\Delta REV_{i,t}$  : είναι η ετήσια μεταβολή στα έσοδα τη χρονική t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$PPE_{i,t}$  : είναι τα μεγέθη property, plant and equipment τη χρονική περίοδο t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$e_{i,t}$  : είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης όπου εδώ είναι τα accruals για κάποια χρονική περίοδο t, διαιρούμενα με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία το έτος t.

Στη συνέχεια παίρνουμε τα κατάλοιπα αυτής της παλινδρόμησης και τα χρησιμοποιούμε ως εξαρτημένη μεταβλητή στη παρακάτω εξίσωση (2) που στηρίζεται στο άρθρο των Tendeloo and Vanstraelen (2005, p. 166) και Maijor and Vanstraelen (2006, p. 39):

$$DAC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AU_{i,t} + \alpha_2 \ln A_{i,t} + \alpha_3 OCF_{i,t} + \alpha_4 DEBT_{i,t} + \alpha_5 AU_{i,t} \times \ln A_{i,t} + \alpha_6 AU_{i,t} \times OCF_{i,t} + \alpha_7 AU_{i,t} \times DEBT_{i,t} + \alpha_8 CRISIS_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Όπου

$DAC_{i,t}$  : είναι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

$AU_{i,t}$  : είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει τη τιμή 1 όταν η επιχείρηση ελέγχεται από μεγάλους ελεγκτές και 0 στην αντίθετη περίπτωση <sup>2</sup>

$\ln A_{i,t}$  : είναι ο λογάριθμος της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων

$OCF_{i,t}$  : είναι οι ταμειακές ροές δια τη συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων

$DEBT_{i,t}$  : είναι το συνολικό χρέος δια τη συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων

$CRISIS_{i,t}$  : είναι ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την οικονομική κρίση, παίρνει τη τιμή 1 για τα έτη 2009-2001, διαφορετικά 0. (το προσθέσαμε εμείς στην εξίσωση για να ελέγξουμε τυχόν επίδραση της επικείμενης οικονομικής κρίσης στη ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης)

$e_{i,t}$  : είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Για να ελέγξουμε τώρα το δεύτερο σκέλος της υπόθεσης που αφορά τη συντηρητικότητα των οικονομικών καταστάσεων, εξετάζουμε τα Λειτουργικά Έσοδα των επιχειρήσεων και αν αυτά αντανakλούν μία κακή είδηση. Χρησιμοποιούμε την παρακάτω εξίσωση (Jenkins et al., 2007, p.294-295):

$$EA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{i,t} + \alpha_2 DR_{i,t} + \alpha_3 R_{i,t} \times DR_{i,t} + \alpha_4 AU_{i,t} + \alpha_5 AU_{i,t} \times R_{i,t} + \alpha_6 AU_{i,t} \times DR_{i,t} + \alpha_7 AU_{i,t} \times R_{i,t} \times DR_{i,t} + \alpha_8 CRISIS_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Όπου

$EA_{i,t}$  : είναι τα λειτουργικά έσοδα δια την αγοραία αξία των μετοχών στην αρχή του οικονομικού έτους.

$R_{i,t}$  : είναι η ετήσια απόδοση των μετοχών

$DR_{i,t}$  : ψευδομεταβλητή που προσεγγίζει τις κακές ειδήσεις. Παίρνει τη τιμή 1 για αρνητικές αποδόσεις ( $R < 0$ ) και 0 στην αντίθετη περίπτωση

$AU_{i,t}$  : είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει τη τιμή 1 όταν η επιχείρηση ελέγχεται από μεγάλους ελεγκτές και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

<sup>2</sup> στην Ελλάδα οι 4 μεγάλοι ελεγκτές είναι οι Ernst and Young, KPMG, Deloitte, PWC



$CRISIS_{i,t}$  : είναι ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την οικονομική κρίση, παίρνει τη τιμή 1 για τα έτη 2009-2011 όπου θεωρείται ότι εμφανίστηκε η κρίση στην Ελλάδα, διαφορετικά 0

$e_{i,t}$ : είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Σύμφωνα με την θεωρία, αναμένουμε ένα σαφώς θετικό  $\alpha_3$  που θα έδειχνε ότι τα κέρδη αντανακλούν τις κακές ειδήσεις έγκαιρα. Ένα θετικό  $\alpha_5$  θα μπορούσε να αποδεικνύει ότι η ικανότητα πληροφόρησης των κερδών που παρέχεται από εταιρείες που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές εκτιμάται από τους επενδυτές. Ομοίως, ένα σημαντικό θετικό  $\alpha_7$  θα έδειχνε ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές εμφανίζουν υψηλότερη συντηρητικότητα.

➤ Υπόθεση 2η:

$H_{02}$ : Οι εταιρείες που ελέγχονται από κάποιον μεγάλο ελεγκτή, τείνουν να έχουν υψηλότερη αγοραία αξία (market value).

Το μέτρο που χρησιμοποιούμε για την αξία της επιχείρησης είναι ο δείκτης Tobin's Q όπως είπαμε και στο θεωρητικό μέρος. Για να ελέγξουμε τώρα το δείκτη αυτό σε σχέση με την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης που παρέχουν οι επιχειρήσεις, χρησιμοποιούμε την παρακάτω εξίσωση των Glaessens et al., (2002), αλλά την έχουμε προσαρμόσει στην έρευνά μας αφαιρώντας ορισμένες μεταβλητές και τοποθετώντας τις μεταβλητές  $AU_{i,t}$  και  $CRISIS_{i,t}$ .

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LNTOTASS_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 CASH_{i,t} + \alpha_4 NIEX_{i,t} + \alpha_5 AGROWTH_{i,t} + \alpha_6 R_{i,t} + \alpha_7 AU_{i,t} + \alpha_8 CRISIS_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

Όπου

$Q_{i,t}$  : είναι το άθροισμα του συνολικού ενεργητικού συν την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων μείον τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων δια το σύνολο του ενεργητικού

$LNTOTASS_{i,t}$  : είναι ο φυσικός λογάριθμος της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων

$LEV_{i,t}$  : είναι η αναλογία του συνολικού χρέους δια της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

$CASH_{i,t}$  : είναι τα συνολικά διαθέσιμα και ισοδύναμα δια της συνολικής αξίας των

περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

$NIEX_{i,t}$  : είναι τα καθαρά κέρδη προ εκτάκτων αποτελεσμάτων δια της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

$AGROWTH_{i,t}$  : είναι η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή της συνολικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

$R_{i,t}$  : είναι η ετήσια απόδοση των μετοχών

$AU_{i,t}$  : είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει τη τιμή 1 όταν η επιχείρηση ελέγχεται από μεγάλους ελεγκτές και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

$CRISIS_{i,t}$  : είναι ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την οικονομική κρίση, παίρνει τη τιμή 1 για τα έτη 2009-2011 όπου θεωρείται ότι εμφανίστηκε η κρίση στην Ελλάδα, διαφορετικά 0

$e_{i,t}$  : είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Όπως είπαμε και στο θεωρητικό μέρος της εργασίας οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν ποιοτικά κέρδη τα οποία μάλιστα επαληθεύονται και από μεγάλους και αξιόπιστους ελεγκτές, προσφέρουν μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές και αυτοί με τη σειρά τους τις επιβραβεύουν με μεγαλύτερη αξία (αποτίμηση). Αναμένεται λοιπόν να έχουμε θετικά  $a_7$  και  $a_6$ .

#### 6.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των υποθέσεων. Πριν όμως από τη παρουσίαση θα ήθελα να πω ότι ο έλεγχος των υποθέσεων γίνεται στο οικονομετρικό πρόγραμμα E-views με τη χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares, OLS). Τα αποτελέσματα είναι διορθωμένα από πρόβλημα αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας. Οι έλεγχοι καθώς και όλοι οι πίνακες με τις παλινδρομήσεις από το πρόγραμμα βρίσκονται στο τέλος της εργασίας, στο Παράρτημα.

Χρησιμοποιούμε τον έλεγχο Breusch-Godfrey για να δούμε αν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στο δείγμα μας. Με το συγκεκριμένο τεστ παρέχεται ένας γενικός έλεγχος για τυχόν μεγαλύτερου βαθμού αυτοσυσχέτισης. Διεξάγεται παλινδρομώντας τα κατάλοιπα που προκύπτουν από μία παλινδρόμηση Ελαχίστων Τετραγώνων μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής, των ερμηνευτικών μεταβλητών και ένα σύνολο καταλοίπων με υστερήσεις. Για να λύσουμε το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης προσθέτουμε ένα αυτοπαλίνδρομο σχήμα 1ου βαθμού AR(1) και τρέχουμε ξανά την παλινδρόμηση. (Μέθοδος των πρώτων διαφορών)

Για να ελέγξουμε τώρα την ετεροσκεδαστικότητα χρησιμοποιήσαμε τον έλεγχο Breusch-Pagan-Godfrey (B-P-G).

Οι πίνακες 6.1 και 6.2 αφορούν την υπόθεση 1. Ο πίνακας 6.1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για την εξίσωση (2), που εξετάζει τη χειραγώγηση των κερδών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1 – Earnings management**

Μεταβλητές	Συντελεστές
$AU_i$	-0.344249 (1.300950)
$\ln A_{i,t}$	0.011307 (0.011859)
$OCF_{i,t}$	0.311040 ** (0.138040)
$DEBT_{i,t}$	0.044879 (0.090819)
$AU_{i,t} \times \ln A_{i,t}$	-0.033935 ** (0.013008)
$AU_{i,t} \times OCF_{i,t}$	0.448907 ** (0.210462)
$AU_{i,t} \times DEBT_{i,t}$	-0.1429 (0.169173)
$CRISIS_{i,t}$	-0.018744 (0.027125)
C	0.113883 (0.133692)
$R^2$ adj.	0.32
Sample size	N= 96

Τα σύμβολα \*\* και \* υποδεικνύουν στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο 5% και 10% αντίστοιχα. Στις παρενθέσεις βρίσκονται τα τυπικά σφάλματα.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εξίσωσης (3), που εξετάζει τη συντηρητικότητα των οικονομικών μεγεθών που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις.

**Πίνακας 6.2 – Earnings conservatism**

Μεταβλητές	Συντελεστές
$R_{i,t}$	-1.253218 ** (0.411330)
$DR_{i,t}$	4.694445 (3.117215)
$R_{i,t} \times DR_{i,t}$	-1.705353** (0.705689)
$AU_{i,t}$	0.965147 ** (0.361245)
$AU_{i,t} \times R_{i,t}$	1.205109 (1.159612)
$AU_{i,t} \times DR_{i,t}$	4.260685 (2.872200)
$AU_{i,t} \times R_{i,t} \times DR_{i,t}$	-14.39289 ** (6.322701)
$CRISIS_{i,t}$	-2.193326* (0.872594)
C	2.834702 (1.849157)
$R^2$ adj.	0.34
Sample size	N= 96

Τα σύμβολα \*\* και \* υποδεικνύουν στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο 5% και 10% αντίστοιχα. Στις παρενθέσεις βρίσκονται τα τυπικά σφάλματα.

Τα παραπάνω αποτελέσματα παρουσιάζουν αποδείξεις που μας οδηγούν να απορρίψουμε την υπόθεση 1, πράγμα που σημαίνει ότι οι ελεγκτές δεν συμβάλλουν

σημαντικά στη μείωση της χειραγώγησης των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές δε είναι σίγουρο ότι θα εμφανίζουν πιο ποιοτικά και πιο συντηρητικά κέρδη.

Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο πίνακα (6.1) βλέπουμε ότι η μεταβλητή  $AU_{i,t}$  έχει μεν αρνητικό πρόσημο όπως αναμενόταν, αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική. Οι μεγάλοι ελεγκτές φαίνεται πως δεν έχουν σημαντική επίδραση στη δυνατότητα χειραγώγησης των κερδών. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο οικονομικό περιβάλλον και στο θεσμικό πλαίσιο της Ελλάδας. Η οικονομική σύνδεση των ελεγκτών με τους πελάτες τους φαίνεται πως είναι ισχυρή ενώ οι νομικές κυρώσεις είναι χαμηλές. Επίσης, η μεταβλητή  $AU_{i,t} \times OCF_{i,t}$  είναι στατιστικά σημαντικά και θετικά συσχετισμένη με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές και παρουσιάζουν χαμηλές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ( $OCF_{i,t}$ ), θα έχουν και χαμηλά διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα. Ομοίως και η μεταβλητή  $AU_{i,t} \times \ln A_{i,t}$  έχει ένα σημαντικό αρνητικό συντελεστή που δείχνει ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις ( $\ln A_{i,t}$ ) θα ασκούν λιγότερο χειραγώγηση στα κέρδη, ίσως γιατί δε χρειάζονται χρηματοδότηση από εξωτερικούς παράγοντες. Το  $R^2$  adj. είναι ίσο με 0.30, που σημαίνει ότι το 30% της εξαρτημένης μεταβλητής ( $DAC_{i,t}$ ) εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Στο δεύτερο πίνακα τώρα (6.2) μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι οι επιχειρήσεις που είναι πελάτες μεγάλων ελεγκτών δεν εμφανίζουν πιο συντηρητικά κέρδη. Αυτό φαίνεται από τον συντελεστή της μεταβλητής ( $AU_{i,t} \times R_{i,t} \times DR_{i,t}$ ) που είναι σημαντικά αρνητικός δείχνοντας έτσι ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους ελεγκτές δεν παρουσιάζουν μεγαλύτερη συντηρητικότητα στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Επίσης και η μεταβλητή ( $R_{i,t} \times DR_{i,t}$ ) είναι αρνητικά συσχετισμένη με τα λειτουργικά έσοδα οπότε μπορούμε να πούμε ότι τα κέρδη δεν αντανakλούν τις κακές ειδήσεις εγκαίρως. Οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να φοβούνται να δημοσιεύσουν άμεσα μία κακή είδηση ίσως περιμένουν μήπως αυξηθούν τα κέρδη περισσότερο την επόμενη περίοδο. Τέλος, η μεταβλητή  $CRISIS_{i,t}$  είναι αρνητικά συσχετισμένη (σε επίπεδο σημαντικότητας 10%) με τα λειτουργικά έσοδα. Βλέπουμε ότι η χρηματοοικονομική κρίση οδηγεί σε μείωση των λειτουργικών εσόδων μιας επιχείρησης. Η ύπαρξη μιας ευάλωτης χρηματοοικονομικής κατάστασης κάνει τις επιχειρήσεις πιο επιφυλακτικές στην εμφάνιση των κερδών τους. Άλλωστε μέσα σε αυτή τη κατάσταση η αγορά είναι πιο ανεκτική όσον αφορά τις οικονομικές αποδόσεις των επιχειρήσεων. Το  $R^2$  adj. είναι ίσο με 0.34, που σημαίνει ότι το 34% της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από τις

ανεξάρτητες μεταβλητές.

Ο παρακάτω πίνακας 6.3 αφορά τη 2η υπόθεση της έρευνας μας και δείχνει τα αποτελέσματα από την εξίσωση (4)

Πίνακας 6.3-Tobin's Q	
Variables	Coefficient
LNTOTASS <sub>i,t</sub>	-1.518240 *** (0.240986)
LEV <sub>i,t</sub>	2.662504 (9.515017)
CASH <sub>i,t</sub>	11.40430** (10.61079)
NIEX <sub>i,t</sub>	0.000306 (0.062342)
AGROWTH <sub>i,t</sub>	0.000669 (0.003842)
R <sub>i,t</sub>	-2.443554 (4.042048)
AU <sub>i,t</sub>	2.686639*** (0.676872)
CRISIS <sub>i,t</sub>	-0.025009* (0.010374)
C	40.06223 (36.59545)
R <sub>2</sub> adj.	0.39
Sample size	96

Τα σύμβολα \*\*\*, \*\* και \* υποδεικνύουν στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. Στις παρενθέσεις βρίσκονται τα τυπικά σφάλματα.

Η αξία της εταιρίας εξαρτάται από την ασφάλεια που μπορεί να προσφέρει στους επενδυτές της. Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι η μεταβλητή  $LNTOTASS_{i,t}$  είναι αρνητικά συσχετισμένη με την εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η μεταβλητή  $CASH_{i,t}$  είναι θετικά συσχετισμένη. Αυτό μας δείχνει ότι οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν στις καταστάσεις τους περισσότερα μετρητά και άλλα ισοδύναμα, παρουσιάζουν υψηλότερο  $Q$  δηλαδή υψηλότερη αξία. Οι επενδυτές προτιμούν αυτού του είδους τις επιχειρήσεις γιατί μειώνουν την αβεβαιότητα για το μέλλον (όπως είδαμε και στη θεωρία). Επίσης και η μεταβλητή της ποιότητας  $AU_{i,t}$  έχει θετικό συντελεστή δείχνοντας ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μεγάλους επενδυτές εμφανίζουν μεγαλύτερο  $Q$ . Και αυτό το συμπέρασμα συνδέεται με την ασφάλεια που απαιτούν οι επενδυτές. Τέλος, βλέπουμε ότι σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση μιας επιχείρησης παίζει και το χρηματοοικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση αφού η μεταβλητή  $CRISIS_{i,t}$  είναι σημαντική και αρνητικά συσχετισμένη με το δείκτη  $Q$ . Η ρευστή οικονομική κατάσταση κάνει τις επιχειρήσεις πιο ευάλωτες και τους επενδυτές πιο καχύποπτους και απρόθυμους να αγοράσουν μετοχές. Τέλος, το  $R^2$  adj. είναι ίσο με 0.39, που σημαίνει ότι το 39% της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Η συγκεκριμένη εργασία επιχείρησε να εξηγήσει και να διαφωτίσει με σαφήνεια κάθε γκρίζο σημείο γύρω από τον όρο “ποιότητα κερδών”. Αναμφισβήτητα τα κέρδη και γενικότερα ότι περιστρέφεται γύρω από αυτά αποτελούν ένα πεδίο πρόσφορο για πολλές συζητήσεις αλλά και διαμάχες. Είναι το μέγεθος για το οποίο δημοσιεύονται συνέχεια στοιχεία και για το οποίο γίνονται συνέχεια εκτιμήσεις της μελλοντικής του διαμόρφωσης. Η ποιότητα των κερδών μπορούμε να πούμε, μετά τη βιβλιογραφικά ανασκόπηση που κάναμε, ότι είναι ένα χαρακτηριστικό που περιγράφει συνοπτικά το λογιστικό σύστημα και μας δείχνει την αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς.

Από την άλλη πλευρά, η χειραγώγηση των κερδών έχει πάρει ανησυχητικές διαστάσεις τόσο στη χώρα μας όσο και διεθνώς. Η τάση των διοικήσεων να εμφανίζουν μια παραπλανητική εικόνα για την επιχείρησή τους, εκμεταλλευόμενες τις αδυναμίες των λογιστικών κανόνων ή ακόμα παραβιάζοντας αυτούς, με σκοπό την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με τρόπο που τους, είδαμε ότι έχει τεράστιο οικονομικό και κοινωνικό αντίκτυπο επηρεάζοντας τις επενδυτικές δραστηριότητες.

Σημαντικό ρόλο στην ανάχνευση και τον περιορισμό των τεχνικών χειραγώγησης των κερδών οφείλουν να έχουν οι ελεγκτές, κυρίως στο στάδιο της εκτίμησης των παραγόντων κινδύνου, οι οικονομικοί αναλυτές αλλά και γενικότερα οι εποπτικές αρχές όπως η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελεγκτών (ΕΛΤΕ) και οι ελεγκτικές υπηρεσίες του Υπουργείου Οικονομικών. Όλοι αυτοί θα πρέπει να λειτουργούν ως “θεματοφύλακες” της ποιότητας της λογιστικής πληροφόρησης και της διαφάνειας. Αν οι ελεγκτές έκαναν τη δουλειά τους σωστά και απερίσπαστα από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων ίσως να μην μιλούσαμε για χειραγώγηση των κερδών.

Την συμβολή λοιπόν των ελεγκτών στην ποιότητα των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων, εξετάσαμε στην εμπειρική ανάλυση. Συγκεκριμένα, η μελέτη επικεντρώνεται στις ελληνικές εταιρείες που ελέγχονται από κάποιον μεγάλο ελεγκτή και εξετάζει τη διαφοροποίηση στη δυνατότητα άσκησης τεχνικών χειραγώγησης κερδών και στο επίπεδο της συντηρητικότητας. Ως μεταβλητή για τη χειραγώγηση των κερδών χρησιμοποιήσαμε τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (discretionary accruals) από το μοντέλο της Jones. Δείξαμε ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από



ένα μεγάλο ελεγκτή δεν είναι σίγουρο ότι θα εμφανίζουν χαμηλότερα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και πιο συντηρητικά και υψηλής ποιότητας κέρδη. Μία ερμηνεία είναι το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι μια μικρή οικονομία οπότε η σχέση μεταξύ των ελεγκτών με τους πελάτες τους ίσως είναι ισχυρή.

Επιπρόσθετα, εξετάσαμε αν η ποιότητα των λογιστικών πληροφοριών έχει αντίκτυπο και στην αξία της επιχείρησης (Firm Value). Η αβεβαιότητα στη ρευστότητα της επιχειρήσεις και γενικά η αδιαφάνεια συσχετίζονται αρνητικά με την αποτίμηση, όπως μετράται από τον δείκτη Tobin's Q. Διαπιστώσαμε ότι επιχειρήσεις που ελέγχονται από τους μεγάλους ελεγκτές παρουσιάζουν υψηλότερο Tobin's Q, γεγονός που δείχνει ότι η αξία της επιχείρησης συνδέεται άμεσα με την ασφάλεια που προσφέρει στο επενδυτικό κοινό της και αυτήν την απαιτούμενη ασφάλεια οι ελεγκτές μπορούν να την προσφέρουν. Βλέπουμε λοιπόν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών ώστε να προσελκύσουν επενδυτές και μετόχους αλλά και χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Τα αποτελέσματα μας υπόκεινται βέβαια σε περιορισμούς παρόμοιων εμπειρικών μελετών. Πρώτον τα μοντέλα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων (abnormal accruals model) έχουν λάβει επαναλαμβανόμενες επικρίσεις. Τα μοντέλα αυτά υποφέρουν από τον έμφυτο περιορισμό ότι δεν είμαστε σε θέση να επικυρώσουμε την ακρίβεια της πρόβλεψής τους. Δηλαδή δεν μπορούμε να εξακριβώσουμε αν οι εκτιμήσεις των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι αποτέλεσμα ευκαιριακών επιλογών της διοίκησης για τις λογιστικές μεθόδους ή απλώς ένα κατασκεύασμα του μοντέλου που χρησιμοποιήσαμε. Δεύτερον, είναι απίθανο όλοι οι μεγάλοι ελεγκτές να προσφέρουν το ίδιο επίπεδο ποιότητας ελέγχου σε μια στιγμή μέσα στο χρόνο και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Οι περιορισμοί αυτοί θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη ως ευκαιρίες για μελλοντική έρευνα. Για παράδειγμα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν οι αναδιατυπώσεις των κερδών (earnings restatements) όπως και περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις υπόκεινται σε ουσιαστική εφαρμογή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μέσω των AAERs, ως δυναμικές εναλλακτικές λύσεις των μοντέλων των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων. Τα μέτρα αυτά θεωρούνται πιο άμεσα καθώς αναφέρονται σε πραγματικά γεγονότα. Επίσης θα μπορούσαμε να εξετάσουμε τη γνώμη των ελεγκτών στην αναφορά εκθέσεων τους, τη θητεία του ελεγκτή όπως και άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες της ποιότητας των κερδών, όπως τη συμβολή των μηχανισμών ελέγχου της εταιρικής κυβέρνησης.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΞΕΝΗ

1. Affleck-Graves, J., Callahan, C., Chipalkatti, N., 2002. Earnings predictability, information asymmetry, and market liquidity. *Journal of Accounting Research* 40, 561-583.
2. Agrawal, A., Chadha, S., 2005. Corporate governance and accounting scandals. *Journal of Law and Economics* 48, 371-406.
3. Ahmed A., (1994). "Accounting earnings and future economic rents: an empirical analysis." *Journal of Accounting and economics* 17, 377-400
4. Amihud Y., Mendelson H., Pedersen L., (2005). "Liquidity and asset prices". *Foundations and Trends in Finance* 1, 269-3649
5. Amihud, Y., (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
6. Amihud, Y., Menderson, H., (2008). "Liquidity, the value of the firm, and corporate governance". *Journal of Applied Corporate Finance* 20, 32-45
7. Ammann, M., Oesch, D., Schmid, M.M., (2011). Corporate governance and firm value: international evidence. *Journal of Empirical Finance* 18, 36-55.
8. Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W., LaFond, R., (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42, 203-243.
9. Baber, W., Kang, S., Kumar, K., (1998). "Accounting earnings and executive compensation: the role of earnings persistence". *Journal of Accounting and Economics* 25, 169-193.
10. Ball R., Brown P., (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers." *Journal of Accounting Research* 6, 159-178
11. Ball R., Foster G., (1982). "Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research." *Journal of Accounting Research* 20,161-234
12. Ball R., Shivakumar L. (2005). " Earnings quality in UK private firms: Comparatives loss recognition timeliness". *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128
13. Ballas A. (1994). Accounting in Grece. *European Accounting Review*, 3(1), 107-121.

14. Ballas A. A., Skoutela D., & Tzovas C. A., (2010). "The relevance of IFRS to an emerging market: Evidence from Greece". *Managerial Finance*, 36, 931-948
15. Baralexis S., (2004). "Creative accounting in small advancing countries The Greek case". *Managerial Auditing Journal* 19 (3), 440-461
16. Barth, M., Elliott, J., Finn, M., (1999). "Market rewards associated with patterns of increasing earnings". *Journal of Accounting Research* 37, 387-413
17. Basu S. (1997). "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, p.3-37.
18. Beasley, M., (1996). "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review* 71, 443-465
19. Beattie, V., S. Brown, D. Ewers, B. John, S. Manson, D. Thomas and M. Turner, (1994). "Extraordinary items and income smoothing: A positive accounting approach". *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 791-811.
20. Beaver W., (1968). "The information content of annual earnings announcements." *Journal of Accounting Research* 6, 67-92
21. Beaver W., McNichols M., Nelson K., (2007). "An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions." *Review of Accounting Studies* 12, 525-556
22. Becker C., DeFond M., Jiambalvo J., Subramanyam K., (1998). "The effect of audit quality on earnings management." *Contemporary Accounting Research* 15, 1-24
23. Beidleman, C., (1973). "Income smoothing: the role of management". *The Accounting Review* 48, 653-667.
24. Beneish, M., (1999). "Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review* 74,425-457".
25. Bhojraj, S., Swaminathan, B., (2007). "How does the corporate bond market value capital investments and accruals?" *Review of Accounting Studies* 14, 31-62.
26. Biddle, G., Hilary, G., (2006). "Accounting quality and firm-level capital investment". *The Accounting Review* 81, 963-982.
27. Bonner, S., Palmrose, Z., Young, S., (1998). "Fraud type and auditor

- litigation: an analysis of SEC accounting and auditing enforcement releases”.  
The Accounting Review 73, 503-532
28. Botosan, C., Plumlee, M., (2002). “A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital”. Journal of Accounting Research 40, 21-40.
  29. Bowen, R., Lacey, J., Noreen, E., (1981). “Determinants of corporate decision to capitalize interest”. Journal of Accounting and Economics 3, 151-179.
  30. Bowen, R., Rajgopal, S., Venkatachalam, M., (2008). “Accounting discretion, corporate governance, and firm performance”. Contemporary Accounting Research 25, 310-405.
  31. Burgstahler D., Hail L., Leuz C., (2006). “The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms”. The Accounting Review, 81, 983-1016
  32. Burgstahler, D., Dichev, I., (1997). “Earnings management to avoid earnings decreases and losses”. Journal of Accounting and Economics 24, 99-126
  33. Burns, N., Kedia, S., (2006). “The impact of performance-based compensation on misreporting”. Journal of Financial Economics 79, 35-67.
  34. Caramanis C., Lennox C., (2008). “Audit effort and earnings management.” Journal of Accounting and Economics 45, 116-138
  35. Cheng, Q., Warfield, T., (2005). “Equity incentives and earnings management”. The Accounting Review 80, 441-476
  36. Choe, H., Kho, B., Stultz, R., (2001). “Do domestic investors have more valuable information about individual stocks than foreign investors?” NBER Working Paper #8073
  37. Chung H., Wynn J., (2008). “Managerial legal liability coverage and earnings conservatism.” Journal of Accounting and Economics 26, 135-153
  38. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L. H. P., (2002). “Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholders”. Journal of finance, 57, 2741-2771.
  39. Collins D., Kothari S., Shanken J., Sloan R., (1994). “Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association.” Journal of Accounting and Economics 18, 289-324

40. Coppens L., Peek E., (2005). "An analysis of earnings management by European private firms". *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 14, 1-17
41. Core J., Schrand C., (1999). "The effect of accounting-based debt covenants on equity valuation." *Journal of Accounting and Economics* 27, 1-34
42. Cuccia, A., Hackenbrack, K., Nelson, M., (1995). "The ability of professional standards to mitigate aggressive reporting". *The Accounting Review* 70, 227-248.
43. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D., (1994). "Accounting choice in troubled companies." *Journal of Accounting and Economics* 17, 113-143
44. DeAngelo, L., (1981). "Auditor size and audit quality". *Journal of Accounting and Economics*, pp. 183-199
45. Dechow P., Ge W., Schrand C., (2010). "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences", *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401
46. Dechow P., Sloan R., Sweeney A., (1996). "Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC." *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36
47. Dechow, P., Dichev, I., (2002). "The quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors". *The Accounting Review* 77, 35-59
48. Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1995). "Detecting earnings management". *The Accounting Review* 70, 193-225
49. Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1996). "Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
50. DeFond M., (2010). "Earnings quality research: Advances, challenges and future research." *Journal of Accounting and Economics* 50, 402-409
51. DeFond, M., Park C., (1997). "Smoothing income in anticipation of the future earnings". *Journal of Accounting and Economics* 23, 115-139.
52. Desai, H., Hogan, C., Wilkins, M., (2006). "The reputational penalty for aggressive accounting: earnings restatements and management turnover". *The Accounting Review* 81, 83-112.
53. Dhaliwal D., Fargher N., Lee K., (1991). "The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial

- leverage.” *Contemporary Accounting Research* 8, 20-41
54. Dhaliwal, D., Gleason, C., Mills, L., (2004). “Last-chance earnings management: using the tax expense to meet analyst's forecasts”. *Contemporary Accounting Research* 21, 431-459
  55. Dietrich, J., Muller, K., Riedl, E., (2007). “Asymmetric timeliness tests of accounting conservatism”. *Review of Accounting Studies* 12, 95-125
  56. Doyle, J., Ge, W., McVay, S., (2007a). “Accruals quality and internal control over financial reporting”. *The Accounting Review* 82, 1141-1170.
  57. Doyle, J., Ge, W., McVay, S., (2007b). “Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting”. *Journal of Accounting and Economics* 44, 193-223.
  58. Ducharme, L., Malatesta, P., Sefcik, S., (2004). “Earnings management stock issues, and shareholder lawsuits”. *Journal of Financial Economics* 71, 27-49.
  59. Durnev, A., Kim, E., (2005). “To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation”. *Journal of Finance* 60 (3), 1461-1493.
  60. Durtschi C., Easton P., (2005). “Earnings management? The shapes of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence ipso facto.” *Journal of Accounting Research* 43, 557-592
  61. Durtschi C., Easton P., (2009). “Earnings management? Erroneous inference based on earnings frequency distributions.” *Journal of Accounting Research*, 47, 1249-1282
  62. Easton P., Zmijewski S., (1989). “Cross-sectional variation in the stock market response to the announcement of accounting earnings”. *Journal of Accounting and Economics* 9, 117-141
  63. Fairfield P., Whisenant S., Yohn T., (2003). “Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing”. *The Accounting Review* 78, 353-371
  64. Fernandes N. and Ferreira, M., (2007). “The Evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis”. Working Paper.
  65. Feroz, E., Park, K., Pastena, V., (1991). “The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases”. *Journal of Accounting Research* 29, 107-142.
  66. Fields, T., Lys, T., Vincent, L., (2001). “Empirical research on accounting

- choice”. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3), 255-307.
67. Filip, A., Raffournier, B., (2012). “The impact of the 2008-2009 financial crisis on earnings management: The European Evidence”. Working paper, American Accounting Association.
  68. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2005a). “The market pricing of accruals quality”. *Journal Accounting and Economics* 39, 295-327
  69. Frankel R., Johnson M., Nelson K., (2002). “The relation between auditors' fees for nonaudit services and earnings management.” *The Accounting Review* 77, 71-105
  70. Fu R., Kraft A., Zhang H. (2012). “Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity”, *Journal of Accounting and Economics*, 54, 132-149
  71. Garcia Lara J., Garsia Osma B., Penalva F., (2009). “Accounting conservatism and corporate governance.” *Review of Accounting Studies* 14, 161-201
  72. Ge, W., McVay, S., (2005). “The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act”. *Accounting Horizons* 19, 137-158.
  73. Givoly, D., Hayn, C., (2000). “The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative?” *Journal of Accounting and Economics* 29, 287-320.
  74. Givoly, D., Hayn, C., Natarajan, A., (2007). “Measuring reporting conservatism”. *The Accounting Review* 82, 65-106.
  75. Gleason C., Mills L., (2008). “Evidence of differing market responses to beating analysts' target through tax expense decreases.” *Review of accounting Studies* 13, 295-318
  76. Gompers, P., Joy I., & Andrew M., (2003). “Corporate governance and equity prices”. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
  77. Graham, B., Dodd, D., 1934. In: *Security Analysis*. The McGraw-Hill Book Company, Inc
  78. Graham, J., Li, S., Qiu, J., (2008). “Corporate misreporting and bank loan contracting”. *Journal of Finance Economics* 88, 44-61.
  79. Grinblatt, M., & Keloharju, M., (2000). “The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set”. *Journal of financial Economics*, 55, 43-67.

80. Hanlon, M., Laplante, S., Shevlin, T., (2005). "Evidence for the possible information loss of conforming book income and taxable income". *Journal of Law and Economics* 48, 407-442
81. Hanlon, M., Maydew, E., Shevlin, T., (2008). "An unintended consequence of book-tax conformity: a loss of earnings informativeness". *Journal of Accounting and Economics* 46, 294-311
82. Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., (1999). "Stock price performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure". *Contemporary Accounting Research* 485-520 (fall).
83. Healy, P., Wahlen, J., (1999). "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons* 13, 365-386.
84. Hennes, K., Leone, A., Miller, B., (2008). "The importance of distinguishing errors from irregularities in restatement research: the case of restatements and CEO/CFO turnover". *The Accounting Review* 83, 1487-1519.
85. Hogan, C., Wilkins, M., (2008). "Evidence on the audit risk model: do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies?". *Contemporary Accounting Research* 25, 219-242.
86. Holthausen, R., Verrecchia, R., (1988). "The effect of sequential information releases on the variance of prices changes in an intertemporal multi-asset market". *Journal of Accounting Research* 26, 82-106.
87. Hribar, P., Jenkins, N., (2004). "The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital". *Review of Accounting Studies* 9, 337-356.
88. Iatridis G., (2012). "Audit quality in common-law and code-law emerging markets: Evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity", *Emerging Markets Review*, 13, 101-117
89. Imhoff E., Lobo G., (1992). "The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients." *The Accounting Review* 67, 427-439
90. Jacob J., Jorgensen B., (2007). "Earnings management and accounting income aggregation." *Journal of Accounting and Economics.*" 43, 369-390
91. Jenkins, D., Kane, G., and Velury, U., (2009). "Earnings conservatism and value relevance across the business cycle". *Journal of Business Finance and*



- Accounting 36, 1041-1058.
92. Jensen, M., Meckling W., (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
  93. Jones J., (1991). "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research* 29, 193-228
  94. Jones, L., (1991). "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research* 29, 193-228
  95. Karampinis, N. I., & Hevas , D. L. (2011). "Mandating IFRS in an unfavourable environment: The Greek experience". *The international Journal of Accounting*, 46, 304-332
  96. Karpoff, J., Lee, D., Martin, G., (2008a). "The consequences to managers for financial misrepresentation". *Journal of Financial Economics* 88, 193-215.
  97. Kasznik R., McNichols M., (2002). "Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices." *Journal of Accounting Research* 40, 727-759
  98. Keating, A., Zimmerman, J., (1999). "Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives". *Journal of Accounting and Economics* 28, 359-389.
  99. Kim, M., and Kross, W., (1998). "The impact of the 1989 Change in Bank Capital Standards on Loan Loss Provisions and Loan Write-offs". *Journal of Accounting and Economics* 25, 69-99.
  100. Kormendi R., Lipe R., (1987). "Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns". *Journal of Business* 60, 323-345
  101. Kothari, S., Leone, A., Wasley, C., (2005). "Performance matched discretionary accrual measures". *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197
  102. Kravet, T., Shevlin, T., (2010). "Accounting restatements and information risk". *Review of Accounting Studies* 15, 264-294
  103. LaFond W., Watts R., (2008). "The information role of conservatism". *The Accounting Review* 83, 447-478
  104. Lambert, R., (2001). "Contracting Theory and Accounting". *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3), 3-87.
  105. Lang, M., Lundholm, R., (1996). "Corporate disclosure policy and analyst

- behavior”. *The Accounting Review* 71 (4), 467-492.
106. Lang, M., Raedy, J., Yetman, M., (2003). “How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality”. *Journal of Accounting Research* 41, 363-386.
107. Leuz C., Nanda D., Wysocki P., (2003). “Earnings management and investor protection: An international comparison”. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
108. Leuz, C., (2004). “Proprietary versus nonproprietary disclosures: Evidence from Germany. In C. Leuz, D. Pfaff, & A. Hopwood (Eds.)”, *The economics and politics of accounting* 164-197 : Oxford University Press.
109. Lev B., Zarowin P., (1999). “The boundaries of financial reporting and how to extend them.” *Journal of Accounting Research* 37, 353-385
110. Lev, B., (1989). “On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research”. *Journal of Accounting Research* 27, 153-192
111. Lev, B., Ryan, S., Wu, M., (2008). “Rewriting earnings history”. *Review of Accounting Studies* 13, 31-48.
112. Liu, J., Thomas, J., (2000). “Stock return and accounting earnings”. *Journal of Accounting Research* 38, 71-101
113. Matsumoto, D., (2002). “Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77, 483-514
114. McKee, T., 2005. *Earnings management: an executive perspective*, Thomson.
115. McNichols, M., Stubben, S., (2008). “Does earnings management affect firms' investment decisions”. *The Accounting Review* 83, 1571-1603.
116. McVay S., Nagar V., Tang V., 2006. “Trading incentives to meet the analyst forecast.” *Review of Accounting Studies* 11, 575-598.
117. Moore, M., (1973). “Management changes and discretionary accounting decisions”. *Journal of Accounting Research* 11, 100-107.
118. Muller, K., (1999). “An examination of the voluntary recognition of acquired brand names in the United Kingdom”. *Journal of Accounting and Economics* 26, 179-191).
119. Myers, J., Myers, L., Skinner, D., (2007). “Earnings momentum and earnings management”. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 22,

249-284.

120. Nissim, D., Penman, S., (2001). "Ratio analysis and equity valuation: from research to practice". *Review of Accounting Studies* 6, 109-154.
121. Nwaeze, E., Yang, S., Yin, J., (2006). "Accounting information and CEO compensation: the role of cash flow from operations in the presence of earnings". *Contemporary Accounting Research* 23, 227-265
122. Pae, J., Thornton, D., Welker, M., (2005). "The link between earnings conservatism and the price-to-book ratio". *Contemporary Accounting Research* 22, 693-717.
123. Palea, V., (2007). "The effects of the IAS/IFRS adoption in the European Union on the financial industry". *The European Union Review* 12 (1-2), 57-90.
124. Palmrose, Z., Richardson, V., Scholz, S., (2004). "Determinants of market reactions to restatement announcements". *Journal of Accounting and Economics* 37, 59-89
125. Palmrose, Z., Scholz, S., (2004). "The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting: evidence from restatements". *Contemporary Accounting Research* 21, 139-180.
126. Petroni, K., (1992). "Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry". *Journal of Accounting and Economics* 15, 485-508.
127. Piotroski, J., (2003). "Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs". Working paper, University of Chicago.
128. Plummer C., Tse S., (1999). "The effect of limited liability on the informativeness of earnings: evidence from the stock and bond markets." *Contemporary Accounting Research* 16, 541-574
129. Qiang, X., (2007). "The effects of contracting, litigation, regulation, and Tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level". *The Accounting Review*, 82, 759-796
130. Rajan, R., Linges L., (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88, 559-586.
131. Renhui, F., Arthur, K., Huai, Z., (2012). "Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity". *Journal of Accounting and Economics* 54, 132-149.
132. Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., (2005). "Accrual

- reliability, earnings persistence and stock prices”. *Journal of Accounting and Economics* 39, 437–485.
133. Richardson, s., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., (2005). “Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices”. *Journal of Accounting and Economics* 39, 437-485.
  134. Roychowdhury S., (2006). “Earnings management through real activities manipulation.” *Journal of Accounting and Economic* 42, 335-370
  135. Schipper, K., (1989). “Commentary on earnings management”. *Accounting Horizons* 3, 91-102.
  136. Shula, K., van Inwegen, B., (2000). “Do locals perform better than foreigners? An analysis of UK and US mutual fund managers”. *Journal of Economics and Business*, 47, 241-254.
  137. Sloan R., (1996). “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?” *The Accounting Review* 71, 289-315
  138. Spanos, L., Tsipouri, L., Xanthakis, M., (2008). “Corporate governance rating of family firms at the Athens exchange market”. *Managerial Finance* 34(7), 465-478.
  139. Spathis, C., Georgakopoulou, E., (2007). “The adoption of IFRS in South Eastern Europe: The case of Greece”. *International Journal of Financial Services Management*, 2(1), 50-63.
  140. Srinivasan, S., (2005). “Consequence of financial reporting failure for outside directors: evidence from accounting restatements and audit committee members”. *Journal of Accounting Research* 43, 291-334
  141. Tendeloo, B., Vanstraelen, A., (2005). “Earnings management under German GAAP versus IFRS.” *The European Accounting Review* 14(1), 155-180
  142. Teoh, S., Wong, T., (1993). “Perceived auditor quality and the earnings response coefficient”. *The Accounting Review* 68, 346-366
  143. Tsipouridou, M., Spathis C., (2012). “Earnings management and the role of auditors in an unusual IFRS context: The case of Greece”. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 21, 62-78.
  144. Tucker J., Zarowin P., (2006). “Does income smoothing improve earnings informativeness?” *The accounting Review* 81, 251-270
  145. Tzovas, C., (2006). “Factors influencing a firm's accounting policy

- decisions when tax accounting and financial accounting coincide”. *Managerial Auditing Journal* 21(4), 372-386.
146. Watrin C., Ullmann R., (2012). “Improving earnings quality: The effect of reporting incentives and accounting standards”, 28, 179-188
147. Watts, R., Zimmerman, Z., (1986). In: *Positive Accounting Theory*. Perdice-Hall Inc.
148. Whittred G., (1980). “Audit qualification and the timeliness of corporate annual reports.” *The Accounting Review* 55, 563-577
149. Xie, H., (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76, 357–373.
150. Zhang X., (2007). “Accruals, investment, and the accrual anomaly”. *The Accounting Review* 82, 1333-1363

#### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

151. Καζαντζής, X., 2006, *Ελεγκτική και εσωτερικός έλεγχος*. Εκδ. BUSINESS PLUS A.E.
152. Μέκος Κ. Ζ. 2003. “Εταιρική διακυβέρνηση: Διεθνείς εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα” Σακκούλα Εκδόσεις Α.Ε.
153. Παππάς,Α., 1999, *Εισαγωγή στην ελεγκτική*». Εκδ. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
154. Σπαθής Χ., 2002. “Εμπειρική διερεύνηση της παραποίησης οικονομικών καταστάσεων”. *Λογιστής*, 570, 1286-1294
155. Τζανάτος, Δ., 2008. *Τα Διεθνή λογιστικά πρότυπα με απλά λόγια και οι διαφορές των ελληνικών προτύπων*, Αθήνα, Εκδόσεις Καστανιώτη
156. Τσακλάγκανος, Α., 2005, *Ελεγκτική*. Εκδ. Αφοί Κυριακίδη
157. Φίλιος, Β. 2003. “Δημιουργική λογιστική”, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Πίνακας Α1: Αρχικό υπόδειγμα απλής γραμμικής παλινδρόμησης

Dependent Variable: DAC  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/24/13 Time: 15:43  
 Sample (adjusted): 3 533  
 Included observations: 350 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AU	-0.344249	0.264613	-1.300950	0.1942
LNA	0.011307	0.011859	0.953500	0.3410
OCF	0.311040	0.138040	2.253258	0.0249
DEBT	0.044879	0.090819	0.494163	0.6215
AUxLNA	-0.033935	0.013009	-2.608550	0.0386
AUxOCF	0.448907	0.210562	2.132955	0.0480
AUxDEBT	-0.142902	0.169173	-0.844711	0.3989
CRISIS	-0.018744	0.027125	-0.691008	0.4900
C	0.113883	0.133692	0.851826	0.3949

  

R-squared	0.324763	Mean dependent var	-0.002969
Adjusted R-squared	0.301883	S.D. dependent var	0.219531
S.E. of regression	0.219324	Akaike info criterion	-0.171154
Sum squared resid	16.40314	Schwarz criterion	-0.071950
Log likelihood	38.95203	Hannan-Quinn criter.	-0.131668
F-statistic	1.082302	Durbin-Watson stat	1.757621
Prob(F-statistic)	0.374892		

### Πίνακας Α2: Έλεγχος αυτοσυσχέτισης

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	22.30011	Prob. F(2,340)	0.0000
Obs*R-squared	40.58780	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/24/13 Time: 16:42  
 Sample: 3 533  
 Included observations: 350  
 Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

AU	-0.049869	0.249424	-0.199935	0.8417
LNA	0.000125	0.011166	0.011214	0.9911
OCF	0.012917	0.005616	2.299812	0.0921
DEBT	0.042034	0.085731	0.490301	0.6242
AUXLNA	-0.002210	0.001046	-2.111197	0.0911
AUXOCF	0.104487	0.045825	2.280093	0.0779
AUXDEBT	-0.078474	0.159866	-0.490874	0.6238
C	0.013852	0.124057	0.111660	0.9112
CRISIS	-0,436595	0,304907	-1,431893	0,5761
RESID(-1)	0.255572	0.057753	4.425283	0.0000
RESID(-2)	0.296827	0.070492	4.210818	0.0000

R-squared	0.115965	Mean dependent var	2.54E-18
Adjusted R-squared	0.092564	S.D. dependent var	0.216948
S.E. of regression	0.206663	Akaike info criterion	-0.287300
Sum squared resid	14.52126	Schwarz criterion	-0.177073
Log likelihood	60.27744	Hannan-Quinn criter.	-0.243426
F-statistic	4.955579	Durbin-Watson stat	2.100924
Prob(F-statistic)	0.000003		

### Πίνακας Α3: Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.232180	Prob. F(8,342)	0.0313
Obs*R-squared	15.29210	Prob. Chi-Square(7)	0.0324
Scaled explained SS	27.88284	Prob. Chi-Square(7)	0.0002

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/24/13 Time: 16:53

Sample: 3 533

Included observations: 350

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.040576	0.054458	0.745088	0.4567
AU	-0.214726	0.109451	-1.961840	0.0506
LNA	0.004683	0.004903	0.955142	0.3402

OCF	0.088490	0.034591	2.558137	0.0120
DEBT	0.095561	0.061787	1.546625	0.1113
AUXLNA	-0.015627	0.008725	-1.791073	0.0742
AUXOCF	0.013842	0.006498	1.845870	0.0933
AUXDEBT	-0.087918	0.069985	-1.256247	0.2099
CRISIS	-0.025687	0.029996	-0.856324	0.7526

---

R-squared	0.043692	Mean dependent var	0.046932
Adjusted R-squared	0.024118	S.D. dependent var	0.091850
S.E. of regression	0.090736	Akaike info criterion	-1.939138
Sum squared resid	2.815680	Schwarz criterion	-1.850957
Log likelihood	347.3491	Hannan-Quinn criter.	-1.904039
F-statistic	2.232180	Durbin-Watson stat	1.535689
Prob(F-statistic)	0.031314		

---

#### Πίνακας Α4: Αρχικό υπόδειγμα απλής γραμμικής παλινδρόμησης

Dependent Variable: EA

Method: Least Squares

Date: 05/10/13 Time: 12:27

Sample (adjusted): 2 533

Included observations: 445 after adjustments

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	-4.328415	1.853154	-2.335701	0.0200
DR	2.166297	2.044542	1.059551	0.2899
RXDR	-1.062137	0.453662	-2.341251	0.0923
AU	1.933077	2.275666	0.849455	0.3961
AUXR	4.303975	1.966304	1.188865	0.2291
AUXDR	1.836353	3.865402	0.475074	0.6350
AUXRXDR	-1.177082	0.532199	-2.211729	0.0832
CRISIS	-1.314986	0.606836	-2.166952	0.0439
C	-1.121326	1.524158	-0.735702	0.4623

---

R-squared	0.019265	Mean dependent var	-0.874080
Adjusted R-squared	0.003555	S.D. dependent var	11.58378
S.E. of regression	11.56317	Akaike info criterion	7.751341
Sum squared resid	58429.92	Schwarz criterion	7.825014
Log likelihood	-1716.673	Hannan-Quinn criter.	7.780392
F-statistic	1.226286	Durbin-Watson stat	1.276607
Prob(F-statistic)	0.286657		

---



## Πίνακας Α5: Έλεγχος αυτοσυσχέτισης

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

---

Obs*R-squared	0.000000	Prob. Chi-Square(2)	1.0000
---------------	----------	---------------------	--------

---

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/10/13 Time: 12:47

Sample: 2 533

Included observations: 445

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	-0.085445	0.037080	-2.340300	0.0973
DR	0.122036	2.300937	0.053038	0.9577
RXDR	-0.440470	4.230387	-0.104121	0.9171
AU	0.490768	0.255781	1.918710	0.0848
AUXR	0.116337	2.610481	0.044565	0.9645
AUXDR	0.105127	4.227382	0.024868	0.9802
AUXRXDR	-0.322256	0.165782	-1.943857	0.0965
CRISIS	-0.743903	0.369592	-2.012765	0.0845
C	0.550755	1.620111	0.339949	0.7341
RESID(-1)	-0.453568	0.263414	-1.721881	0.0858
RESID(-2)	0.023144	0.053298	0.434235	0.6643

---

R-squared	-0.197787	Mean dependent var	1.25E-16
Adjusted R-squared	-0.222569	S.D. dependent var	11.36629
S.E. of regression	12.56769	Akaike info criterion	7.922351
Sum squared resid	68706.86	Schwarz criterion	8.014442
Log likelihood	-1752.723	Hannan-Quinn criter.	7.958664
Durbin-Watson stat	1.293950		

---

## Πίνακας Α6: Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

---

F-statistic	1.704055	Prob. F(8,437)	0.1061
Obs*R-squared	11.82400	Prob. Chi-Square(7)	0.1065
Scaled explained SS	2259.094	Prob. Chi-Square(7)	0.0000

---

Test Equation:  
 Dependent Variable: RESID^2  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/10/13 Time: 13:28  
 Sample: 2 533  
 Included observations: 445

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.020351	2.008771	0.010131	0.9919
R	-2.008989	1.002521	-2.003937	0.0997
DR	7.046400	4.638334	1.519166	0.1294
RXDR	-2.259187	0.854811	-2.642908	0.0085
AU	3.242383	1.571874	2.062750	0.0995
AUXR	2.007255	1.999689	1.003784	0.9970
AUXDR	7.070160	8.580469	0.823983	0.4104
AUXRXDR	-2.258366	1.179509	-1.914666	0.0131
CRISIS	-1.340276	0.623869	-2.148328	0.0864

R-squared	0.026571	Mean dependent var	128.9022
Adjusted R-squared	0.010978	S.D. dependent var	2568.783
S.E. of regression	2554.643	Akaike info criterion	18.54703
Sum squared resid	2.85E+09	Schwarz criterion	18.62070
Log likelihood	-4118.713	Hannan-Quinn criter.	18.57608
F-statistic	1.704055	Durbin-Watson stat	1.327176
Prob(F-statistic)	0.106098		

### Πίνακας Α7: Υπόδειγμα διορθωμένο από αυτοσυσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα

Dependent Variable: EA  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/10/13 Time: 14:42  
 Sample (adjusted): 3 533  
 Included observations: 357 after adjustments  
 Convergence achieved after 12 iterations  
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DR	4.694445	3.117215	1.505974	0.1330
AU	0.965147	0.361245	2.671724	0.0222
AUXR	1.205109	1.159612	1.039234	0.2994
AUXDR	4.260685	2.872200	1.483422	0.1389
AUXRXDR	-14.39289	6.322700	-2.276383	0.0427
R	-1.253218	0.411330	-3.046742	0.0459
RXDR	-17.05353	12.03854	-1.416578	0.1575
CRISIS	-2.193326	1.449108	-1.513569	0.0524
C	2.834702	1.849157	1.532970	0.1262
AR(1)	-0.522736	0.330111	-1.583516	0.1142

---

R-squared	0.365504
Adjusted R-squared	0.341266
S.E. of regression	12.65676
Sum squared resid	55587.14
Log likelihood	-1407.624
F-statistic	2.702553
Prob(F-statistic)	0.004726

---

Inverted AR Roots      -.52

---

### Πίνακας Α8: Αρχικό υπόδειγμα απλής γραμμικής παλινδρόμησης

Dependent Variable: Q  
Method: Least Squares  
Date: 05/10/13 Time: 15:32  
Sample (adjusted): 2 564  
Included observations: 450 after adjustments

---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	-2.443554	8.546291	-0.285920	0.7751
NIEX	0.000306	0.846410	0.000361	0.9997
LNTOTASS	-1.518240	0.160578	-9.454844	0.0000
LEV	6.262504	4.487865	1.395431	0.1636
CRISIS	-0.025009	0.006833	-3.659821	0.0003
CASH	1.104430	0.564111	1.957823	0.0339
AU	2.686639	0.446086	6.022689	0.0000
AGROWTH	0.000669	0.036540	0.018296	0.9854
C	4.006223	3.005762	1.332847	0.1833

---

R-squared	0.393163	Mean dependent var	239.2777
Adjusted R-squared	0.393039	S.D. dependent var	2140.173
S.E. of regression	178.5639	Akaike info criterion	13.22757
Sum squared resid	14061317	Schwarz criterion	13.30975
Log likelihood	-2967.203	Hannan-Quinn criter.	13.25996
F-statistic	8007.320	Durbin-Watson stat	1.591637
Prob(F-statistic)	0.000000		

---

### Πίνακας Α9: Έλεγχος αυτοσυσχέτισης

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

---

Obs*R-squared	0.000000	Prob. Chi-Square(2)	1.0000
---------------	----------	---------------------	--------

---

Test Equation:  
 Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/10/13 Time: 15:52  
 Sample: 2 564  
 Included observations: 450  
 Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	-0.644469	8.660436	-0.074415	0.9407
NIEX	0.028001	0.857700	0.032647	0.9740
LNTOTASS	-0.326445	0.163551	-1.996000	0.0984
LEV	2.621513	4.548197	0.576385	0.9541
CRISIS	-0.001211	0.007061	-0.171549	0.8639
CASH	1.894353	0.876603	2.161015	0.0872
AU	0.216401	0.454746	2.101400	0.0992
AGROWTH	0.004224	0.037027	0.114068	0.9092
C	7.225674	30.50662	0.236856	0.8129
CRISIS	-0.468232	0.202228	-2.315356	0.0612
RESID(-1)	1.032383	0.070114	14.72426	0.0000
RESID(-2)	0.107160	0.064075	1.672415	0.0952

R-squared	-0.022148	Mean dependent var	-2.71E-13
Adjusted R-squared	-0.045432	S.D. dependent var	176.9660
S.E. of regression	180.9413	Akaike info criterion	13.25836
Sum squared resid	14372751	Schwarz criterion	13.35881
Log likelihood	-2972.132	Hannan-Quinn criter.	13.29795
Durbin-Watson stat	1.930901		

## Πίνακας Α10: Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.409708	Prob. F(8,441)	0.9150
Obs*R-squared	3.319884	Prob. Chi-Square(8)	0.9127
Scaled explained SS	303.7313	Prob. Chi-Square(8)	0.0000

Test Equation:  
 Dependent Variable: RESID^2  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/10/13 Time: 15:53  
 Sample: 2 564  
 Included observations: 450

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.305739	7.306774	0.178702	0.0746
R	-7.495261	2.077537	-3.607763	0.0718
NIEX	29.10367	20.57558	1.414476	0.9887
LNTOTASS	-2.104965	0.828972	-2.539247	0.0590
LEV	1.360385	1.090965	1.246956	0.2131
CRISIS	-4.510140	16.61115	-0.271513	0.7861
CASH	2.832738	1.408897	2.010607	0.0313
AU	6.005729	2.351656	2.553829	0.0580
AGROWTH	0.071841	8.882558	0.008087	0.9994

R-squared	0.007378	Mean dependent var	31247.37
Adjusted R-squared	-0.010629	S.D. dependent var	431786.3
S.E. of regression	434075.0	Akaike info criterion	28.81962
Sum squared resid	8.31E+13	Schwarz criterion	28.90180
Log likelihood	-6475.414	Hannan-Quinn criter.	28.85201
F-statistic	0.409708	Durbin-Watson stat	1.472566
Prob(F-statistic)	0.915027		

### Πίνακας A11: Υπόδειγμα διορθωμένο από αυτοσυσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα

Dependent Variable: Q  
Method: Least Squares  
Date: 05/10/13 Time: 16:18  
Sample (adjusted): 2 564  
Included observations: 450 after adjustments  
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	-2.443554	4.042048	-0.604534	0.5458
NIEX	0.000306	0.062342	0.004905	0.9961
LNTOTASS	-1.518240	0.240986	-6.300129	0.0000
LEV	2.662504	9.515017	1.584835	0.1137
CRISIS	-0.025009	0.010374	-1.410673	0.0563
CASH	11.40430	4.811658	2.370077	0.0314
AU	2.686639	0.676872	3.969200	0.0001
AGROWTH	0.000669	0.003842	0.173988	0.8620
C	4.006223	3.659545	1.094733	0.2742

R-squared	0.393163	Mean dependent var	239.2777
Adjusted R-squared	0.393039	S.D. dependent var	2140.173
S.E. of regression	178.5639	Akaike info criterion	13.22757
Sum squared resid	14061317	Schwarz criterion	13.30975
Log likelihood	-2967.203	Hannan-Quinn criter.	13.25996
F-statistic	8007.320	Durbin-Watson stat	1.931637
Prob(F-statistic)	0.000000		

