

Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Τμήμα Οικονομικών
Επιστημών



Τμήμα Λογιστικής και
Χρηματοοικονομικής

**Διατμηματικό Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών «Λογιστική και
Ελεγκτική»**

Διπλωματική Εργασία

**THE IMPACT OF DISCLOSURE QUALITY ON CORPORATE
GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT:
EVIDENCE FROM GREEK LISTED COMPANIES**

Ελευθέριος Φ. Μπαρμπάτσας

Επιβλέπων: Καθηγητής Ιατρίδης Γεώργιος

ΒΟΛΟΣ, 2020

Ευχαριστίες

Νιώθω βαθιά υποχρεωμένος να εκφράσω την εκτίμησή μου σε όλους όσους συνέβαλαν στην ολοκλήρωση αυτής της διατριβής. Νιώθω ευγνώμων σε όλους: οικογένεια, φίλους, όσο και τον επιβλέπων μου. Όλοι μου έδωσαν θάρρος και έμπνευση. Θέλω επίσης να ευχαριστήσω τους συμφοιτητές μου που με υποστήριξαν και με βοήθησαν ιδιαίτερα επειδή πίστευαν ότι θα μπορούσα να ολοκληρώσω αυτή τη δύσκολη μελέτη. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων μου, κ. Ιατρίδη Γεώργιο που με οδήγησε στο σωστό δρόμο δίνοντάς μου οδηγίες και συμβουλές.

Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	7
ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ.....	9
Κεφάλαιο 1.....	9
1. Χειραγώγηση των Κερδών - Earnings Management.....	9
1.1. Γενικά.....	9
1.2. Θεωρητική προσέγγιση της χειραγώγησης των κερδών.....	10
<i>1.2.1 Η Θετική Λογιστική Θεωρία.....</i>	<i>10</i>
<i>1.2.2. Η Θεωρία της Αντιπροσώπευσης.....</i>	<i>12</i>
<i>1.2.3. Η θεωρία της εκπλήρωσης των προσδοκιών.....</i>	<i>12</i>
<i>1.2.4. Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.....</i>	<i>13</i>
1.3. Τα κίνητρα της χειραγώγησης των κερδών.....	14
1.4. Οι τεχνικές χειραγώγησης των κερδών.....	16
1.5. Εντοπισμός της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών.....	19
1.6. Μαθηματική διατύπωση των υποδειγμάτων εντοπισμού της χειραγώγησης των κερδών.....	22
Κεφάλαιο 2.....	25
Το πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου – Agency Problem.....	25
2.1. Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης στη θεωρία αντιπροσώπευσης.....	25
2.2. Το κόστος αντιπροσώπευσης.....	27
2.3. Τα προβλήματα που πηγάζουν από την σχέση αντιπροσώπευσης.....	28
Κεφάλαιο 3.....	32
Εταιρική Διακυβέρνηση – Corporate Governance.....	32
3.1 Ορισμός και αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.....	32
3.2 Υποδείγματα και Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	33
3.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: η περίπτωση της Ελλάδας.....	36
<i>3.3.1 Η δομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....</i>	<i>36</i>
<i>3.3.2 Η θέσπιση του νόμου 3016/2002.....</i>	<i>37</i>
Κεφάλαιο 4.....	42
Η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.....	42
4.1 Η έννοια και τα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	42
4.2 Η δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	44
<i>4.2.1 Ο βαθμός γνωστοποίησης των οικονομικών πληροφοριών.....</i>	<i>44</i>

4.2.2 Η υποχρεωτική και οικειοθελής γνωστοποίηση των οικονομικών πληροφοριών	46
4.3 Η ποιότητα των δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων και η ασυμμετρία πληροφόρησης	47
4.4 Η δημοσίευση της έκθεσης διαχείρισης και δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης	48
4.5 Μέτρηση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης	49
Κεφάλαιο 5	52
5. Εμπειρική Ανάλυση.....	52
5.1. Σκοπός της εμπειρικής μελέτης	52
5.2. Υποθέσεις και Μοντέλα	53
5.2.1. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών και η χειραγώγηση των κερδών	53
5.2.2. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών και η εταιρική διακυβέρνηση	56
5.2.3. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών, η εταιρική διακυβέρνηση και το κόστος αντιπροσώπευσης.....	58
5.2.4. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών, η εταιρική διακυβέρνηση και η χειραγώγηση των κερδών	61
5.3. Εμπειρική Ανάλυση.....	63
5.3.1. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών και της χειραγώγησης των κερδών	63
5.3.2. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών και της εταιρικής διακυβέρνησης.....	69
5.3.3. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης λογιστικών πληροφοριών, της εταιρικής διακυβέρνησης και του κόστους αντιπροσώπευσης	74
5.3.4. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών, της εταιρικής διακυβέρνησης και της χειραγώγησης των κερδών	79
Κεφάλαιο 6	85
Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	85
Βιβλιογραφία	87
Παράρτημα	96

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη του αντίκτυπου της παροχής ποιοτικής λογιστικής πληροφόρησης και των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στις διαδικασίες χειραγώγησης των κερδών. Μέσω ενός δείγματος εταιριών που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον για τη χρονική περίοδο 2014 ως 2018 και με την επιλογή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που δίνουν έμφαση στον εσωτερικό έλεγχο αποδεικνύεται η σημαντική επίδραση αυτών στην ποιότητα λογιστικής πληροφόρησης και στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Επιπρόσθετα, η μη σημαντική σχέση που προκύπτει μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και χειραγώγησης των κερδών ενισχύει το ρόλο της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης στη μείωση της χειραγώγησης των κερδών. Αυτά τα ευρήματα απαιτούν την προσοχή των αρμόδιων ως προς τη χάραξη πολιτικής, των επενδυτών, των επιχειρήσεων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών ως προς τη διαμόρφωση λογιστικής γνωστοποίησης υψηλής ποιότητας και θέσπισης καθεστώτων διακυβέρνησης σε εταιρικά περιβάλλοντα με σκοπό τη μείωση των φαινομένων χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Λέξεις κλειδιά: Ποιότητα Λογιστικής Πληροφόρησης, Χειραγώγηση Κερδών, Εταιρική Διακυβέρνηση, Κόστος Αντιπροσώπευσης

Κωδικοί JEL: D81, D82, G34, M41, M42

Abstract

The aim of this report is to study the impact of disclosure quality and corporate governance mechanisms to the earnings management processes. Through a sample of companies which are active in the Greek business industry from 2014 to 2018 and by choosing corporate governance mechanisms which emphasize in internal audit, the significant impact to the disclosure quality information and to the lowering of the agency cost is proven. Moreover, the insignificant relation that occurs between the corporate governance variables and earnings management enhances the role that disclosure quality plays in lessening the earnings management. These findings should be indications for the policy makers, investors, firms and other stakeholders to form a high-quality disclosure and corporate governance frame to mitigate managerial manipulations.

Keywords: Disclosure Quality, Earnings Management, Corporate Governance, Agency Cost

JEL Classification Codes: D81, D82, G34, M41, M42

Ακρωνύμια

Δ.Λ.Π.	Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο
Ο.Ο.Σ.Α.	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
N.	Νόμος
E.E.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Δ.Π.Χ.Α.	Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς
IFRS	International Financial Reporting Standards

Εισαγωγή

Ένα θεμελιώδες στοιχείο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που ταυτόχρονα αποτελεί κριτήριο για τους επενδυτές και λοιπούς ενδιαφερόμενους στη διαδικασία λήψης αποφάσεων αποτελεί το μέγεθος της κερδοφορίας. Η κερδοφορία όταν επιτυγχάνεται και διατηρείται σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα ενισχύει την πίστη των ενδιαφερόμενων και εμπλεκόμενων μερών και καθιστά τις λογιστικές πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων ένα πολύ σημαντικό εργαλείο. Ωστόσο, για την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων οι διαχειριστές / managers των επιχειρήσεων προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών, η οποία σύμφωνα με τους Roodposhti και Chashmi (2011) πραγματοποιείται μέσω της αναδιάρθρωσης των συναλλαγών, της τροποποίησης των λογιστικών διαδικασιών και της προσέγγισης των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων. Για την προστασία του επενδυτικού κοινού από ενέργειες χειραγώγησης έχει θεσπιστεί ένα πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που περιλαμβάνει μηχανισμούς που μετριάζουν το πρόβλημα της αντιπροσώπησης και τις συγκρούσεις μεταξύ επενδυτών και διαχειριστών / managers. Γίνεται σαφές ότι η εταιρική διακυβέρνηση δεν αφορά μοναδικά στη διαδικασία εκλογής αντιπροσώπων για τη λήψη αποφάσεων, αλλά στοχεύει και στην καθιέρωση μηχανισμών διαφάνειας, οι οποίοι εξασφαλίζουν υψηλή ποιότητα λογιστικής πληροφόρησης που συνδέεται με τις οικονομικές καταστάσεις.

Η παρούσα εργασία στοχεύει στη διερεύνηση του αντίκτυπου της ποιότητας της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης και των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στο φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Αρχικά, παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της χειραγώγησης των κερδών και παρατίθενται τα κίνητρα των διαχειριστών / managers, καθώς και οι τεχνικές χειραγώγησης που εφαρμόζονται για την επίτευξη του σκοπού αυτού και αναλύεται κατόπιν το πρόβλημα που προκύπτει από τη σχέση εντολέα και εντολοδόχου (agency problem), το κόστος αντιπροσώπησης και τα προβλήματα που πηγάζουν από την απόκλιση των συμφερόντων των επενδυτών και διοίκησης από τον κοινό στόχο ευημερίας και μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης. Ακολούθως, με την περιγραφή των συστημάτων και υποδειγμάτων εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και την παρουσίαση του νόμου 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση επιχειρείται η προσέγγιση του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης των ελληνικών επιχειρήσεων, η οποία σε συνδυασμό με τη δημοσιοποίηση των λογιστικών πληροφοριών, όπως παρέχονται από τις οικονομικές καταστάσεις, και τη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα διευκολύνει την κατανόηση της συμβολής των μηχανισμών

διακυβέρνησης στην αντιμετώπιση της χειραγώγησης των κερδών. Στο τελευταίο μέρος της εργασίας, παρουσιάζεται ο σκοπός της εμπειρικής μελέτης και η κατασκευή των υποδειγμάτων με άξονες τη μείωση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων, του κόστους αντιπροσώπευσης και την επίδραση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στις δημοσιοποιημένες λογιστικές καταστάσεις και ακολουθεί η εμπειρική ανάλυση για 82 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και για τη χρονική περίοδο 2014 ως 2018.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Κεφάλαιο 1

1. Χειραγώγηση των Κερδών - Earnings Management

1.1. Γενικά

Ως χειραγώγηση των κερδών ορίζεται η σκόπιμη παρέμβαση στην κατάρτιση των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων μίας επιχείρησης με στόχο την επίτευξη προσωπικού οφέλους (Schipper, 1989). Συγκεκριμένα, το φαινόμενο της χειραγώγησης πραγματοποιείται μέσω παρεμβάσεων και χειρισμών σε εργαλεία λογιστικής πληροφόρησης που αποσκοπούν στην αλλοίωση της ορθής εικόνας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως είναι ισολογισμοί και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης. Ένας επιτυχής τρόπος εφαρμογής της πολιτικής αυτής αφορά στην υπερτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και των εσόδων και στην υποτίμηση των στοιχείων του παθητικού και των εξόδων αντίστοιχα. Οι παρεμβάσεις αυτές παρά το γεγονός ότι ενδέχεται να συμμορφώνονται με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο, είναι πιθανό να οδηγήσουν σε παραπλάνηση των επενδυτών σχετικά με την χρηματοοικονομική πορεία της εταιρείας (Wu, 2014).

Οι Stolowy και Breton (2004) αποδίδουν στην χειραγώγηση των κερδών δύο βασικούς τύπους: τον κερδοσκοπικό και τον πληροφοριακό. Ο πρώτος τύπος παρουσιάζει τη χειραγώγηση των κερδών ως κερδοσκοπικό εργαλείο που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές / managers προκειμένου να αποτρέψουν ορισμένες καταστάσεις, οι οποίες ενδέχεται να επηρεάσουν τις αποφάσεις των επενδυτών και κατ' επέκταση τη μακροπρόθεσμη πορεία της επιχείρησης. Εναλλακτικά περιγράφει την παραποιημένη καταχώρηση δεδομένων και λογιστικών εγγραφών με απώτερο στόχο την παραπλάνηση. Στον αντίποδα, η πληροφοριακή μορφή θεωρεί τη χειραγώγηση των κερδών ως εργαλείο της διοίκησης που έχει ως κύρια λειτουργία να γνωστοποιεί στους επενδυτές τις προσδοκίες για τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις της εταιρείας και κρίνεται κατάλληλη επιλογή σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, καθώς παρουσιάζοντας ως ιδανική την ποιότητα των πληροφοριών προς τους εξωτερικούς χρήστες, αυξάνει ταυτόχρονα την αξία της εταιρείας και των μετόχων (Beneish, 2001). Παράλληλα, εντοπίζεται και μία διττή μορφή κατά την οποία η χειραγώγηση πραγματοποιείται σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο και μπορεί να είναι είτε κερδοσκοπική είτε πληροφοριακή (Scott, 2012). Όπως γίνεται σαφές αυτές οι πολιτικές θέτουν σε κίνδυνο την αξιοπιστία και την

ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, καθώς έχουν ως στόχο να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες και τις εκτιμήσεις της κεφαλαιαγοράς και δεν είναι επιθυμητές από τους επενδυτές.

1.2. Θεωρητική προσέγγιση της χειραγώγησης των κερδών

Τα οικονομικά οφέλη των στελεχών και επενδυτών αποτελούν κίνητρο για χειραγώγηση κερδών και επηρεάζουν σημαντικά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων ως προς την κατανομή των οικονομικών πόρων. Οι πιο σημαντικές θεωρητικές προσεγγίσεις για την επεξήγηση της εφαρμογής του συγκεκριμένου στρατηγικού εργαλείου είναι η θετική λογιστική θεωρία, η θεωρία της αντιπροσώπευσης, η θεωρία εκπλήρωσης των προσδοκιών και η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.

1.2.1 Η Θετική Λογιστική Θεωρία

Η θετική λογιστική θεωρία (positive accounting theory) περιγράφει διαφορετικές λογιστικές πρακτικές που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της εταιρείας (Watts και Zimmerman, 1986). Κατά τη θεωρία αυτή η διοίκηση δύναται να υιοθετήσει δύο τύπους συμπεριφοράς: την κερδοσκοπική συμπεριφορά και τη συμπεριφορά που στοχεύει στη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας. Στην πρώτη περίπτωση, οι διαχειριστές / managers επικεντρώνονται κυρίως στη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους (Scott, 2012), ενώ στη δεύτερη προσπαθούν να εξιδανικεύσουν την πραγματική απόδοση της επιχείρησης. Αναφορικά με την κερδοσκοπική άποψη εντοπίζονται τρεις συνιστώσες που λειτουργούν ως παράγοντες υποκίνησης της χειραγώγησης των κερδών, η μεγιστοποίηση της αποζημίωσης των στελεχών, τα συμβόλαια δανεισμού, καθώς και οι πολιτικές πιέσεις και το νομοθετικό πλαίσιο (O'Brien, 2007).

Όσον αφορά τη μεγιστοποίηση της αποζημίωσης, τα στελέχη επιδιώκουν την αύξηση των οικονομικών απολαβών με τη μορφή πρόσθετων αμοιβών (bonus), το οποίο δίνεται κατά την επίτευξη προκαθορισμένων στόχων που εκφράζονται μέσω επιλεγμένων αριθμοδεικτών, όπως είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, τα κέρδη ανά μετοχή, καθώς και συγκεκριμένοι στόχοι ως προς τα μεγέθη των ταμειακών ροών. Κατά συνέπεια, τα στελέχη που λαμβάνουν πρόσθετες αμοιβές, είναι πιθανό είτε να επεξεργάζονται

τα δεδουλευμένα έσοδα και έξοδα με σκοπό την μεγιστοποίηση του εισοδήματος και της κερδοφορίας τους είτε να χρησιμοποιούν τα δεδουλευμένα με σκοπό τη μεταφορά των κερδών μεταξύ λογιστικών περιόδων και τη διατήρηση της μεγιστοποίησης της αποζημίωσης για περισσότερες περιόδους (Healy, 1985). Αναφορικά με τα συμβόλαια δανεισμού, οι διαχειριστές / managers επιλέγουν τα λογιστικά εργαλεία που αυξάνουν τα κέρδη στις περιπτώσεις που η επιχείρηση παρουσιάζει υψηλό δείκτη χρέους ανά μετοχή (Watts και Zimmerman, 1986). Αυτό έγκειται στο γεγονός της επιβολής περιορισμών στην απόδοση των μερισμάτων και στην έκδοση και αγορά μετοχών από τους δανειστές, το οποίο ακολούθως παρέχει κίνητρα στους διαχειριστές / managers στην περίπτωση ενός υψηλού δείκτη χρέους ανά μετοχή να συμμετέχουν στη χειραγώγηση των κερδών, προκειμένου να ικανοποιούν τους περιορισμούς αυτούς και να πληρούν τις προϋποθέσεις των συμβάσεων δανεισμού. (O'Brien, 2007).

Τέλος, το τρίτο κριτήριο αναφέρεται στη μείωση του πολιτικού κόστους και αποτελεί παράγοντα που ενθαρρύνει τα στελέχη να διαχειρίζονται τα κέρδη μέσω της απομείωσης αυτών, παρουσιάζοντας διαφορετική εικόνα για τη δυναμική της επιχείρησης. Αυτό προκύπτει ως αποτέλεσμα πολιτικών πιέσεων για μείωση των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών, πιέσεις οι οποίες εκδηλώνονται υπό τη μορφή επιβολής αυστηρών ποινών ως προς τις επιχειρήσεις (Watts και Zimmerman, 1986). Είναι εμφανές ότι οι πολιτικές πιέσεις επηρεάζουν σε διαφορετικό βαθμό τις εταιρείες συναρτήσει του μεγέθους αυτών, συνεπώς ο βαθμός αντίδρασης και χειραγώγησης θα διαφέρει σημαντικά. Παράλληλα, οι Healy και Wahlen (1999) υποστήριξαν ότι παρά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να παρουσιάσουν σημαντική κερδοφορία, συχνά επιλέγεται από τους διαχειριστές / managers να απομειώνουν τα κέρδη, προβαίνοντας σε χειραγώγηση, με σκοπό την προσπάθεια για αποτροπή της παράβασης της νομοθεσίας, συνήθως σε περιπτώσεις όπου υπάρχει ένδειξη μονοπωλιακού χαρακτήρα, ούτως ώστε να συμμορφώνονται με λογιστικά και χρηματοοικονομικά πρότυπα.

1.2.2. Η Θεωρία της Αντιπροσώπησης

Η θεωρία της αντιπροσώπησης (agency theory) αρχικά εδραιώθηκε από τον Smith (1776) και ακολούθως από τους Berle και Means (1932), στο πλαίσιο της επιδίωξης των εταιρειών να μειώσουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο με ταυτόχρονη αύξηση της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας μέσω της διασποράς κεφαλαίων και του διαχωρισμού του πλαισίου ιδιοκτησίας - διοίκησης. Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), η θεωρία αυτή προκύπτει από την σχέση που υφίσταται μεταξύ των δύο μερών στην επιχείρηση, του εντολέα (principal) και του αντιπροσώπου - εντολοδόχου (agent), περιγράφοντας την ανάθεση μίας συγκεκριμένης εργασίας με καθορισμένες αρμοδιότητες και εξουσίες από τον εντολέα, όπως είναι η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, στον εντολοδόχο. Το κύριο πρόβλημα που εντοπίζεται στη σχέση των συμβαλλόμενων μερών είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης, όπως ορίζεται το διαφορετικό επίπεδο πληροφοριών στο οποίο αποκτά πρόσβαση η κάθε ομάδα, καθώς και η απόκλιση των στόχων των ομάδων αυτών, η οποία γίνεται εμφανής κατά την προσπάθεια μεγιστοποίησης της χρησιμότητάς τους. Είναι σαφές ότι η απουσία σύγκλισης συλλογικού ενδιαφέροντος μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών δύναται να ενθαρρύνει τους αντιπροσώπους να ενεργήσουν με κίνητρο τη λήψη αποφάσεων που μεγιστοποιούν τον πλούτο τους, οδηγώντας σε χειραγώγηση του λογιστικού αποτελέσματος, γεγονός το οποίο αντιτίθεται με τον αρχικό συλλογικό στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

1.2.3. Η θεωρία της εκπλήρωσης των προσδοκιών

Κατά τους Burgstahler και Dichev (1997), η χειραγώγηση των κερδών για την εκπλήρωση των προσδοκιών περιγράφει τις συνθήκες στις οποίες οι διαχειριστές / managers αναπτύσσουν ισχυρά κίνητρα, ώστε να ακολουθήσουν πολιτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, ορίζοντας ένα αναμενόμενο επίπεδο αποτελέσματος που ονομάζεται σημείο αναφοράς (benchmark), το οποίο προβλέπει ένα ελάχιστο όριο για την αποφυγή ζημιών και την αποφυγή μείωσης κεφαλαίου και διαμορφώνεται με βάση τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Με αυτόν τον τρόπο, τα στελέχη προσπαθούν να αποτρέψουν την κατάρτιση χρηματοοικονομικών καταστάσεων με μειωμένα αποτελέσματα κερδοφορίας, καθώς θεωρούν ότι η εξέλιξη αυτή θα λειτουργήσει ανασταλτικά στην προσπάθεια άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων. Εναλλακτικά, το σημείο αναφοράς περιγράφει τις προσδοκίες εκείνες που

σχετίζονται με την πορεία των επιδόσεων των επιχειρήσεων, καθώς και την προσπάθεια διαχείρισης των αποτελεσμάτων για σύγκλιση με τις εκτιμήσεις της αγοράς. Οι διαχειριστές / managers επιδιώκουν την επαλήθευση των προβλέψεων, καθώς σε αυτή την περίπτωση θα λάβουν το αντίστοιχο πριμ από την αγορά μέσω της αύξησης της τιμής των μετοχών της εταιρείας (Barton et al., 2002). Συνεπώς, η επίτευξη των προσδοκιών αυτών υποδεικνύει στους επενδυτές τη σταθερότητα και την αύξηση της οικονομικής απόδοσης της εταιρείας, γεγονός το οποίο προτρέπει τους επενδυτές να επιλέξουν τους τίτλους μετοχών της εταιρείας.

1.2.4. Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης περιγράφει την επιδίωξη της διοίκησης, εκτός από την μεγιστοποίηση των χρηματικών της απολαβών, να εδραιώσει την καλή φήμη της στην αγορά εργασία, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις εκείνες που καθιστούν την αντικατάστασή της δαπανηρή και ανέφικτη, καθώς ενδεχόμενες αλλαγές δύναται να επιφέρουν μείωση της τιμής της μετοχής και επιδείνωση της θέσης της εταιρείας στην αγορά. Κατά συνέπεια, η διοίκηση αποφεύγει να δημοσιεύει αρνητικά αποτελέσματα ως το χρονικό σημείο που αυτό κρίνεται εφικτό και στρέφεται στην εφαρμογή της χειραγώγησης των κερδών. Κατά την περίπτωση στην οποία στη διοίκηση συμμετέχουν και οι μέτοχοι, τότε υφίσταται σύγκλιση συμφερόντων, ωστόσο, οι διαχειριστές / managers διαθέτουν ακόμη τη δυνατότητα να ενεργήσουν με γνώμονα τις προσωπικές τους φιλοδοξίες (Miloudi και Mahjoub, 2015). Συγκεκριμένα, τα στελέχη επιλέγουν να εμφανίσουν μειωμένα κέρδη που θα επιφέρουν πτώση των τιμών των μετοχών, εξέλιξη η οποία δύναται να τους μετατρέψει σε μετόχους πλειοψηφίας με ελάχιστο κόστος. Το γεγονός αυτό λειτουργεί ανασταλτικά σε ενδεχόμενο αναγκαστικής αποχώρησης της διοίκησης και περιορίζει σημαντικό βαθμό την πιθανότητα απόλυσης.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει κατά κύριο λόγο τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η οποία έχει εφαρμοστεί ευρέως στο πλαίσιο των εισηγμένων εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο χρηματιστήριο και λόγω του πλήθους των ιστορικών δεδομένων συμβάλλει στην κατανόηση των οργανωτικών συμπεριφορών.

1.3. Τα κίνητρα της χειραγώγησης των κερδών

Η θεωρητική προσέγγιση της χειραγώγησης των κερδών οδηγεί αναπόφευκτα στην καταγραφή και ομαδοποίηση των κινήτρων που ωθούν τα στελέχη των διοικήσεων να υιοθετήσουν διάφορες τεχνικές χειραγώγησης. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση εντοπίζει τέσσερις ομάδες παραγόντων που υποκινούν τη διοίκηση να ακολουθήσει μια τέτοια τακτική. Οι παράγοντες αυτοί διακρίνονται στα κίνητρα που σχετίζονται με τα στελέχη, στα κίνητρα που συνδέονται με την ίδια την επιχείρηση, στα κίνητρα που διαμορφώνονται από τους επενδυτές και τους οικονομικούς αναλυτές και στα φορολογικά και νομοθετικά κίνητρα και αναλύονται ακολούθως:

- ✓ Κίνητρα διαχειριστών / managers: η αλλοίωση των λογιστικών αποτελεσμάτων από τα στελέχη της διοίκησης στην περίπτωση κατά την οποία τα προσδοκώμενα αποτελέσματα διαφέρουν από τα πραγματικά, κινείται με γνώμονα την προσπάθεια βελτίωσης της θέσης τους στην αγορά εργασίας, η οποία θα εδραιώσει τη φήμη, εξαλείφοντας τις πιθανότητες αλλαγής της διοίκησης και θα αυξήσει τις χρηματικές απολαβές τους, αυξάνοντας την παρούσα αξία των σταθερών και πρόσθετων αμοιβών (Ashiq και Weining, 2015).
- ✓ Κίνητρα επιχείρησης: η χειραγώγηση των κερδών ενδέχεται να προκαλείται από ενδογενείς μεταβλητές που αφορούν τους στόχους κερδοφορίας που θέτει η ίδια η επιχείρηση. Συγκεκριμένα, αρνητικό ή μηδενικό αποτέλεσμα είναι δυνατόν να τροποποιηθεί και να εμφανιστεί ως θετικό, γεγονός το οποίο υποδηλώνει ότι το κύριο κίνητρο των διαχειριστών / managers είναι η εμφάνιση αύξησης της κερδοφορίας, η οποία θα επιφέρει αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας. Με αυτόν τον τρόπο, η διοίκηση προσπαθεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής επηρεάζοντας το κοινό με σκοπό την άντληση επενδυτικών κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, εκτός από τη συμμετοχή στην χρηματιστηριακή αγορά, η ίδια πολιτική ακολουθείται, όταν η επιχείρηση θέλει να προβεί σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (Teoh et al., 1998).
- ✓ Κίνητρα επενδυτικής πολιτικής: τα στελέχη των επιχειρήσεων βάσει της θεωρίας εκπλήρωσης των προσδοκιών προχωρούν σε απόκρυψη των πραγματικών μεγεθών της επιχείρησης και της πραγματικής λογιστικής αξίας προκειμένου να ενθαρρύνουν τους επενδυτές που αποφασίζουν με βάση τις τρέχουσες και μελλοντικές προοπτικές της

εταιρείας (Miloudi και Mahjoub, 2015). Η τακτική αυτή επιβεβαιώνει την ιδέα ότι το κύριο κίνητρο χειραγώγησης είναι η προσέλκυση της εξωτερικής χρηματοδότησης με το μικρότερο δυνατό κόστος.

- ✓ Κίνητρα φορολογικά και νομοθετικά: Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων σύμφωνα με τους Graham et al. (2005), είναι πιθανόν να αλλοιώνουν το λογιστικό αποτέλεσμα, μειώνοντας την εμφάνιση των κερδών, αποσκοπώντας με αυτό τον τρόπο στη μείωση του φόρου εισοδήματος. Ένας επιπρόσθετος παράγοντας που σχετίζεται με τη φορολογική πολιτική είναι η καταβολή των μερισμάτων, τα οποία καταβάλλονται με βάση τα τρέχοντα κέρδη. Σε περιπτώσεις όπου το ποσοστό φορολογίας των μερισμάτων κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα, αυξάνονται τα κίνητρα για χειραγώγηση κερδών, ενώ όταν κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα, σημειώνεται η αντίστροφη διαδικασία. Όσον αφορά στα νομοθετικά κίνητρα, όπως αναφέρθηκε και στη θετική λογιστική θεωρία οι διαχειριστές / managers χρησιμοποιούν τεχνικές χειραγώγησης προκειμένου να εξασφαλισθεί η συμμόρφωση με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο, ενώ αναφορικά με την εργασιακή νομοθεσία, έχει παρατηρηθεί ότι οι διοικήσεις των εταιριών εφαρμόζουν λογιστικές πρακτικές απομείωσης των κερδών κατά τις περιόδους εκείνες που πραγματοποιούνται διαπραγματεύσεις σε μισθολογικά ζητήματα με τα εργατικά σωματεία (Liberty και Zimmerman, 1986).

Τέλος η τεχνική χειραγώγησης των κερδών εκτός από την χειραγώγηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως τεχνική διόρθωσης των σφαλμάτων στα πλαίσια της επαλήθευσης προβλέψεων της κερδοφορίας (Kasznik, 1999).

1.4. Οι τεχνικές χειραγώγησης των κερδών

Οι διοικήσεις των εταιριών δύνανται να προχωρήσουν σε χειραγώγηση των κερδών και να επιτύχουν το επιθυμητό επίπεδο κερδών μέσα από μία πληθώρα λογιστικών εργαλείων και τεχνικών. Οι πιο διαδεδομένες τεχνικές χειραγώγησης των κερδών μπορούν να ταξινομηθούν σε δώδεκα ομάδες (Rahman et al, 2013):

1. Cookie jar reserve: κατά την τεχνική αυτή η οποία βασίζεται σε εκτιμήσεις που αφορούν μελλοντικές περιόδους, οι διαχειριστές / managers στοχεύουν στη δημιουργία ενός αποθεματικού, προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη μελλοντικά, καταγράφοντας περισσότερες δαπάνες που θα πληρωθούν σε επόμενη χρήση ως αποτέλεσμα γεγονότων ή συναλλαγών της τρέχουσας χρήσης. Κατά συνέπεια, εκτιμήσεις αναφορικά με τα έξοδα που κυμαίνονται σε υψηλότερα επίπεδα από τα πραγματικά μεγέθη, θα λειτουργήσουν ως δικλείδα για μελλοντικές χρήσεις, καθώς η διοίκηση θα προχωρήσει σε μείωση των δαπανών, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο τα κέρδη, προκειμένου να ανταποκριθεί στις προβλέψεις. Ορισμένα παραδείγματα εκτίμησης για τη διαχείριση των κερδών αφορούν προβλέψεις για επιστροφές πωλήσεων, επισφαλείς απαιτήσεις, διαγραφές αποθεμάτων, κόστος εγγυήσεων και κόστος συντάξεων.

2. Big Bath: η επιλογή της τεχνικής αυτής γίνεται κατά κύριο λόγο σε περιπτώσεις χειραγώγησης των κερδών προς τα κάτω και σε περιπτώσεις πτωτικής πορείας της επιχείρησης, αποφάσεων για αναδιάρθρωση της λειτουργικής δομής, καθώς και συγχωνεύσεων. Κατά την χρήση αυτή σημειώνονται περισσότερες αποσβέσεις, διαγραφές και ζημίες με τρόπο προεξοφλητικό, καθώς θεωρείται μια διαδικασία μη επαναλαμβανόμενη, δίνοντας τη δυνατότητα στην επιχείρηση να απαλλαγεί από τα υφιστάμενα στοιχεία που επηρεάζουν αρνητικά την αξία και την αποδοτικότητα κατά τη τρέχουσα χρήση. Παράλληλα, η τεχνική αυτή επιτρέπει στη διοίκηση να καταγράψει μια εκτιμώμενη χρέωση στα έσοδα, όπως προβλέπεται από τα λογιστικά πρότυπα στις περιπτώσεις διαγραφής, η οποία ενδεχομένως περιλαμβάνει και διαφορετικές επιβαρύνσεις, διευκολύνοντας με αυτόν τον τρόπο την στρατηγική της διοίκησης για μελλοντικές αυξήσεις των κερδών.

3. Big bet on the future: στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων οι οποίες αντιμετωπίζονται λογιστικά ως εξαγορές, δίνεται η δυνατότητα στη διοίκηση να χειραγωγήσει τα κέρδη ανοδικά είτε με προσθήκη των εσόδων της προς συγχώνευση εταιρείας στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις είτε με διαγραφή των συνεχόμενων εξόδων έρευνας και ανάπτυξης από τα κέρδη

που σημειώθηκαν κατά το έτος της συγχώνευσης με στόχο την προστασία των μελλοντικών κερδών από χρεώσεις αυτού του είδους.

4. Εμπλουτισμός του επενδυτικού χαρτοφυλακίου: οι επιχειρήσεις επιλέγουν να τοποθετούν τα πλεονάζοντα κεφάλαια σε μετοχές λοιπών εταιρειών με σκοπό την επίτευξη στρατηγικών συμμαχιών, δημιουργώντας με αυτόν τον τρόπο ένα χαρτοφυλάκιο παθητικών επενδύσεων. Οι μορφές επένδυσης αφορούν σε διακρατούμενες ως τη λήξη τους επενδύσεις και απαιτήσεις του ενεργητικού που αποτιμώνται στο αποσβεσμένο κόστος, καθώς και σε διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού που αποτιμώνται στην εύλογη αξία. Τα πραγματικά κέρδη ή ζημίες που σημειώνονται από τις πωλήσεις και οι μεταβολές στην αγοραία αξία των τίτλων προς διαπραγμάτευση εμφανίζονται στα αποτελέσματα της κατάστασης συνολικών εσόδων και δεν αναγνωρίζονται στα λειτουργικά έσοδα, ενώ αναφορικά με τα διαθέσιμα προς πώληση στοιχεία του ενεργητικού κάθε ζημία ή κέρδος καταχωρείται στα λειτουργικά έσοδα. Ένας διαχειριστής / manager δύναται να προβεί σε χειραγώγηση κερδών μέσω της εφαρμογής τεχνικών που σχετίζονται με την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων, όπως είναι οι πωλήσεις αξιογράφων που έχουν μη πραγματοποιούμενο κέρδος και αναγνωρίζουν το κέρδος αυτό μέσω της αύξησης των λειτουργικών εσόδων, οι πωλήσεις χρεογράφων που έχουν μη πραγματοποιηθείσα ζημιά και αναγνωρίζουν τη ζημία αυτή μέσω της μείωσης των λειτουργικών εσόδων, η μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο διακράτησης ως τη λήξη και στο χαρτοφυλάκιο των διαθέσιμων προς πώληση στοιχείων του ενεργητικού με αποφυγή της καταγραφής σημαντικών ζημιών στην κατάσταση των συνολικών εσόδων και τέλος η απομείωση της αξίας των στοιχείων του χαρτοφυλακίου με αποτίμηση αυτών στη μειωμένη αξία ανεξάρτητα από την προγενέστερη ταξινόμηση του χαρτοφυλακίου.

5. Απαλλαγή από προβληματικές εταιρείες: στοχεύοντας στην αύξηση των μελλοντικών κερδών, η επιχείρηση μπορεί να προχωρήσει στην πώληση της θυγατρικής της εταιρείας, η οποία δε σημειώνει τις αναμενόμενες επιδόσεις, ώστε να περιορίσει δυνητικές μειώσεις των κερδών της. Μία άλλη τεχνική αναφέρεται στην απόσχιση της θυγατρικής με την διανομή ή ανταλλαγή των μετοχών αυτής στους υφιστάμενους μετόχους της μητρικής, ούτως ώστε να μεταφέρεται σε αυτούς το κόστος που προκύπτει από την προβληματική θυγατρική.

6. Τροποποίηση των λογιστικών προτύπων: η διοίκηση μπορεί να επιτύχει χειραγώγηση επί των κερδών μέσω της τροποποίησης των υφιστάμενων και της εισαγωγής νέων λογιστικών προτύπων. Εφαρμόζοντας ένα νέο πρότυπο η επιχείρηση είναι δυνατόν να επωφεληθεί από τη

δυνατότητα επιλογής της άμεσης ή καθυστερημένης εφαρμογής του προτύπου, μεταβάλλοντας την περίοδο αναγνώρισης ενός εσόδου και εξόδου σε όρους δεδουλευμένης και ταμειακής βάσης.

7. Μείωση της αξίας του πάγιου ενεργητικού: το κόστος που προκύπτει από τους λογαριασμούς του πάγιου ενεργητικού καταγράφεται με τη μορφή απόσβεσης, εκτίμησης της υπολειμματικής αξίας ή χαρακτηρισμού του εξεταζόμενου στοιχείου ως μη λειτουργικού. Η επιλογή της μεθόδου αποτίμησης κάθε μίας μορφής έχει αντίκτυπο στο συνολικό κόστος διαμορφώνοντας κατά συνέπεια και τα κέρδη. Για τον παράγοντα των αποσβέσεων η επιχείρηση επιλέγει τη δυνατότητα υπολογισμού των αποσβέσεων σε μία σταθερή, φθίνουσα ή αύξουσα κλίμακα συναρτήσει του αποτελέσματος που θέλει να επιτύχει στα τρέχοντα καθαρά έσοδα. Αναφορικά με την εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας, οι διαχειριστές /managers μεταβάλλουν τις εκτιμήσεις τους ως προς την ωφέλιμη διάρκεια ζωής ενός παγίου, διαμορφώνοντας με αυτόν τον τρόπο το ποσοστό των ετήσιων αποσβέσεων, ενώ ο λογισμός μίας ενσώματης ακινητοποίησης ως μη λειτουργικής οδηγεί σε διακοπή των αποσβέσεων του στοιχείου αυτού.

8. Πώληση και επανεκμίσθωση: μια εταιρεία μπορεί να επηρεάσει την οικονομική της εικόνα πουλώντας ένα μακροπρόθεσμο περιουσιακό στοιχείο που έχει μη πραγματοποιηθέντα κέρδη ή ζημιές, τεχνική η οποία ενισχύεται από τη δυνατότητα ενοικίασης του στοιχείου αυτού αμέσως μετά την πώληση. Σύμφωνα με το ΔΛΠ 17, οι ζημιές που προκύπτουν από συναλλαγές πώλησης και επανεκμίσθωσης αναγνωρίζονται άμεσα στα αποτελέσματα, ενώ σε περίπτωση κέρδους αυτό αποσβένεται κατά τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου όταν αφορά χρηματοδοτική μίσθωση ή αναλογικά με το ύψος των ενοικίων όταν αφορά λειτουργική μίσθωση. Επιπρόσθετα, αν η διοίκηση δεν επιθυμεί καταγραφή κερδών ή ζημιών, προβλέπεται η ανταλλαγή παρεμφερών μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων.

9. Διάκριση λειτουργικών και μη λειτουργικών εσόδων: τα κέρδη διακρίνονται σε λειτουργικά και μη λειτουργικά ή εναλλακτικά επαναλαμβανόμενα ή οργανικά έσοδα που θα επαναληφθούν στο εγγύς μέλλον και σε μη επαναλαμβανόμενα ή έκτακτα έσοδα, τα οποία δεν αναμένεται να επηρεάσουν την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Η διοίκηση έχοντας την ευχέρεια να κατατάξει ένα λογιστικό γεγονός ως λειτουργικό ή μη λειτουργικό έσοδο, θα επηρεάσει τις προβλέψεις των οικονομικών αναλυτών, οι οποίες βασίζονται στο σχηματισμό των λειτουργικών κερδών, επιτρέποντας τη χειραγώγηση.

10. Πρόωρη αποπληρωμή χρεών: τα στελέχη μίας εταιρίας μπορούν να χειραγωγήσουν τα κέρδη της, επιλέγοντας την πρόωρη πώληση των μακροπρόθεσμων εταιρικών χρεών με τη

μορφή ομολόγων, η αποτίμηση των οποίων πραγματοποιείται στην αποσβεσμένη αξία. Κατά την περίπτωση της πρόωρης αποπληρωμής των χρεών δημιουργούνται λογιστικά κέρδη ή ζημίες τα οποία προκύπτουν από τη διαφορά της αναπόσβεστης αξίας και της λογιστικής αξίας με τα κέρδη ή τις ζημίες να λογίζονται ως έκτακτο αποτέλεσμα στην κατάσταση συνολικών αποτελεσμάτων.

11. Η χρήση των παραγώγων: τα παράγωγα αποτελούν συμβόλαια, η αξία των οποίων εξαρτάται από την αξία ενός άλλου υποκείμενου αγαθού, αναφέρονται σε μετοχές, ομολογίες, συνάλλαγμα και εμπορεύματα και χρησιμοποιούνται ως μέτρο προστασίας και μετακύλισης του επιχειρηματικού κινδύνου σε επικείμενες μεταβολές επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών και τιμών των εμπορευμάτων. Εντοπίζονται στον ισολογισμό ως απαιτήσεις και υποχρεώσεις, αποτιμώνται στην εύλογη αξία και τα κέρδη ή οι ζημίες που προκύπτουν από συναλλαγές παραγώγων αναγνωρίζονται άμεσα στα οργανικά αποτελέσματα, γεγονός το οποίο ενδείκνυται για την εφαρμογή χειραγώγησης επί των κερδών.

12. Shrink the ship: οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να αναγνωρίσουν τυχόν κέρδη ή ζημίες στην περίπτωση επαναγοράς ιδίων μετοχών, καθώς υφίσταται ταυτοποίηση εταιρίας και μετόχων και δεν προκύπτουν έσοδα από τη συναλλαγή. Η τεχνική αυτή δεν επηρεάζει τα κέρδη, ωστόσο επιδρά στον δείκτη των κερδών ανά μετοχή, ο οποίος λαμβάνεται υπόψη από το επενδυτικό κοινό. Με την επαναγορά των ιδίων μετοχών από τις εταιρείες, ο δείκτης αυτός θα εμφανίζεται υψηλότερος.

1.5. Εντοπισμός της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών

Η διοίκηση μίας επιχείρησης μπορεί να προβεί σε χειραγώγηση των κερδών με την εφαρμογή αυτής στα δεδουλευμένα και πραγματικά κέρδη. Τα δεδουλευμένα μιας επιχείρησης φανερώνουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης σε πραγματικούς όρους μέσα από την αναγνώριση των εσόδων και των εξόδων για τη χρήση κατά την οποία διενεργήθηκαν και διαχωρίζονται σε διαφοροποιούμενα και σε μη διαφοροποιούμενα. Τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα προκύπτουν από τις κανονικές συναλλαγές κατά τη λειτουργία της επιχείρησης και δε χειραγωγούνται από τη διοίκηση. Αντίθετα, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα αντικατοπτρίζουν τις επιλογές της διοίκησης, ενώ παράλληλα επιτρέπουν τη διαβίβαση των πληροφοριών στα ενδιαφερόμενα μέρη, μειώνοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των ιδιοκτητών και διοίκησης (Paleru et al., 2010). Η ποιότητα των δεδομένων που αφορούν

στα δεδουλευμένα ενδέχεται να είναι χαμηλή λόγω μεροληψίας της διοίκησης ή λανθασμένης εκτίμησης (Doyle et al., 2007), γεγονός το οποίο διευκολύνει την εφαρμογή της τεχνικής χειραγώγησης.

Η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών που εφαρμόζεται στις πραγματικές μεταβλητές έγκειται στην υιοθέτηση μη ορθολογικών πρακτικών στις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες εκ μέρους της διοίκησης με κύριο στόχο την παραπλάνηση των μετόχων (Roychowdhury, 2006). Αναφέρεται κατά κύριο λόγο σε αποφάσεις που αφορούν την τιμολογιακή και εκπρωτική πολιτική με στόχο την αύξηση του κύκλου εργασιών, τη μείωση του κόστους πωληθέντων και τη μείωση των εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη, μεγέθη τα οποία αποτελούν πραγματικές μεταβλητές (Dechow και Skinner, 2000), ενώ σημειώνεται ότι οι αποφάσεις αυτές είναι πιθανό να επηρεάσουν αρνητικά τη μελλοντική οικονομική απόδοση της επιχείρησης.

Οι Bartov και Cohen (2009) διερεύνησαν το γεγονός ότι οι εταιρείες εφαρμόζουν τη λογιστική χειραγώγηση μεταβάλλοντας το επίπεδο των δεδουλευμένων (accruals). Καθώς τα κέρδη μιας επιχείρησης προσδιορίζονται ως

Κέρδη = Σύνολο Δεδουλευμένων + Ταμειακές Ροές

Όπου,

το σύνολο των δεδουλευμένων αφορά στην αναγνώριση των εσόδων και των εξόδων για την χρήση κατά την οποία πραγματοποιούνται, ενώ οι ταμειακές ροές αφορούν ουσιαστικά το σύνολο των πραγματικών κερδών, γίνεται σαφές ότι η έννοια των accruals εμπεριέχει έναν ετεροχρονισμό των λογιστικών γεγονότων και των ταμειακών ροών.

Τα accruals περιλαμβάνουν:

- a. τα έσοδα και έξοδα της περιόδου
- b. τα προπληρωμένα έξοδα και προ εισπραχθέντα έσοδα της περιόδου
- c. τα έξοδα και έσοδα προηγούμενων χρήσεων που τακτοποιούνται στην τρέχουσα χρήση

Τα accruals υπό τη μορφή εξίσωσης ορίζονται ως:

$$AC_t = NI_t - CF_t \quad (1)$$

Όπου NI_t τα καθαρά κέρδη στην περίοδο t και CF_t οι λειτουργικές ταμειακές ροές στην περίοδο t .

Υπάρχουν πολλές προσεγγίσεις για τον εντοπισμό της χειραγώγησης των κερδών, ωστόσο τα πιο διαδεδομένα είναι τα υποδείγματα που εξετάζουν τα accruals, όπως το μοντέλο Healy, το μοντέλο DeAngelo, το μοντέλο Jones και το τροποποιημένο μοντέλο Jones. Τα μοντέλα αυτά που υποθέτουν ότι στη διαδικασία χειραγώγησης συμμετέχει η διοίκηση, οι κανονιστικοί φορείς και οι ορκωτοί ελεγκτές, βασίζονται ταυτόχρονα στην αυτοτέλεια των χρήσεων με τους ερευνητές να θεωρούν ότι τα δεδουλευμένα αποτελούν διακριτά στοιχεία του κεφαλαίου και αποτελούν στοιχεία που προκύπτουν από σκόπιμες ενέργειες της διοίκησης ή προκύπτουν από τη μεταβολή των σταθερών οικονομικών συνθηκών (Kaplan, 1985).

Συνήθεις κλάδοι εφαρμογής των μεθόδων των δεδουλευμένων για τη χειραγώγηση των κερδών είναι οι τραπεζικοί και ασφαλιστικοί οργανισμοί, με κύριο θεματικό πεδίο για τις τράπεζες την εξυπηρέτηση των ζημιών από τα δανειακά κεφάλαια και για τις ασφαλιστικές εταιρείες τη δημιουργία αποθεματικού έναντι ζημιών.

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται η τεχνική χειραγώγησης των λογιστικών κερδών μέσω των accruals, ώστε να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Η διαδικασία αυτή γίνεται περισσότερο κατανοητή μέσω της εξέτασης της μαθηματικής διατύπωσης των υποδειγμάτων που έχουν καθιερωθεί και εφαρμόζονται στις εμπειρικές μελέτες.

1.6. Μαθηματική διατύπωση των υποδειγμάτων εντοπισμού της χειραγώγησης των κερδών

Η χειραγώγηση των λογιστική κερδών επιτυγχάνεται μέσω της μεταβολής του επιπέδου των δεδουλευμένων. Σύμφωνα με τον Chen (2010), τα πιο δημοφιλή υποδείγματα είναι το μοντέλο Healy, το μοντέλο DeAngelo, το μοντέλο Jones και το τροποποιημένο μοντέλο Jones.

1. Το μοντέλο του Healy (1985)

Στο υπόδειγμα αυτό, ο Healy (1985) υποθέτει ότι τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ακολουθούν την παλινδρόμηση του λευκού θορύβου (white noise), έχοντας μηδενικό μέσο όρο. Κατά συνέπεια, αν η αξία των συνολικών δεδουλευμένων, $TA_{i,t}$, η οποία ορίζεται ως το άθροισμα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι διάφορη του μηδενός, τότε το αποτέλεσμα αυτό αποτελεί ένδειξη λογιστικής χειραγώγησης.

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} / A_{i,t-1} \quad (2)$$

όπου,

- $DA_{i,t}$, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα την χρονική στιγμή t
- $TA_{i,t}$, το άθροισμα των συνολικών δεδουλευμένων την χρονική στιγμή t
- $A_{i,t-1}$, το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού με χρονική υστέρηση ενός έτους

2. Το μοντέλο του DeAngelo (1986)

Στο υπόδειγμα αυτό, ο DeAngelo (1986) υποθέτει ότι τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ακολουθούν τη στοχαστική διαδικασία του τυχαίου περιπάτου (random walk). Υποθέτοντας ότι μία επιχείρηση βρίσκεται σε σταθερή κατάσταση, τότε τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα στην περίοδο t ισούνται με τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα στην περίοδο $t-1$. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι εν δυνάμει διαφορά μεταξύ των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων στην περίοδο t και $t-1$ αντικατοπτρίζει τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και αποτελεί στοιχείο χειραγώγησης των κερδών. Ομοίως,

$$DA_{i,t} = (TA_{i,t} - TA_{i,t-1}) / A_{i,t-1} \quad (3)$$

όπου,

- $TA_{i,t-1}$, το άθροισμα των συνολικών δεδουλευμένων με χρονική υστέρηση ενός έτους

3. Το μοντέλο της Jones (1991)

Στο μοντέλο αυτό, το οποίο θεωρείται από τα καλύτερα υποδείγματα, η Jones (1991) ερμηνεύει τον τρόπο με τον οποίο η μεταβολή των οικονομικών δεδομένων μίας επιχείρησης επιδρά στα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα. Συγκεκριμένα, εξετάζει την περίπτωση κατά την οποία η μεταβολή των εσόδων επιφέρει μεταβολή στο κυκλοφορούν ενεργητικό, μεταβάλλοντας τα δεδουλευμένα, καθώς και το ενδεχόμενο να μειωθούν τα δεδουλευμένα μέσω των αποσβέσεων που διενεργούνται στα πάγια περιουσιακά στοιχεία. Με βάση αυτό, επιλέγονται η μεταβολή των εσόδων (ΔREV) και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (PPT), ως ανεξάρτητες μεταβλητές για την πρόβλεψη των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων.

$$TA_{i,p} / A_{i,p-1} = \alpha_1 (1 / A_{i,p-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{i,p} / A_{i,p-1}) + \beta_2 (PPE_{i,p} / A_{i,p-1}) + \varepsilon_{i,p} \quad (4)$$

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} / A_{i,t-1} - [\alpha_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_2 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1})] \quad (5)$$

όπου,

- $DA_{i,t}$, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα την χρονική στιγμή t
- ΔREV_t , η μεταβολή στα έσοδα την χρονική στιγμή t
- PPE_t , το σύνολο των παγίων την χρονική στιγμή t
- $A_{i,t-1}$, το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού με χρονική υστέρηση ενός έτους
- $\varepsilon_{i,p}$: ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Η εξίσωση (3) χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των συντελεστών α_1 , β_1 και β_2 μέσω της χρήσης των αποπληθωρισμένων συνολικών δεδουλευμένων, ενώ ακολούθως στην εξίσωση (4) υπολογίζονται τα αναμενόμενα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα για την περίοδο t . Ωστόσο, οι Ronen και Yaari (2008), επισημαίνουν ότι αν η χειραγώγηση των κερδών πραγματοποιείται

μέσω των εσόδων, τότε το υπόδειγμα εμφανίζει αδυναμίες και θα οδηγήσει σε εσφαλμένες εκτιμήσεις, υποεκτιμώντας τα διαφοροποιούμενα δεδομένα.

4. Το μοντέλο των DeFond και Jambalvo (1994)

Το υπόδειγμα της Jones χρησιμοποιεί στην εξίσωση (5) χρονοσειρές, ωστόσο υφίσταται το ενδεχόμενο οι μεταβλητές να εμφανίζουν μεροληψία. Για να αποφευχθεί η πιθανότητα αυτή, οι DeFond και Jambalvo (1994) τροποποίησαν το μοντέλο της Jones με την εμφάνιση διαστρωματικών στοιχείων υπό την υπόθεση ότι το επίπεδο των μη διαφοροποιούμενων δεδομένων δεν διαφέρει σε ένα υπό εξέταση κλάδο. Σε μία άλλη προσέγγιση, η εκδοχή αυτή του μοντέλου προσαρμόζεται με βάση τα δεδομένα που αφορούν στο κυκλοφορούν ενεργητικό, εξαλείφοντας τη μεταβλητή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων (PPE).

5. Το τροποποιημένο μοντέλο της Jones (Dechow et al., 1995)

Το τροποποιημένο μοντέλο της Jones αποτελεί το πιο διαδεδομένο μοντέλο για τον εντοπισμό της χειραγώγησης των κερδών και χρησιμοποιείται στην πλειοψηφία των ερευνητικών μελετών για την πιθανή εύρεση αποτελεσμάτων χειραγώγησης (Guay et al., 1996). Στα δύο προηγούμενα μοντέλα γίνεται η υπόθεση ότι οι μεταβολές των εσόδων είναι μη διαφοροποιούμενες, ωστόσο οι διαχειριστές / managers δυνητικά θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν τις πωλήσεις επί πιστώσει, ούτως ώστε να χειραγωγήσουν τα κέρδη. Για τον λόγο αυτό, οι Dechow et al. (1995) τροποποίησαν το μοντέλο της Jones, εισάγοντας μία νέα ανεξάρτητη μεταβλητή που εξετάζει τις μεταβολές των απαιτήσεων (ΔREC).

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} / A_{i,t-1} - [a_1 (1 / A_{i,t-1}) + b_1 (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1} - \Delta REC_{i,t} / A_{i,t-1}) + b_2 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1})]$$

(6)

Όπου,

- $TA_{i,t}$, το άθροισμα των συνολικών δεδομένων την χρονική στιγμή t
- $A_{i,t-1}$, το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού με χρονική υστέρηση ενός έτους
- $\Delta REV_{i,t}$, η ετήσια μεταβολή στα έσοδα από το έτος t-1 στο έτος t
- $\Delta REC_{i,t}$: η ετήσια μεταβολή στις απαιτήσεις από το έτος t-1 στο έτος t

- PPE_t , το σύνολο των παγίων περιουσιακών στοιχείων την χρονική στιγμή t
- $\varepsilon_{i,t}$: ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Εναλλακτικά, και με τη βοήθεια της εξίσωσης (4) για το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones προκύπτει

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1[(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1}] + \beta_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

και ισχύει ότι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα αποτελούν το κατάλοιπο ή διαταρακτικό όρο $\varepsilon_{i,t}$, όταν εκτιμηθεί η παλινδρόμηση (7).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι έχουν διατυπωθεί υποδείγματα με άξονα το τροποποιημένο μοντέλο της Jones, όπως είναι το μοντέλο των Dechow and Dichev (2002) που χρησιμοποιεί την τυπική απόκλιση των κατάλοιπων της εξίσωσης (6) για τη μέτρηση της ποιότητας των λογιστικών δεδουλευμένων, το μοντέλο της McNichols (2002), το οποίο εισάγει τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα σε μία προσπάθεια συνδυασμού των μοντέλων Dechow και Dichev (2002) και Dechow et al. (1995), το μοντέλο των Larcker και Richardson (2004), το οποίο χρησιμοποιεί δύο επιπρόσθετες ανεξάρτητες μεταβλητές στην εξίσωση (6), τον λόγο της λογιστικής προς την χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας (book to market ratio, BM) που εξετάζει την αναμενόμενη ανάπτυξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα και τέλος το μοντέλο των Kothari et al. (2005), το οποίο προσθέτει την απόδοση του στοιχείων του ενεργητικού (ROA) ως ερμηνευτική μεταβλητή. Τα υποδείγματα αυτά ανιχνεύουν τη χειραγώγηση των κερδών χρησιμοποιώντας διαφορετικές οπτικές, μεθόδους και δεδομένα, παρουσιάζοντας οικονομετρικά σφάλματα, έχοντας όμως ως βάση το τροποποιημένο μοντέλο της Jones.

Κεφάλαιο 2

Το πρόβλημα εντολέα – εντολοδόχου – Agency Problem

2.1. Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης στη θεωρία αντιπροσώπευσης

Οι Chrisman et al (2007) διατυπώνουν πέντε υποθέσεις στις οποίες βασίζεται η θεωρία της αντιπροσώπευσης:

1. την απόκλιση στόχων μεταξύ διαχειριστών / managers και ιδιοκτητών
2. την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών
3. την αυτονομία της διοίκησης στην επίτευξη των ίδιων σκοπών
4. την περιορισμένη ορθολογικότητα των ιδιοκτητών
5. την αδυναμία σύναψης πλήρως διατυπωμένων συμβάσεων

Επιπλέον, οι διαχειριστές / managers γνωρίζοντας καλύτερα τις δυνατότητες, τα κίνητρα και τους περιορισμούς που υφίστανται κατά την οικονομική δραστηριότητα έχουν στη διάθεσή τους περισσότερο όγκο πληροφοριών από τους ιδιοκτήτες κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης οδηγούν στην εμφάνιση του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου (Stiglitz και Weiss, 1981). Το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής πηγάζει από το γεγονός ότι ο διαχειριστής / manager διαθέτει πληροφορίες, τις οποίες αποκρύπτει από τον ιδιοκτήτη για να αυξήσει τη χρησιμότητά του. Κατά την περίπτωση αυτή, ο εντολέας δημιουργεί ακούσια έναν δεσμό με τον εντολοδόχο που δεν ανταποκρίνεται στα συμφέροντα και τις προσδοκίες του. Στον αντίποδα, ο ηθικός κίνδυνος χρησιμοποιείται για να περιγράψει καταστάσεις, όπως η διαστρέβλωση επίσημων συμβάσεων από τον εντολοδόχο προκειμένου να καρπωθεί ο ίδιος τα οφέλη της συμφωνίας (Jensen και Meckling, 1976). Ως εκ τούτου, κατά τον ηθικό κίνδυνο υφίσταται η πιθανότητα ο εντολέας να μην είναι ικανός να αξιολογήσει επαρκώς την αποτελεσματικότητα των ενεργειών του αντιπροσώπου. Παράλληλα, η υπόθεση της περιορισμένης ορθολογικότητας των εντολέων αποκλείει την κατάρτιση μιας πλήρους διατυπωμένης σύμβασης που θα εξαλείφει πλήρως συγκρούσεις συμφερόντων που ενδέχεται να προκύψουν μεταξύ των μερών. Ακόμη και αν αυτό ήταν δυνατό, τα έξοδα σύνταξης και ελέγχου μιας σύμβασης, θα μπορούσαν να κριθούν ασύμφορα (Shleifer και Vishny, 1997).

Λόγω της αδυναμίας θέσπισης κανονιστικού πλαισίου που διαμορφώνει τη σχέση αντιπροσώπευσης στους οικονομικούς οργανισμούς, ο αντιπρόσωπος διαθέτει επαρκή περιθώρια για να ενεργεί προς το δικό του συμφέρον εις βάρος των συμφερόντων του εντολέα.

Αυτές οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορούν να δημιουργήσουν υψηλό κόστος και ανισορροπίες για την εταιρεία στην περίπτωση κατά την οποία δεν είναι έγκαιρη η αντιμετώπισή τους. Η εφαρμογή ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση του κόστους αντιπροσώπευσης και τη σύγκλιση των συμφερόντων των μερών, δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για την προάσπιση του εταιρικού συμφέροντος.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί και μία θεματική, η οποία υπερασπίζει τους σκοπούς και τα συμφέροντα της διοίκησης μίας επιχείρησης. Σε αντίθεση με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, η θεωρία της επιτροπείας – επιμελητείας (Stewardship theory) αναπτύσσει την ιδέα ότι οι διαχειριστές / managers μιας επιχείρησης συμπεριφέρονται αποκλειστικά με γνώμονα τους επιχειρηματικούς στόχους και τα κίνητρα τους ευθυγραμμίζονται με τους στόχους των εντολέων τους (Donaldson και Davis, 1991). Οι διαχειριστές / managers διέπονται από ηθικές αξίες που λειτουργούν ανασταλτικά στην πρόκληση ζημίας έναντι των μετόχων και επιδιώκουν να ικανοποιήσουν μη οικονομικούς σκοπούς, όπως ικανοποίηση αίσθησης καθήκοντος και η εδραίωση καλής φήμης, ενώ δρουν αλτρουιστικά για το συλλογικό συμφέρον. Κατά συνέπεια, εξασφαλίζεται η μεγιστοποίηση της χρησιμότητας των διαχειριστών / manager και η ικανοποιητική απόδοση των μετόχων. Κατά τη θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας τα άτομα εκτελούν πράξεις που ωφελούν τους άλλους, δίχως να προσδοκούν ανταμοιβή (Schulze et al., 2001).

Η αποδοτικότητα των διαχειριστών / manager αυξάνεται ή μειώνεται συναρτήσει της οργανωτικής δομής της οικονομικής οντότητας, η οποία επιτρέπει ή αποτρέπει την εφαρμογή οριοθετημένων στρατηγικών. Κατ' επέκταση, εάν τα κίνητρα των διαχειριστών / managers συμπίπτουν με το θεωρητικό πλαίσιο, τότε οι υφιστάμενες παράμετροι είναι οι βέλτιστες για την επιχείρηση. Επομένως, η αυτονομία των διαχειριστών / managers θα πρέπει να αυξηθεί, προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η χρησιμότητα αυτών, καθώς τα κίνητρά τους δεν αποκλίνουν σημαντικά από το συλλογικό συμφέρον. Συνεπώς, μέσω της συλλογικής συμπεριφοράς και της αυτονομίας της διοίκησης, η μεγιστοποίηση της οργανωτικής απόδοσης είναι επωφελής για το ενιαίο σύνολο, γεγονός το οποίο μειώνει το διαχειριστικό κόστος της διαρκούς επίβλεψης.

2.2. Το κόστος αντιπροσώπευσης

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), το κόστος αντιπροσώπευσης μπορεί να οριστεί ως το σύνολο των δραστηριοτήτων και των λειτουργικών συστημάτων που αναπτύχθηκαν προκειμένου να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των διαχειριστών / managers με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Αποτελεί το άθροισμα των ακόλουθων εξόδων:

- Δαπάνες των ιδιοκτητών για τον έλεγχο της συμπεριφοράς της διοίκησης. Περιλαμβάνει όλο το πλαίσιο των μεθόδων ελέγχου όπως είναι οι περιορισμοί στον προϋπολογισμό, τα συστήματα αμοιβών, τα εξελιγμένα διοικητικά συστήματα και οι ελεγκτικές διαδικασίες.
- Δαπάνες των διαχειριστών / managers ούτως ώστε να πείσουν τους ιδιοκτήτες ότι συμμορφώνονται με τους συμβατικούς στόχους. Περιλαμβάνει κόστη δέσμευσης που φέρουν τη μορφή συμφωνιών αναφορικά με τη λήψη αποφάσεων που επιβαρύνουν τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Τα συγκεκριμένα κόστη δέσμευσης μειώνουν τις συγκρούσεις συμφερόντων, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο την αξία της εταιρείας.
- Υπολειμματικές ζημιές. Αναφέρεται στη διαφορά που προκύπτει από την ευημερία που θα απολάμβανε ο εντολέας στην περίπτωση που θα υπήρχε ακριβής εφαρμογή των συμφωνηθέντων ενεργειών και τα μειωμένα μεγέθη χρησιμότητας που πραγματοποιούνται και μεταφράζεται εναλλακτικά ως ζημία ευκαιρίας.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι υφίστανται κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με το κόστος συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, με το κόστος χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια, με το κόστος παρακολούθησης και εξυπηρέτησης των δανειακών κεφαλαίων ή του χρέους, το κόστος οικονομικής δυσπραγίας και το κόστος που προκύπτει από την παραβίαση των δικαιωμάτων των λοιπών συμβαλλομένων του οργανισμού.

Ουσιαστικά, το κόστος αντιπροσώπευσης σε οποιαδήποτε επιχείρηση εξαρτάται κατά κύριο λόγο από την έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με τις δραστηριότητες του εντολοδόχου και το κόστος παρακολούθησης και ανάλυσης των επιδόσεων και πεπραγμένων της διοίκησης, το κόστος της δημιουργίας ενός πλαισίου παρακολούθησης των αποζημιώσεων των διαχειριστών / managers, το κόστος καθορισμού μιας ορθολογικής διοικητικής διάρθρωσης, καθώς και το κόστος που προκύπτει από την αδυναμία αντικατάστασης των στελεχών της διοίκησης.

2.3. Τα προβλήματα που πηγάζουν από την σχέση αντιπροσώπευσης

Κατά τους Armour et al. (2009) το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης διαπιστώνεται ότι εμφανίζεται υπό τη μορφή δύο κυρίως τύπων διένεξης. Ο πρώτος τύπος διένεξης ή διένεξη τύπου I αφορά τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διαχειριστών / manager της εταιρείας και των ιδιοκτητών αυτής. Το πρόβλημα έγκειται στη διασφάλιση ότι οι διαχειριστές / managers θα πρέπει να ανταποκρίνονται στα συμφέροντα των ιδιοκτητών αντί να στοχεύουν στην επιδίωξη ίδιου οφέλους. Σύμφωνα με τον Masulis (1988), οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και διαχειριστών / managers προκύπτουν με βάση τις ακόλουθες συνθήκες, κατά τις οποίες οι διαχειριστές / managers:

- 1) στοχεύουν σε μεγαλύτερα επίπεδα παραγωγής και κατανάλωσης με λιγότερη εντατική εργασία, εφόσον οι παράγοντες δεν μειώνουν τις απολαβές και την αξία του χαρτοφυλακίου του.
- 2) αποστρέφονται τον κίνδυνο και επιδιώκουν χαμηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση, διότι με αυτόν τον τρόπο ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο αθέτησης και αποφεύγουν τυχόν απώλειες στο χαρτοφυλάκιο τους.
- 3) προτιμούν τον βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.
- 4) είναι αρνητικοί σε ενδείξεις μείωσης της απασχόλησης, η οποία ενδέχεται να αυξηθεί εξαιτίας μεταβολών στο καθεστώς ελέγχου της εταιρείας.

Λόγω της διασποράς της μετοχικής δομής και του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας και της διοίκησης, οι προσπάθειες αντιμετώπισης του προβλήματος αντιπροσώπευσης επικεντρώνονται κυρίως στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, παρακολουθώντας τις δραστηριότητες του διαχειριστή / managers και ενισχύοντας την συνέπειά τους έναντι των μετόχων.

Οι Jensen και Meckling (1976) διαπίστωσαν ότι η κατοχή μετοχών από τους διαχειριστές / managers δύναται να οδηγήσει σε σύγκλιση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διαχειριστών / managers. Με γνώμονα αυτό, συμπεραίνεται ότι όταν αυξάνεται η κυριότητα των μετοχών από τους διαχειριστές / managers, τότε μειώνεται το μέγεθος της χειραγώγησης των κερδών, καθώς το γεγονός αυτό λειτουργεί περιοριστικά και αποθαρρύνει τους διαχειριστές / managers να παραποιήσουν τις λογιστικές πληροφορίες. Παράλληλα, οι θεσμικοί επενδυτές δύναται να εδραιώσουν έναν ισχυρό ρόλο υπό τη μορφή εξωτερικής εποπτείας στο χρηματιστήριο, καθώς λειτουργούν ανασταλτικά στην εκδήλωση κερδοσκοπικής συμπεριφοράς εκ μέρους των διαχειριστών/ managers. Σύμφωνα με τον Shleifer και Vishny (1997), Allen et al. (2000) όταν

ένα σημαντικό ποσοστό ιδιοκτησίας της επιχείρησης κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές, τότε μεγαλώνει η πιθανότητα πιο αποδοτικής αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας με εξαιρετική ικανότητα παρακολούθησης της διοίκησης και αντίστροφα.

Σύμφωνα με τους Chen et al. (2007), υπάρχουν δύο τύποι θεσμικών επενδυτών, οι μακροπρόθεσμοι και οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές, καθώς και δύο τύποι επενδυτών που παρουσιάζουν διαφορετικό επίπεδο ευαισθησίας. Οι Wahab et al. (2007) θεωρούν ότι οι επενδυτές μπορεί να εμφανίζουν χαμηλό βαθμό ευαισθησίας με μικρή ενεργή συμμετοχή στα πεπραγμένα της εταιρείας ή να εμφανίζουν υψηλό βαθμό ευαισθησίας που συνοδεύεται από ενεργή συμμετοχή στην εταιρεία. Οι επενδυτές με υψηλό βαθμό ευαισθησίας παρακολουθούν την εταιρεία και κατά συνέπεια η χειραγώγηση των κερδών σε συμμετοχή αυτής της κατηγορίας επενδυτών υπόκειται σε μείωση.

Ο δεύτερος τύπος διένεξης ή διένεξη τύπου II αφορά τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία ή τον έλεγχο της εταιρείας και των μετόχων μειοψηφίας. Οι Shleifer και Vishny (1997) δήλωσαν οι κύριοι μέτοχοι έχουν κατά κανόνα ένα συμφέρον ελέγχου στην εταιρεία, είναι σε θέση να επηρεάσουν την πολιτική της εταιρείας και να επιτρέψουν την αλλοίωση των αποτελεσμάτων. Δύνανται να επηρεάσουν τη στρατηγική διαχείρισης και τις επιχειρησιακές υποθέσεις της εταιρείας μέσω της επιλογής και αντικατάστασης των μελών του διοικητικού συμβουλίου μίας εταιρείας. Επίσης η συγκέντρωση του ελέγχου της εταιρείας από την ομάδα μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία ενδέχεται να οδηγήσει σε επιδείνωση της θέσης της μειοψηφικής ομάδας μετόχων, εφόσον οι πρώτοι ασκώντας έλεγχο θα επιδιώξουν ανακατανομή και διάθεση των πόρων με εφαρμογή πολιτικών και κινήτρων με σκοπό το ίδιο όφελος. Συνεπάγεται λοιπόν ότι αύξηση του ποσοστού ελέγχου από την πλειοψηφική ομάδα μετόχων θα φέρει υψηλότερες πιθανότητες χειραγώγησης κερδών.

Οι επιχειρήσεις στις οποίες υφίσταται υψηλό ποσοστό ελέγχου από την κύρια ομάδα μετόχων και διαχειριστών / managers θεωρούνται γενικά ότι απαλλάσσονται από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης τύπου I, επειδή οι κύριοι μέτοχοι κατέχοντας σημαντικό ποσοστό ελέγχου της διοίκησης συμπεραίνεται ότι φέρουν υψηλότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν άμεσα μία διαχειριστική κρίση μέσω της παρακολούθησης των διαδικασιών, της αναδιάρθρωσης της διοικητικής δομής και του συστήματος αμοιβών, γεγονός το οποίο ωφελεί τους μετόχους σε συνολικό επίπεδο. Αναφορικά με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης τύπου II, είναι δυνατόν οι αποφάσεις να λαμβάνονται από τη διοίκηση σε συμφωνία με την πλειοψηφική ομάδα μετόχων

προς αποκλειστικό συμφέρον αυτής και αγνοώντας τα συμφέροντα των μετόχων της μειοψηφίας.

Επιπλέον, οι μέτοχοι μειοψηφίας ενδέχεται να αντιμετωπίσουν έναν τύπο προβλήματος αντιπροσώπευσης που χαρακτηρίζεται ως φαινόμενο της απαλλοτρίωσης (expropriation effect) κατά τους Morck, Shleifer και Vishny (1988) και περιγράφει την κατάσταση κατά την οποία η συγκέντρωση ελέγχου από τους κύριους μετόχους οδηγεί σε καταπάτηση των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας με τη μεταφορά των οικονομικών πόρων μέσω της μορφής απολαβών που δικαιούνται οι τελευταίοι στους πρώτους. Η μοναδική απάντηση των μετόχων μειοψηφίας σε τέτοιους είδους πολιτικές είναι η αίτηση για άσκηση έκτακτου ελέγχου. Κατά την περίπτωση στην οποία παρατηρείται η διενέργεια πράξεων αντίθετων στη νομοθεσία, στο καταστατικό και στις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης μίας ανώνυμης εταιρείας, τότε σύμφωνα με το νόμο 4548/2018 (άρθρο 142 παρ. 1 και 2) μέτοχοι που εκπροσωπούν ποσοστό άνω του 1/20 του μετοχικού κεφαλαίου της Ανώνυμης Εταιρείας έχουν τη δυνατότητα να υποβάλουν αίτημα στο αρμόδιο Δικαστήριο για τη διενέργεια του σχετικού ελέγχου, ενώ και στην περίπτωση η διοίκηση της εταιρείας δεν ασκεί τα καθήκοντά της δίκαια και ορθολογικά, τότε οι μέτοχοι που εκπροσωπούν ποσοστό άνω του 1/5 του μετοχικού της κεφαλαίου, δικαιούνται να υποβάλλουν το ίδιο αίτημα (άρθρο 142, παρ. 3) .

Ωστόσο, εντοπίζεται και ένας τρίτος τύπος αναφορικά με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που περιλαμβάνει τη σύγκρουση μεταξύ των φορέων μιας εταιρείας, όπως οι μέτοχοι ή η διοίκηση, με τους λοιπούς ενδιαφερόμενους, όπως οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι πελάτες. Το πρόβλημα έγκειται στη διασφάλιση ότι η εταιρεία δεν συμπεριφέρεται με κερδοσκοπικό τρόπο απέναντι σε αυτούς τους φορείς, όπως η έκθεση των πιστωτών σε κίνδυνο, η εκμετάλλευση των εργαζομένων και η παραπλάνηση των καταναλωτών (Armour et al., 2009).

Στη βιβλιογραφία ιδιαίτερη βαρύτητα έχει δοθεί στα προβλήματα διένεξης τύπου I, δίχως να λαμβάνεται υπόψη η πιθανή επίδραση του προβλήματος διένεξης Τύπου II (Ratnawati et al, 2016). Η λύση στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) μπορεί να δοθεί μέσω της θέσπισης της εταιρικής διακυβέρνησης, ενός συνόλου κανόνων το οποίο διαχωρίζει και εξειδικεύει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων σε μια επιχείρηση. Καθώς παρατηρείται απόκλιση των συμφερόντων ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και διαχειριστές/ managers, το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά συγκλίνουν, ούτως ώστε να επιτυγχάνεται η βέλτιστη αποτελεσματικότητα και κερδοφορία (Shleifer και Vishny, 1997).

Κεφάλαιο 3

Εταιρική Διακυβέρνηση – Corporate Governance

3.1 Ορισμός και αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης

Κατά τους Ξανθάκη, Τσιπούρη και Σπανό (2003) η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο διαδικασιών, κανόνων εθιμικού δικαίου, πρακτικών, πολιτικών, νόμων και θεσμών που επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο μία επιχείρηση διευθύνεται, διοικείται ή ελέγχεται. Η εταιρική διακυβέρνηση αφορά αφενός τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων, της διοίκησης στο σύνολό της και των μελών του διοικητικού συμβουλίου και αφετέρου τις σχέσεις της επιχείρησης με τους εργαζομένους, τους προμηθευτές, τους πελάτες, το τραπεζικό σύστημα, τις ρυθμιστικές αρχές της αγοράς και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον. Στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος μέσω της σύγκλισης των έννομων συμφερόντων των εταίρων. Επιδιώκεται η πλήρης διαφάνεια σε όλες τις εκφάνσεις λειτουργίας της επιχείρησης, ούτως ώστε να περιορίζεται και να αποτρέπεται η παραποίηση των οικονομικών μεγεθών, γεγονός το οποίο εξασφαλίζει την ισότιμη προώθηση των συμφερόντων όλων των εμπλεκόμενων μερών και την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της επιχείρησης.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (OECD) θέσπισε το 1999 τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ορίζοντας τις βασικές αρχές αυτής υπό τη μορφή ενός νομοθετικού και ρυθμιστικού συστήματος με σκοπό την παρακολούθηση και τον έλεγχο του συνόλου των οικονομικών οντοτήτων σε παγκόσμιο επίπεδο. Το σύστημα αυτό προβλέπει την εξειδίκευση της διάρθρωσης των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων των συμμετεχόντων στην επιχείρηση. Ωστόσο, λόγω της μεταβολής του οικονομικού περιβάλλοντος εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο Ο.Ο.Σ.Α. προέβη σε αναθεώρηση του πλαισίου αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες συνοψίζονται ως:

1. Προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.
2. Αναγνώριση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων των συμμετεχόντων και συσχετιζόμενων μερών που εμπλέκονται με τη λειτουργία της επιχείρησης.

3. Έγκαιρη και αξιόπιστη παρουσίαση των στοιχείων που αφορούν την επιχείρηση με στόχο την τέλεια πληροφόρηση των μετόχων.

4. Αποτελεσματικός έλεγχος της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και ανάπτυξη κώδικα δεοντολογίας για τα μέλη αυτού, σύστημα το οποίο αποσκοπεί στην εξασφάλιση της ακεραιότητας των ενέργειων του Διοικητικού Συμβουλίου και της υπεύθυνης συμπεριφοράς έναντι των εμπλεκόμενων μερών της επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, οι θεσμικές και ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να διαδραματίζουν ενεργό ρόλο κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων που θα χαρακτηρίζεται από ακεραιότητα, διαφάνεια και πλήρη σαφήνεια ως προς τις αποφάσεις τους.

3.2 Υποδείγματα και Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί την απάντηση στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, κατά το οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας δεν συμπλέει με το συμφέρον των ιδιοκτητών της. Η σύγκρουση συμφερόντων που δημιουργείται μεταξύ μετόχων και διοίκησης έκριναν επιτακτική την εφαρμογή υποδειγμάτων, τα οποία αποσκοπούν στη διασφάλιση της βέλτιστης λειτουργίας της διοίκησης που επιτρέπει την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και την ταυτόχρονη προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών της, καθώς και τη θέσπιση συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης, τα οποία συγκροτούνται με βάση τα χαρακτηριστικά του αστικού και εθιμικού δικαίου κάθε χώρας και έχουν προαιρετικό ή υποχρεωτικό χαρακτήρα.

Το υπόδειγμα των μετόχων στηρίζεται στην κυρίαρχη οικονομική θεωρία που χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις και περιγράφει τη μεγιστοποίηση της αξίας αυτής και του πλούτου των μετόχων. Ο Friedman (1970) θεώρησε τη μεγιστοποίηση της οικονομικής απόδοσης των μετόχων ως κεντρική αρχή με τρεις θεμελιώδεις υποθέσεις, την ενσωμάτωση του κοινωνικού και περιβαλλοντικού κόστους στην επιχειρηματική δραστηριότητα μόνο στο βαθμό που απαιτείται από το νόμο, την επίτευξη του προσωπικού συμφέροντος για τη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας και της αξίας για την κοινωνία και την υιοθέτηση της νοοτροπίας ότι η επιχείρηση αποτελεί σύζευξη συμβολαίων με προτίμηση στα συμβόλαια που έχουν τον μεγαλύτερο αντίκτυπο στην κερδοφορία της επιχείρησης. Το πρόβλημα που πηγάζει από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης έγκειται στην ύπαρξη ατελών συμβολαίων, καθώς δεν είναι

πλήρως εφικτή η εφαρμογή συμμετρικής πληροφόρησης μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών και η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, ώστε να επιτρέπεται η σύναψη τέλειων συμβολαίων (Shleifer και Vishny, 1997). Στο πλαίσιο αυτό προβλέπεται η χρησιμοποίηση μηχανισμών σύγκλισης των συμφερόντων των διαχειριστών / managers και των ιδιοκτητών, η θέσπιση θεσμικού πλαισίου που προασπίζει τα συμφέροντα των μετόχων και αποτρέπει την εσωτερική πληροφόρηση και η βέλτιστη λειτουργία του εταιρικού ελέγχου.

Το υπόδειγμα των εταίρων εξετάζει την επιρροή και αλληλεξάρτηση των συμφερόντων των ομάδων που συμμετέχουν στη λειτουργία της επιχείρησης. Κατά τον Σπανό (2003), η επιχείρηση δημιουργεί αλληλεξαρτήσεις και προκαλεί εξωτερικές επιδράσεις, οι οποίες στοχεύουν στο κοινωνικό σύνολο, κατά συνέπεια δεν είναι ορθολογικό να παραλειφθούν. Γίνεται σαφές ότι ο πρωταρχικός στόχος της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων διευρύνεται και περιλαμβάνει και όσους συμμετέχουν στην επιχείρηση ως εταίροι και συνεισφέρουν υλικούς και άυλους πόρους. Σε αυτή την περίπτωση, ο στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ενθάρρυνση της συνεργασίας των εταίρων για τη δημιουργία πλούτου και τη βελτιστοποίηση της λειτουργίας της επιχείρησης. Το υπόδειγμα των εταίρων ενσωματώνει πολλαπλά και ανταγωνιστικά κίνητρα, τα οποία δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστούν με σαφήνεια και ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν από τους εταίρους ως άλλοθι, ούτως ώστε να δικαιολογηθεί η δυνητικά χαμηλή απόδοση της διοίκησης της εταιρείας. Αντίθετα, το υπόδειγμα των μετόχων είναι πλήρως καθορισμένο αναφορικά με τους στόχους και τις προτεραιότητες της επιχείρησης.

Παράλληλα, ανάλογα με την επίδραση των εμπλεκόμενων μελών στη διοίκηση και στον καθορισμό στρατηγικής, διαμορφώθηκε μία ταξινόμηση που συναντάται με τον όρο εσωτερικό και εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Αναφορικά με το εξωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης η κύρια συνιστώσα έγκειται στην ύπαρξη μεγάλων σε μέγεθος κεφαλαιαγορών που χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα και μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου με τυπικά παραδείγματα εφαρμογής τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, το Ηνωμένο Βασίλειο, τον Καναδά και την Αυστραλία. Η διοίκηση στις χώρες αυτές επικεντρώνεται περισσότερο στην προτεραιότητα της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, γεγονός το οποίο απαιτεί την καθιέρωση ενός ισχυρού μηχανισμού για την προστασία των συμφερόντων αυτών. Οι επιχειρήσεις που εφαρμόζουν το συγκεκριμένο υπόδειγμα διέπονται σε μεγάλο βαθμό από ένα ενιαίο διοικητικό συμβούλιο που αποτελείται από εσωτερικά και εξωτερικά στελέχη. Οι μέτοχοι με τη χρήση των δικαιωμάτων ψήφου εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο και λαμβάνουν αποφάσεις για τα σημαντικά θέματα της εταιρείας,

ωστόσο η μεγάλη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου συνεπάγεται μικρό εταιρικό μερίδιο με αποτέλεσμα ο έλεγχος της εκτελεστικής διοίκησης να κρίνεται ανέφικτος. Κατά συνέπεια, το κριτήριο που ακολουθείται για την υιοθέτηση ενός ισχυρού κανόνα είναι η διασφάλιση της πλήρους πληροφόρησης των μετόχων, ώστε να αποτρέπει τις προνομιούχες ομάδες μετόχων να έχουν καλύτερη πληροφόρηση (Σπανός, 2003). Στο εξωτερικό σύστημα οι κεφαλαιαγορές διαδραματίζουν θεμελιώδη ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση, καθώς η ανεπάρκεια των διαχειριστών / managers να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης, συνεπάγεται μαζική πώληση των τίτλων εκ μέρους των μετόχων, η οποία μεταβάλλει την αξία της επιχείρησης και την εικόνα των διαχειριστών / managers, δημιουργώντας έναν πιο αποτελεσματικό πειθαρχικό μηχανισμό από την παρακολούθηση είτε από θεσμικούς επενδυτές είτε από διοικητικά συμβούλια.

Αναφορικά με το εσωτερικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης το κύριο στοιχείο είναι η ύπαρξη μικρών σε μέγεθος κεφαλαιαγορών που χαρακτηρίζονται από χαμηλή ρευστότητα και υψηλή συγκέντρωση μετοχικού κεφαλαίου με τυπικά παραδείγματα εφαρμογής την ηπειρωτική Ευρώπη, εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου, την Ιαπωνία και την Κορέα. Οι επιχειρήσεις που εφαρμόζουν το συγκεκριμένο υπόδειγμα αναγνωρίζουν τη συμμετοχή όλων των εμπλεκόμενων μερών στην ομαλή λειτουργία αυτής, ενώ τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συμμετέχουν άμεσα στη διαχείριση των εταιρειών όσον αφορά την παρακολούθηση και τη λήψη αποφάσεων για την πρόληψη μίας χρηματοοικονομικής κρίσης. Οι μέτοχοι, έχοντας το πλεονέκτημα της υψηλής συγκέντρωσης ελέγχουν την εκτελεστική διοίκηση με έναν πιο εφικτό τρόπο, καθώς όταν η πλειοψηφία των μετοχών συγκεντρώνεται στους ιδιοκτήτες και σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τότε σημειώνεται σύγκλιση συμφερόντων και εναρμονισμός αποφάσεων με την εκτελεστική διοίκηση, ενώ και η επίτευξη μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ εταίρων και Διοίκησης, οδηγούν σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Στο εσωτερικό σύστημα η μειωμένη ρευστότητα στην κεφαλαιαγορά επιδρά αρνητικά στις επενδύσεις και προκαλεί περιορισμό διαθέσιμων κεφαλαίων, ωστόσο η ανάπτυξη σχέσεων εμπιστοσύνης και ο ενεργός ρόλος των τραπεζών μειώνουν τον κίνδυνο και κατά συνέπεια το συνολικό κόστος χρηματοδότησης, γεγονός το οποίο ευνοεί τον μακροπρόθεσμο ορίζοντα επενδυτικής δραστηριότητας.

Η υιοθέτηση ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, συμβάλλει στην ανάπτυξη κλίματος εμπιστοσύνης και υγιών σχέσεων συνεργασίας που ενδυναμώνουν την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και κατ' επέκταση της αγοράς. Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου είναι μικρότερο και η κατανομή των διαθέσιμων πόρων γίνεται ορθολογικά.

Τέλος, τα συστήματα αυτά για να κριθούν αποτελεσματικά θα πρέπει να συμπεριλάβουν θεσμικές προσαρμογές που εγγυώνται τη νομική προστασία των επενδυτών.

3.3 Εταιρική Διακυβέρνηση: η περίπτωση της Ελλάδας

3.3.1 Η δομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η έκφραση των στόχων της εταιρικής διακυβέρνησης πραγματοποιείται κυρίως μέσα από τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, το οποίο αποτελείται από τα εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη (νόμος 3016/2002, Άρθρο 3). Τα εκτελεστικά μέλη ενός Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρονται στους ιθύνοντες της εταιρίας, οι οποίοι ασχολούνται με τα διαδικαστικά θέματα της διοίκησης και έχουν ενεργό ρόλο που αποσκοπεί στην υλοποίηση των στόχων στα πλαίσια των κατευθύνσεων της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα μη εκτελεστικά μέλη συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου κατά πλειοψηφία και έχουν κυρίως συμβουλευτικό ρόλο λόγω επαγγελματικής και εκπαιδευτικής εμπειρίας και είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών θεμάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να είναι μεγαλύτερος ή ίσος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών.

Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών είναι προαιρετική, όταν στο Διοικητικό Συμβούλιο συμμετέχουν εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Ο διορισμός των ανεξάρτητων μελών πραγματοποιείται από τη Γενική Συνέλευση. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει κατά την θητεία τους να μην κατέχουν μετοχές άνω του 0,5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, να μην έχουν συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου και να μην έχουν σχέση εξάρτησης είτε με την μορφή επαγγελματικής σχέσης είτε εξαρτημένης εργασίας με την ίδια ή συνδεδεμένη επιχείρηση. Τα μέλη αυτά υποβάλλουν εκθέσεις προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση των εταίρων, αν κριθεί αναγκαίο (Ν 3016/2002, Άρθρο 4).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ένα επιπρόσθετο χαρακτηριστικό της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί η συγκέντρωση δύο ρόλων σε ένα πρόσωπο, του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Προέδρου, ενώ όταν δεν υφίσταται αυτή η δυαδική σχέση ο ρόλος του Προέδρου είναι αποδυναμωμένος. Αναφορικά με τα κύρια καθήκοντα του Διοικητικού

Συμβουλίου αυτά συνοψίζονται και αφορούν την έγκριση της μακροπρόθεσμης στρατηγικής και του λειτουργικού σχεδίου της επιχείρησης, την έγκριση του ετήσιου προϋπολογισμού και τη λήψη αποφάσεων για τις σημαντικές επενδυτικές δαπάνες και στρατηγικές κινήσεις, την μέριμνα για τον σχεδιασμό της διάδοχης κατάσταση, τον έλεγχο της απόδοσης των διαχειριστών / managers και της ανταμοιβή αυτών, τη διασφάλιση της διαφάνειας όσον αφορά στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και της αποτελεσματικότητας των πολιτικών διαχείρισης κινδύνων, την διευθέτηση ζητημάτων που απορρέουν από τα διαφορετικά συμφέροντα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, την ανάληψη ευθύνης σε περίπτωση αποτυχίας των διαδικασιών που εφαρμόζονται και την καθολική διάδοση των αρχών και αξιών που διέπουν την επιχείρηση σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη με στόχο την εξασφάλιση της υγιούς εικόνας και της εύρυθμης λειτουργίας αυτής.

Επιπρόσθετα, με βάση το άρθρο 6 του νόμου 3016/2002 προβλέπεται για τις εισηγμένες εταιρείες η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου ως απαραίτητη προϋπόθεση συμμετοχής στις αγορές, η οποία ασκείται από εσωτερικούς ελεγκτές, οι οποίοι είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται σε καμία μονάδα της εταιρείας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Στις κύριες συνιστώσες περιλαμβάνονται η διάρθρωση και ο καταμερισμός των καθηκόντων των επιμέρους υπηρεσιών της εταιρείας, ο προσδιορισμός των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, οι διαδικασίες πρόσληψης και αξιολόγησης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, η παρακολούθηση των συναλλαγών των διαχειριστών / managers, η αναγγελία και γνωστοποίηση των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου με τρίτους, πελάτες ή προμηθευτές, καθώς και μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων. Τέλος, κατά την επιτέλεση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες της εταιρείας, τα μέλη του διοικητικού θα πρέπει να προάγουν το έργο των ελεγκτών μέσω της συνεργασίας και της συνεχόμενης υποστήριξης για την παροχή πληροφοριών με όλα τα απαραίτητα μέσα.

3.3.2 Η θέσπιση του νόμου 3016/2002

Οι αποτυχίες της εταιρικής διακυβέρνησης έχουν επηρεάσει την ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια. Το κύριο χαρακτηριστικό των ελληνικών επιχειρήσεων αποτελεί η υψηλή συγκέντρωση μετοχικών μεριδίων και η μορφή οικογενειοκρατίας που

επικρατεί στην διοίκηση αυτών, γεγονός το οποίο δυσχεραίνει τη διάδοση των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες αντικρούονται με τα συμφέροντα των πλειοψηφικών μετόχων. Παράλληλα, οι εταιρικές παραβιάσεις και η μη ενεργή συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στη διοίκηση των ελληνικών επιχειρήσεων μείωσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, κατά συνέπεια τα μέτρα προστασίας των επενδυτών και η προσπάθεια βελτίωσης της διαφάνειας της αγοράς κρίθηκαν αναγκαία στοιχεία για την αποκατάσταση των σχέσεων εμπιστοσύνης των μελών της αγοράς και για την ενίσχυση κατ' επέκταση της οικονομικής αξίας της εταιρείας.

Οι ελληνικές εταιρείες διέπονται σε ένα γενικό πλαίσιο από τον νόμο 2190/1920, ενώ οι εισηγμένες εταιρείες διέπονται από το νόμο 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις», ο οποίος και καθόρισε τις θεμελιώδεις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης και προβλέπει κυρώσεις για τη μη εφαρμογή των διατάξεων που επιβάλλονται από τη επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Η γενική συνέλευση των μετόχων είναι το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων και έχει αποκλειστική αρμοδιότητα σε πεδία όπως η τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας, η εκλογή μελών του διοικητικού συμβουλίου, ο καθορισμός των οργάνων ελέγχου, η έγκριση των οικονομικών καταστάσεων και απόδοσης των μερισμάτων. Οι μέτοχοι ασκούν το δικαίωμα ψήφου ετησίως στη γενική συνέλευση το οποίο διαμορφώνεται αναλογικά με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Είναι σαφές ότι το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο που ορίζει ο νόμος 2190/1920 δεν ανταποκρινόταν στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον, καθώς δεν προστάτευε τα δικαιώματα των επενδυτών, δεν αποσαφήνιζε τους όρους συναλλαγών και δε διασφάλιζε το βέλτιστο επίπεδο διαφάνειας συναλλαγών. Επιπρόσθετα, οι αρνητικές αποδόσεις που σημειώθηκαν στο χρηματιστήριο σε συνδυασμό με τις μαζικές ρευστοποιήσεις των επενδυτών για την χρονική περίοδο 2000 ως 2002, συνέβαλαν στην ψήφιση του νόμου 3016/2002.

Οι διατάξεις του νόμου αφορούν μόνο τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες και αναλύουν το σχηματισμό του διοικητικού συμβουλίου, τη δομή και τη σύνθεση αυτού, τις υποχρεώσεις και τα καθήκοντα των μελών του και υπογραμμίζουν τη σημαντικότητα της δράση των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Οι αμοιβές και οι λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 είναι διαφορετικές από τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών και ανάλογες με τη συμμετοχή στα πεπραγμένα του Διοικητικού Συμβουλίου. Το σύνολο των αποδοχών και άλλων αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλεται να αναφέρεται στο παράρτημα των ετήσιων

οικονομικών καταστάσεων, τις οποίες υποχρεούνται να δημοσιεύουν οι εταιρίες που διαπραγματεύονται τίτλους στο χρηματιστήριο σύμφωνα με την αρχή περί διαφάνειας.

Κατά τις περιόδους οικονομικής αστάθειας, απαιτείται από τους θεσμικούς επενδυτές η τοποθέτηση κεφαλαίων σε εταιρείες που παρουσιάζουν ισχυρή διοικητική δομή και συμμορφώνονται με τα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης. Καθώς οι περισσότεροι επενδυτές αξιολογούν την εταιρική διακυβέρνηση κατά την αγορά χρηματοοικονομικών τίτλων, δημιουργείται η ανάγκη υιοθέτησης αποτελεσματικών πρακτικών και η εφαρμογή διαδικασιών αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης. Μια κλίμακα αξιολόγησης εταιρικής διακυβέρνησης εξετάζει και περιλαμβάνει τις αποδεκτές βέλτιστες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και το μέγεθος στο οποίο το νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο ενθαρρύνει ή αποθαρρύνει τις πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης (Ξανθάκης, 2003).

Στο πλαίσιο αυτό αναπτύχθηκε ένα σύστημα διαβάθμισης εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιρίες από το Πανεπιστήμιο Αθηνών το 2002 μέσω της εφαρμογής πέντε βασικών δεικτών που συνοψίζονται ως (Spanos, 2005):

1. τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων
2. το καθεστώς διαφάνειας και ελέγχου
3. η δομή και λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου
4. οι ευθύνες και τα καθήκοντα της Εκτελεστικής Διοίκησης
5. η υποχρέωση εταιρικής διακυβέρνησης, ο ρόλος των μετόχων και η κοινωνική ευθύνη

Μία επιπρόσθετη κλίμακα αξιολόγησης έχει συσταθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών με χαρακτήρα προαιρετικό και συμπληρωματικό ως προς τις απαιτήσεις της ισχύουσας νομοθεσίας. Τα κριτήρια που εξετάζει αφορούν (Spanos, 2005):

6. την ανάλυση του εταιρικού προφίλ και την πρόσβαση στα οικονομικά δεδομένα μέσω του διαδικτύου
7. την οργάνωση εταιρικών εκθέσεων και πρόσθετων δραστηριοτήτων
8. τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης
9. τον ορισμό του δείκτη ελεύθερου επιτοκίου

Η υιοθέτηση των κριτηρίων είναι στη διακριτική ευχέρεια των εισηγμένων εταιρειών και συμβάλλει κυρίως στην αποτελεσματική επικοινωνία των επιχειρήσεων με τους επενδυτές. Οι προσπάθειες καθιέρωσης συστημάτων αξιολόγησης φανερώνουν ότι η μεταρρυθμιστική διαδικασία για την εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί προτεραιότητα για τις μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό οικονομικό περιβάλλον. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν υιοθετήσει τις ελάχιστες ρυθμίσεις που κρίνονται ως υποχρεωτικές και δεν διαθέτουν περαιτέρω αποτελεσματικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Στον ακόλουθο πίνακα συνοψίζεται η πορεία και η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης για την περίπτωση της Ελλάδας με τα πιο σημαντικά γεγονότα που έλαβαν χώρα από το 1999 ως και το 2002.

Πίνακας 1: Η εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα (Spanos, 2005)

Ημερομηνία	Γεγονότα που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση
1998	Το Χρηματιστήριο Αθηνών διεξάγει μελέτη με θέμα την εταιρική διακυβέρνηση
4/1999	Θέσπιση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ
10/1999	Θέσπιση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης προαιρετικά στην Ελλάδα υπό την καθοδήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
2000	Δημιουργία νομοθετικής επιτροπής για την εταιρική διακυβέρνηση
9/2000	Οδηγία της ΕΕ για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις (5/204/2000)
8/2001	Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης από τον Σύνδεσμο Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών
3/2002	Εισαγωγή συστήματος διαβάθμισης εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και εταιρίες από το Πανεπιστήμιο Αθηνών
5/2002	Ψήφιση νόμου 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις»

Η πρώτη μελέτη που διεξήχθη με θέμα την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα «Benchmarking Greek Corporate Governance against Different Standards» ανήκει στους Florou και Galarniotis (2006) και οδήγησε στο συμπέρασμα ότι το συνολικό αποτέλεσμα εταιρικής διακυβέρνησης αγγίζει τη βάση και σε ποσοστό γύρω στο 55%, το οποίο εν μέρει εξηγείται από την πρόσφατη εφαρμογή του νόμου, ωστόσο βαίνει φθίνον καθώς κινούμαστε από τα χαμηλότερα επίπεδα των ελληνικών επιχειρήσεων, όπως αυτά ορίζονται μέσω των ελάχιστων απαιτήσεων του ελληνικού κανονιστικού πλαισίου, στα μεσαία και ανώτερα επίπεδα, όπως υπαγορεύουν οι συστάσεις ελληνικού κώδικα και οι διεθνείς πρακτικές αντίστοιχα.

Η έρευνα στηρίζεται στις παραμέτρους που ορίζουν οι Tsiouri και Xanthakis (2004), οι οποίες περιλαμβάνουν το διοικητικό συμβούλιο, την αποζημίωση των στελεχών, τον εσωτερικό οικονομικό έλεγχο και την υποβολή της αντίστοιχης έκθεσης, τον έλεγχο των ορκωτών λογιστών, τις εταιρικές υπηρεσίες, τα δικαιώματα επενδυτών και τη διαφάνεια. Τα αποτελέσματα της μελέτης καταδεικνύουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις επιτυγχάνουν υψηλά ποσοστά δίνοντας βαρύτητα στις εταιρικές υπηρεσίες και στα δικαιώματα επενδυτών, ενώ χαμηλά ποσοστά επιτυχίας της εταιρικής διακυβέρνησης σημειώνονται για τα πεδία του εσωτερικού ελέγχου και του ελέγχου των ορκωτών λογιστών και για την παράμετρο των αποζημιώσεων.

Ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης (3016/2002) εξασφαλίζει ότι το νομοθετικό πλαίσιο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι πλέον πλήρως εναρμονισμένο με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ωστόσο παρόλο που έχουν σημειωθεί βελτιώσεις στον τομέα αυτό, περιορίζονται σε μια εκλεκτή ομάδα εισηγμένων εταιρειών που ακολουθούν διεθνείς πρακτικές, ενώ οι ελληνικές επιχειρήσεις στην πλειονότητα τους διέπονται από χαρακτηριστικά οικογενειοκρατίας.

Κεφάλαιο 4

Η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης

4.1 Η έννοια και τα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών καταστάσεων

Τα τελευταία χρόνια έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στην ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, καθώς και στη σύνδεσή τους με τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που αυτές αφορούν. Ο κύριος στόχος της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μέσω των λογιστικών καταστάσεων είναι να παρέχει στους χρήστες τις πληροφορίες εκείνες που είναι άμεσα προσβάσιμες και λειτουργούν υποστηρικτικά για τις οικονομικές τους αποφάσεις. Οι χρήστες αυτοί προέρχονται από όλες τις κοινωνικές κλίμακες, δρουν με διαφορετικούς στόχους και έχουν διαφορετικό επίπεδο γνώσης, κατά συνέπεια υφίσταται πληθώρα απαιτήσεων ως προς την πληροφόρηση (Abadi και Janani, 2013).

Δεδομένου ότι ο κύριος ρόλος των λογιστικών καταστάσεων είναι η αξιόπιστη και έγκυρη πληροφόρηση προς το κοινό, γίνεται σαφές ότι η διοίκηση μιας επιχείρησης θα μπορούσε να εφαρμόσει την τεχνογνωσία της, για να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των οικονομικών καταστάσεων ως μέσο αποκάλυψης πληροφοριών που σχετίζονται με την χρηματοοικονομική κατάσταση, με τις ταμειακές ροές, με τις προβλέψεις για τα μεγέθη αυτά και σε ένα ευρύτερο πλαίσιο με την κλίμακα της οικονομικής ευρωστίας της εταιρίας προς τους δυνητικούς επενδυτές και πιστωτές. Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS) (ΔΛΠ 1), οι δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις αφορούν:

1. τον ισολογισμό
2. την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων
3. την κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων
4. την κατάσταση ταμειακών ροών
5. το προσάρτημα

Σύμφωνα με το γεγονός ότι οι οικονομικές εκθέσεις λογίζονται ως οι σημαντικότερες πηγές άντλησης οικονομικών δεδομένων, θα πρέπει να καταρτίζονται με τρόπο που να αποδεικνύεται αντικειμενικός και χρήσιμος για τους αποδέκτες και οι λογιστικές πληροφορίες που αυτές περιλαμβάνουν να πληρούν τα ακόλουθα βασικά χαρακτηριστικά (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2013):

1. να είναι κατανοητές ως προς το περιεχόμενό τους στους χρήστες
2. να είναι έγκαιρη η παροχή τους στους χρήστες
3. να είναι συναφείς με τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων
4. να είναι αντικειμενικές και αξιόπιστες
5. να είναι έγκυρες
6. να είναι άμεσα αντιληπτές ως προς τη σημαντικότητά τους
7. να είναι εύκολα συγκρίσιμες με αντίστοιχες λογιστικές πληροφορίες λοιπών οικονομικών οντοτήτων

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι υφίστανται δύο βασικοί περιορισμοί για την παροχή πλήρους και αντικειμενικής πληροφόρησης. Ο πρώτος περιορισμός δημιουργείται από την εισχώρηση των προσωπικών εκτιμήσεων της διοίκησης, όπως είναι η εκτίμηση των επισφαλών απαιτήσεων, καθώς και η ωφέλιμη διάρκεια ζωής ενός πάγιου στοιχείου, ενώ ο δεύτερος περιορισμός έγκειται στη δυσκολία αποτίμησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι η φήμη και πελατεία ή το μορφωτικό επίπεδο των στελεχών της επιχείρησης (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2013).

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις απευθύνονται σε ένα ευρύ κοινό χρηστών, οι οποίοι εκτός από τους ενδιαφερόμενους που ανήκουν στην οικονομική μονάδα και αντιμετωπίζονται ως εσωτερικοί χρήστες, είναι κυρίως τρίτα πρόσωπα ή εξωτερικοί χρήστες που ενδιαφέρονται για την οικονομική πορεία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, ως εσωτερικοί χρήστες θεωρούνται τα στελέχη της διοίκησης της εταιρείας, οι μέτοχοι και το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, για τους οποίους οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν ένα μέσο αξιολόγησης των επιδόσεων τους, της βιωσιμότητας και της κερδοφορίας της επιχείρησης και της εξασφάλισης για τις μελλοντικές προοπτικές αυτής σε όρους απασχόλησης αντίστοιχα. Στον αντίποδα, ως εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι αντιμετωπίζονται οι ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, τα πιστωτικά

ιδρύματα, οι δυνητικοί επενδυτές, οι κρατικοί φορείς, οι προμηθευτές, οι οικονομικοί αναλυτές, τα εθνικά και διεθνή χρηματιστήρια, οι συνδικαλιστικές οργανώσεις, οι καταναλωτές και όλες οι εμπλεκόμενες μονάδες του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος για τους οποίους οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν ένα μέσο αξιολόγησης της θέσης της επιχείρησης στη αγορά και της φερεγγυότητας της επιχείρησης ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της, καθώς ένα μέσο υποστήριξης στη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με τις επενδύσεις, καθώς και την αναπτυξιακή πολιτική της χώρας.

4.2 Η δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων

4.2.1 Ο βαθμός γνωστοποίησης των οικονομικών πληροφοριών

Υπό μια ευρεία έννοια, η δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σημαίνει σε ένα βαθμό τη γνωστοποίηση των λογιστικών πληροφοριών, την παροχή οικονομικών δεδομένων σχετικά με την οικονομική μονάδα, η οποία αντλείται από τις οικονομικές καταστάσεις και κυρίως τις ετήσιες εκθέσεις. Η δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων υπό μία πιο αυστηρή έννοια περιλαμβάνει λεπτομέρειες ως προς την ανάλυση της οικονομικής διαχείρισης, υποσημειώσεις και συμπληρωματικές εκθέσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να είναι σαφείς ως προς το περιεχόμενό τους και να διευκρινίζουν τις λογιστικές πολιτικές και μεθόδους αποτίμησης που ακολουθούν, οι οποίες ενδεχομένως είναι διαφορετικές για κάθε εταιρεία, ακολουθώντας βέβαια το νομικό πλαίσιο της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται. Μία σημαντική προϋπόθεση προκειμένου οι οικονομικές εκθέσεις να είναι εύκολα αναγνώσιμες είναι το γεγονός ότι οι αποδέκτες στους οποίους απευθύνονται θα πρέπει να διαθέτουν επαρκή κατανόηση των επιχειρηματικών και οικονομικών δραστηριοτήτων και να είναι πρόθυμοι να επεξεργαστούν τις πληροφορίες αυτές. Το επίπεδο δημοσιοποίησης που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση εξαρτάται από τα επίπεδα που θεωρούνται πιο επιθυμητά και ικανοποιούν τη χρησιμότητα κάθε οργανισμού. Υφίστανται τρεις όροι για το βαθμό δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών, η επαρκής δημοσιοποίηση, η ικανή και η πλήρης (Karbasi Yazdi, 2007).

Η επαρκής δημοσιοποίηση ορίζει το επίπεδο αποκάλυψης των πληροφοριών που κρίνεται αναγκαίο για την αποφυγή παραπλάνησης των χρηστών. Σε ένα τέτοιο στάδιο περιλαμβάνονται οι πληροφορίες που είναι απαραίτητες για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων, του

ισολογισμού, της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και των ταμειακών ροών. Η ικανή δημοσιοποίηση σχετίζεται με τη γνωστοποίηση πληροφοριών που εξασφαλίζει τη δίκαιη παροχή πληροφοριών στους χρήστες με ίσα δικαιώματα πρόσβασης σε αυτές, εξαλείφοντας με αυτόν τον τρόπο την εμφάνιση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου. Σε αυτό το στάδιο περιλαμβάνονται οι πληροφορίες που κρίνονται απαιτούμενες για τη συμμόρφωση με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, οι οποίες δεν είναι εμφανείς στις ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Τέλος, η πλήρης γνωστοποίηση αφορά σε μία ολοκληρωμένη γνωστοποίηση των δεδομένων της εταιρείας σχετικά με την οικονομική πορεία και τις επιδόσεις της επιχείρησης, τις πολιτικές διαχείρισης που ακολουθούνται, την εταιρική διακυβέρνηση και τις εταιρικές προοπτικές με στόχο την εξασφάλιση της βέλτιστης αποδοτικότητας της επιχείρησης σε ένα μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Περιγράφει το στάδιο στο οποίο εξετάζονται οι σημειώσεις, τα προσαρτήματα και οι οικονομικές εκθέσεις που συντάσσονται σε τακτική βάση και περιλαμβάνει δεδομένα που αναφέρουν τυχόν μεταβολές στις λογιστικές πολιτικές, όπως είναι οι μέθοδοι απόσβεσης και αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, την καταγραφή μη χρηματικών συναλλαγών, την δημιουργία ή παρακολούθηση της συνεργασίας με συνδεδεμένες επιχειρήσεις, καθώς και γεγονότα που ενδέχεται να οδηγήσουν σε ζημίες ή μείωση της υπεραξίας της επιχείρησης.

Ο βαθμός δημοσιοποίησης των πληροφοριών και οι πρακτικές που ακολουθούνται για την επίτευξη του σκοπού αυτού συνδέονται άμεσα με τους διαθέσιμους οικονομικούς πόρους, το νομοθετικό σύστημα και το πολιτικό και πολιτισμικό επίπεδο του κάθε κράτους στο οποίο ασκείται η οικονομική δραστηριότητα. Παράλληλα, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το κόστος που προκύπτει από τη διαδικασία κατάρτισης, χρήσης και αξιολόγησης των οικονομικών καταστάσεων (Kieso και Weygandt, 2002). Σε συνθήκες που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό ασυμμετρίας, οι χρήστες δεν διαθέτουν τις κρίσιμες πληροφορίες, ούτως ώστε να είναι σε θέση να διαπιστώσουν αν έχει πραγματοποιηθεί χειραγώγηση των κερδών με αποτέλεσμα οι αποφάσεις που θα ληφθούν να είναι προϊόν παραπλάνησης και να μην αξιολογούνται ως ορθολογικές. Για την πρόληψη και προστασία από την εμφάνιση της ασύμμετρης πληροφόρησης, τη μείωση του κόστους και την αύξηση της χρησιμότητας των χρηστών έχει προβλεφθεί η εισαγωγή κανονισμών από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, η οποία και ορίζει τα ελάχιστα πρότυπα δημοσιοποίησης πληροφοριών που οφείλουν να ακολουθήσουν οι εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

4.2.2 Η υποχρεωτική και οικειοθελής γνωστοποίηση των οικονομικών πληροφοριών

Η δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων φέρει ποικίλες ωφέλειες για την επιχείρηση που επιλέγει τη διαδικασία αυτή. Τα πλεονεκτήματα αυτά εντοπίζονται στο χαμηλότερο κόστος που συνοδεύει την αγορά και πώληση των τίτλων που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, στο υψηλότερο ενδιαφέρον που προκύπτει για την εταιρεία από τους αναλυτές και επενδυτές, στην αύξηση της ρευστότητας και τη μείωση του κόστους κεφαλαίου, παράγοντες οι οποίοι βοηθούν σημαντικά στη βελτίωση της εικόνας της επιχείρησης. Υποστηρίζεται, πλέον, η άποψη ότι οι εταιρείες μπορούν να επιτύχουν υψηλότερα κέρδη στην κεφαλαιαγορά, εφαρμόζοντας την εθελοντική δημοσιοποίηση των πληροφοριών που σχετίζονται με τις επιδόσεις αυτής. Κατά τους Susanto και Meiryani (2019), το ποσοστό της εθελοντικής δημοσιοποίησης αυξάνεται στις χώρες με αναπτυγμένες και αναδυόμενες αγορές. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται άμεσα με την προσπάθεια των διαχειριστών / managers, οι οποίοι διαθέτουν πιο ισχυρή πληροφόρηση από το υπόλοιπο σύνολο χρηστών, να μειώσουν το κόστος που δημιουργείται από την καθυστέρηση της γνωστοποίησης πληροφοριών που σχετίζεται με την αρνητική εικόνα της επιχείρησης, καθυστέρηση η οποία στοχεύει στη δημιουργία μίας παραπλανητικής θετικής εντύπωσης που αφορά στις μελλοντικές προοπτικές της οικονομικής πορείας της εταιρείας, προσπαθώντας με αυτόν τον τρόπο μέσω της επιλογής της οικειοθελούς γνωστοποίησης των πληροφοριών να αντισταθμίσουν τις ζημιές που συνεπάγεται η επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής και η οποία επιδεινώνει τη φήμη της επιχείρησης.

Αναφορικά με τη διαδικασία της υποχρεωτικής γνωστοποίησης, αυτή στοχεύει σε ένα συγκεκριμένο απαιτούμενο όγκο δεδομένων που προβλέπεται από τους ισχύοντες κανονισμούς. Για την περίπτωση του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος, το νομοθετικό πλαίσιο προβλέπει την απαλλαγή των πολύ μικρών επιχειρήσεων με βάση τον νόμο 4308/2014 από τη δημοσίευση ισολογισμών, των επιχειρήσεων δηλαδή με συνολικό ενεργητικό έως 350.000 ευρώ, κύκλο εργασιών 700.000 ευρώ και μέσο όρο απασχολούμενων τα δέκα άτομα. Οι ανώνυμες εταιρείες αναρτούν υποχρεωτικά τις οικονομικές καταστάσεις, την έκθεση διαχείρισης και την έκθεση του νόμιμου ελεγκτή στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο και προαιρετικά στις εταιρικές ιστοσελίδες. Επιπρόσθετα, οι εταιρείες που προχωρούν στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ), οφείλουν να δημοσιεύουν τις καταστάσεις και στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο και στις εταιρικές ιστοσελίδες, ενώ τέλος για τις εισηγμένες εταιρείες, η υποχρέωση είναι τριπλή, καθώς αποστέλλουν τα οικονομικά στοιχεία τους, στα

οποία συμπεριλαμβάνεται και η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

4.3 Η ποιότητα των δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων και η ασυμμετρία πληροφόρησης

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, όπως αναφέρθηκε, τα στελέχη της επιχείρησης στο ρόλο τους ως εντολοδόχοι μπορεί να προβούν σε ενέργειες που δεν στοχεύουν απαραίτητα στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Κατ' επέκταση, θα πρέπει να εφαρμοστούν μηχανισμοί ελέγχου για την προστασία των μετόχων από τη σύγκρουση συμφερόντων που δημιουργείται. Οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά αναζητούν πάντα αξιόπιστα οικονομικά στοιχεία, καθώς αυτά τα δεδομένα μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των επενδυτών, ενώ γίνεται σαφές ότι η ασυμμετρία αυτή μειώνεται όσο βελτιώνεται η ποιότητα των πληροφοριών των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, φανερώνοντας τον αρνητικό συσχετισμό που υφίσταται μεταξύ των δύο αυτών παραμέτρων (Setayesh και Kazemnezhad, 2010). Η συγκεκριμένη διαδικασία, η οποία ενισχύεται και από την εθελοντική δημοσίευση των πληροφοριών, οδηγεί σε μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Παράλληλα, κατά τη χειραγώγηση των κερδών τα στελέχη προσπαθούν να δημιουργήσουν ένα κλίμα ασάφειας, επηρεάζοντας σκόπιμα την κρίση των επενδυτών και των μετόχων ως προς τη χρήση των οικονομικών πόρων. Το επίπεδο της χειραγώγησης των κερδών είναι ανάλογο με την τάση του μεγέθους της ασυμμετρίας πληροφόρησης, το οποίο κατά τους Abadi και Janani (2013) σημαίνει ότι η βελτίωση της ποιότητας των δημοσιευμένων πληροφοριών προκαλεί μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και μείωση του φαινομένου χειραγώγησης των κερδών. Κατά συνέπεια υφίσταται αρνητικός συσχετισμός μεταξύ της ποιότητας δημοσιοποίησης των πληροφοριών και της χειραγώγησης των κερδών. Επιπρόσθετα, το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις με υψηλό βαθμό χειραγώγησης κερδών καταρτίζουν οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες υστερούν σε ποιοτικά χαρακτηριστικά, επιδρά στον δείκτη των κερδών ανά μετοχή γεγονός το οποίο οδηγεί σε μείωση της τιμής της μετοχής από την πραγματική αγοραία αξία.

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί επίσης να παρατηρηθεί ανάμεσα και σε διαφορετικές ομάδες επενδυτών. Οι ενημερωμένοι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές και

εξειδικευμένες πληροφορίες, ενώ οι μη ενημερωμένοι επενδυτές έχουν μόνο πρόσβαση σε πληροφορίες ευρύτερου περιεχομένου. Συμπεραίνεται, ότι η ποιότητα της δημοσιοποίησης των οικονομικών πληροφοριών μειώνει το κόστος συναλλαγών και αυξάνει τη ζήτηση εταιρικών τίτλων στην προσπάθεια των επενδυτών να βελτιστοποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους. Τέλος, ο Kanakriyah (2016) επισημαίνει ότι μεταξύ των παραγόντων που επιδρούν στα εταιρικά χαρακτηριστικά, το μέγεθος της εταιρείας είναι ένας κομβικός παράγοντας στην διαδικασία αξιολόγησης των εταιρειών ως προς τη δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων τους.

4.4 Η δημοσίευση της έκθεσης διαχείρισης και δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης

Η εταιρική διαχείριση σχετίζεται με την εσωτερική λειτουργία και τον έλεγχο της εταιρείας και περιλαμβάνει την εταιρική υπευθυνότητα, τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων, των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διαχειριστών / managers και γενικότερα των παραγόντων εκείνων οι οποίοι οργανώνονται για την επίτευξη των στόχων της εταιρείας. Μεταξύ των παραμέτρων που εξετάζει η εταιρική διαχείριση περιλαμβάνονται το επιχειρηματικό μοντέλο της επιχείρησης και οι βασικές της αξίες, η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης, η καταγραφή των κινδύνων που αντιμετωπίζει και η αποτίμηση αυτών, θέματα που σχετίζονται με την εταιρική υπευθυνότητα και θέματα που σχετίζονται με το ανθρώπινο δυναμικό και με τις προσπάθειες για έρευνα και ανάπτυξη.

Έχει παρατηρηθεί ότι στις αναπτυγμένες οικονομίες, οι εκθέσεις εταιρικής διαχείρισης λαμβάνουν υπόψη τις υποδομές της αγοράς και του οικονομικού περιβάλλοντος, τα χαρακτηριστικά του νομικού συστήματος και του ρυθμιστικού πλαισίου, τις διατάξεις περί δημοσιοποίησης πληροφοριών, ώστε να πληρούνται οι απαιτήσεις των λογιστικών προτύπων, καθώς και τη διάρθρωση των εξωτερικών ελεγκτικών διαδικασιών. Στον αντίποδα, για τις αναπτυσσόμενες χώρες η γνωστοποίηση των ετήσιων εταιρικών εκθέσεων είναι λιγότερο εκτεταμένη και αξιόπιστη, γεγονός το οποίο συμβαδίζει με το μέγεθος και της ποιότητας δημοσιοποίησης των οικονομικών πληροφοριών σε αυτό το περιβάλλον. Ωστόσο, η ζήτηση των επενδυτών για έγκαιρη και αξιόπιστη πληροφόρηση σχετική με τις επιδόσεις των εταιρειών αποτελεί κύριο ρυθμιστικό παράγοντα που επιβάλλει αυστηρότερες διατάξεις περί δημοσιοποίησης πληροφοριών και αυξάνει τις προσπάθειες εποπτείας και επιβολής κανονισμών και σύνταξης οδηγιών.

Για την περίπτωση της Ελλάδας, οι ανώνυμες εταιρείες με κινητές αξίες προς διαπραγμάτευση περιλαμβάνουν στην έκθεση διαχείρισης που συντάσσουν και δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Η δήλωση αυτή περιέχει πληροφορίες για τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπόκειται η εταιρεία, τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης τον οποίο έχει οικειοθελώς αποφασίσει να εφαρμόζει και επιπρόσθετες πληροφορίες για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται πέρα από τις απαιτήσεις της υφιστάμενης νομοθεσίας (άρθρο 20 Οδηγίας 2013/34/ΕΕ). Επιπρόσθετα, η εταιρεία που αποκλίνει από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να παραθέτει τα μέρη του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης από τα οποία αποκλίνει και να αιτιολογεί τους λόγους για τους οποίους προβαίνει σε αυτή την πολιτική, ενώ στην περίπτωση κατά την οποία δεν εφαρμόζει καμία διάταξη εταιρικής διακυβέρνησης υποχρεώνεται να παρέχει ειδική αιτιολόγηση. Σύμφωνα με το άρθρο 152 περί ανωνύμων εταιριών, η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει επίσης πληροφορίες για τη διάρθρωση συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, καθώς και πληροφορίες που σχετίζονται με ποιοτικές μεταβλητές, όπως το φύλο η εκπαίδευση και η ηλικία των διοικητικών, διαχειριστικών και εποπτικών οργάνων της εταιρείας.

4.5 Μέτρηση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης

Η αποτίμηση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης αποτελεί μία δύσκολη διαδικασία, η οποία πραγματοποιείται με τη χρήση αριθμοδεικτών και την εφαρμογή οικονομετρικών μοντέλων. Η κατασκευή των υποδειγμάτων πραγματοποιείται με τη χρήση στοιχείων που αποτυπώνονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σε όρους υποχρεωτικής και εθελοντικής δημοσιοποίησης των πληροφοριών και εξετάζουν την ικανότητα διατήρησης και επέκτασης της κερδοφορίας, την ομαλή πορεία των κερδών, την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης, την εμφάνιση τεχνικών χειραγώγησης και την έγκυρη αναγνώριση πρόκλησης ζημίας από τη διοίκηση (Burgstahler και Dichev, 1997).

Σε όρους ποιοτικής μέτρησης υφίστανται μέθοδοι αξιολόγησης μη οικονομικών πληροφοριών, οι οποίες παρέχονται από τις οικονομικές εκθέσεις και τις πληροφορίες περί εταιρικής διακυβέρνησης, μέθοδοι αξιολόγησης της ποσότητας των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών πληροφοριών και μέθοδοι δημιουργίας δεικτών με συντελεστές

στάθμισης, όπως είναι ο δείκτης του Κέντρου Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης και Έρευνας (CIFAR Index), ο οποίος μετρά την πληρότητα των δημοσιευμένων ετήσιων χρηματοοικονομικών εκθέσεων και αποτιμά τη διαφάνεια στις διαδικασίες που ακολουθούνται κατά την υιοθέτηση των λογιστικών προτύπων. Τα θετικά αποτελέσματα που εμφανίζουν οι δείκτες αυτοί φανερώνουν ουσιαστικά θετικές εκτιμήσεις όσον αφορά την ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, γεγονός το οποίο λειτουργεί ενθαρρυντικά στη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης και αισθήματος ασφάλειας για τους επενδυτές.

Οι Jatiningrum et al. (2016) προτείνουν το χειρισμό της ποιότητας δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών ως κατηγορικής μεταβλητής, η οποία εκτιμάται με βάση τον δείκτη «Transparency and Disclosure Standard & Proof» (δείκτης S&P/T&D). Η εφαρμογή του δείκτη δείκτης S&P/T&D πραγματοποιήθηκε στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας, παρέχοντας αξιόπιστα ευρήματα. Ο δείκτης αποτελείται από πιθανά στοιχεία πληροφοριών ή χαρακτηριστικά που χωρίζονται σε τρεις υποκατηγορίες και αφορούν στην ιδιοκτησία και τα δικαιώματα επενδυτή, στην οικονομική διαφάνεια και την γνωστοποίηση των οικονομικών πληροφοριών, στη δομή του διοικητικού συμβουλίου και στη διαδικασία ελέγχου (Patel και Dallas, 2002). Τα δεδομένα που αφορούν στην ποιότητα των πληροφοριών αναλύονται ως προς την διάθεση των πληροφοριών αυτών στο ευρύ κοινό είτε από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και εκθέσεις είτε από τις ιστοσελίδες των υπό εξέταση επιχειρήσεων. Η διάθεση των πληροφοριών σημειώνεται ως «Ναι» και λαμβάνει την τιμή 1 και σημειώνεται ως «Όχι» με τιμή 0 στην αντίθετη περίπτωση. Ο δείκτης στην μαθηματική του μορφή διατυπώνεται ως εξής (Aksu και Kosedag, 2006):

$$TDS = \sum_j \sum_k S_{jk} / TOTS \quad (8)$$

Όπου:

j = η κατηγορία στην οποία ανήκει υπό μελέτη χαρακτηριστικό

k = το υπό μελέτη χαρακτηριστικό

TOTS = το συνολικό μέγιστο θετικών απαντήσεων για κάθε εταιρεία

S_{jk} = ο αριθμός των στοιχείων πληροφοριών που είναι διαθέσιμες από την εταιρεία σε κάθε κατηγορία

Επιπρόσθετα, μία μέθοδος που προτείνεται από τους Amiraslani, Iatridis και Pope, (2013) έγκειται στην επιλογή μιας λίστα ελέγχου για κάθε εταιρεία που περιλαμβάνεται στο υπό εξέταση δείγμα, η οποία δίνει βαρύτητα στα κριτήρια ποιότητας πληροφόρησης, τα οποία αξιολογούνται με βάση τους όρους συμμόρφωσης, μη συμμόρφωσης και μη εφαρμογής αυτών. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μεθοδολογική προσέγγιση, ο συνολικός βαθμός ποιοτικής γνωστοποίησης των πληροφοριών αντικατοπτρίζεται στη μέση βαθμολογία του δείγματος και η βαθμολογία που αποδίδεται σε κάθε εταιρεία βασίζεται στο γεγονός αν το συνολικό αποτέλεσμα που αντιστοιχεί σε κάθε εταιρεία είναι μεγαλύτερο, ίσο ή μικρότερο από τη μέση βαθμολογία του δείγματος. Εναλλακτικά, σε μία απλοποίηση η ποιοτική και πλήρης διάθεση των πληροφοριών λαμβάνει την τιμή 1, αν το αποτέλεσμα της δημοσιοποίησης λογιστικών πληροφοριών που αντιστοιχεί σε κάθε εταιρεία είναι μεγαλύτερο ή ίσο από τη διάμεση τιμή του συνολικού δείγματος, ενώ λαμβάνει την τιμή 0 στην αντίθετη περίπτωση. Η συγκεκριμένη μέθοδος σε συνδυασμό τις ερωτήσεις του δείκτη S&P/T&D θα εφαρμοστεί στα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

Κεφάλαιο 5

5. Εμπειρική Ανάλυση

5.1. Σκοπός της εμπειρικής μελέτης

Κατά τους Jatiningrum et al (2016), η βέλτιστη διακυβέρνηση εξασφαλίζει καλύτερες εταιρικές επιδόσεις, αποτρέποντας με αυτόν τον τρόπο την χειραγώγηση των κερδών. Παράλληλα, οι εταιρείες που εμφανίζουν υψηλότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, η οποία συνοδεύεται από μικρότερη συμμετοχή των ανεξάρτητων μελών στα διοικητικά συμβούλια, τείνουν να χειραγωγούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα λογιστικά αποτελέσματα. Οι Klapper και Love (2004) σημειώνουν ότι για να μειωθεί το φαινόμενο αυτό, θα πρέπει να ενισχύεται η ποιότητα των δημοσιοποιημένων λογιστικών πληροφοριών, να επιλέγονται ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια και επιβάλλονται οι κατάλληλοι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης.

Υπό το πρίσμα αυτό, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να ελεγχθεί η επίδραση της ποιότητας των δημοσιοποιημένων λογιστικών πληροφοριών και των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στις περιπτώσεις χειραγώγησης των κερδών και στα δυνητικά προβλήματα που προκύπτουν από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διαχειριστών / managers για την περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων. Εναλλακτικά, ελέγχεται ο αντίκτυπος της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης στην αποτελεσματικότητα της εταιρείας, όπως αυτή εκφράζεται σε όρους βέλτιστης εταιρικής διακυβέρνησης και θέσπισης μηχανισμών που στοχεύουν στη μείωση του φαινομένου χειραγώγησης των κερδών.

Το πεδίο εφαρμογής της μελέτης αφορά σε 82 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το δείγμα δεν εξετάζει τις εταιρίες που ανήκουν στον τριτογενή τομέα και συγκεκριμένα στον τομέα των τραπεζικών, ασφαλιστικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, καθώς η εκτίμηση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων παρουσιάζει σφάλματα (Defond και Subramanyam, 1998), ενώ επίσης παραλείπονται και οι εταιρίες για τις οποίες η συλλογή των απαραίτητων δεδομένων δεν ήταν εφικτή. Η μελέτη καλύπτει την περίοδο πέντε οικονομικών ετών, αναφέρεται στο διάστημα 2014 ως 2018 και περιλαμβάνει χρονικώς επαναλαμβανόμενα διαστρωματικά στοιχεία (Panel Data). Τα στοιχεία της έρευνας συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων της ιστοσελίδας yahoo finance και του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ενώ η συλλογή πληροφοριών για την αξιολόγηση της λογιστικής πληροφόρησης πραγματοποιήθηκε

μέσω της εξέτασης των ετήσιων οικονομικών εκθέσεων των επιχειρήσεων του δείγματος. Η κατασκευή του υποδείγματος για την εξαγωγή συμπερασμάτων βασίζεται στην εξέταση υποθέσεων συμβατών με τις αρχές οικονομικής θεωρίας με στόχο την αποδοχή ή απόρριψη αυτών.

5.2. Υποθέσεις και Μοντέλα

5.2.1. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών και η χειραγώγηση των κερδών

Κατά τους Jatiningrum et al. (2016), η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία ή τον έλεγχο της εταιρίας και των μετόχων μειοψηφίας ή εναλλακτικά η εμφάνιση διένεξης τύπου II είναι πιθανό να οδηγήσει στη δημοσίευση των πληροφοριών εκείνων που εξυπηρετούν τα συμφέροντα της πρώτης ομάδας, γεγονός το οποίο μειώνει την αξιοπιστία και την ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Στην περίπτωση αυτή, το επενδυτικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από έλλειψη ή απουσία προστατευτικών δικλίδων ασφαλείας ως προς το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών. Επιπρόσθετα, οι Cormier et al. (2012) τονίζουν ότι οι διαχειριστές / managers που λειτουργούν έχοντας ως πολιτική την χειραγώγηση των κερδών δεν είναι διατεθειμένοι να γνωστοποιούν λογιστικές πληροφορίες που χαρακτηρίζονται από λεπτομερείς αναφορές και διαφάνεια ως προς τις οικονομικές συναλλαγές, προσπαθώντας κατά τον τρόπο αυτό να αποκτήσουν ισχυρό πλεονέκτημα μέσω των συνθηκών ασύμμετρης πληροφόρησης που δημιουργούνται μεταξύ διοίκησης και επενδυτών. Συνεπώς, η πρώτη υπόθεση αναπτύσσεται ως εξής:

H₁. Η ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων σχετίζεται αρνητικά με τα διαφοροποιημένα δεδολευμένα.

Για την εκτίμηση της υπόθεσης H₁ επιλέγονται τα διαφοροποιούμενα δεδολευμένα ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τη χειραγώγηση των κερδών και σύμφωνα με τους Katmon και Farooque (2017) προκύπτει το ακόλουθο μοντέλο:

$$\text{DACC} = \alpha_0 + \alpha_1\text{DQ} + \alpha_2\text{CFO} + \alpha_3\text{SIZE} + \alpha_4\text{LEV} + \alpha_5\text{CHINSALES} + \alpha_6\text{GROWTH} + \alpha_7\text{LOSS} + \alpha_8\text{BIG4} + \alpha_9\text{DQ}*\text{CFO} + \alpha_{10}\text{DQ}*\text{SIZE} + \alpha_{11}\text{DQ}*\text{LEV} + \alpha_{12}\text{DQ}*\text{CHINSALES} + \alpha_{13}\text{DQ}*\text{GROWTH} + \alpha_{14}\text{DQ}*\text{LOSS} + \alpha_{15}\text{DQ}*\text{BIG4} + \alpha_{16}\text{YEAR} + e$$

Όπου,

DACC: ορίζονται τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα τα οποία προκύπτουν μέσω της εκτίμησης του τροποποιημένου υποδείγματος Jones (1991). Ωστόσο, για να αποφευχθεί η επίδραση της υψηλής αποδοτικότητας που σημειώνουν ορισμένες επιχειρήσεις στα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, προστίθεται η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) ως ερμηνευτική μεταβλητή, όπως πρότειναν στο μοντέλο τους οι Kothari et al. (2005). Συνεπώς, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ορίζονται ως τα κατάλοιπα της ακόλουθης παλινδρόμησης, ο υπολογισμός των οποίων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων:

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1[(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1}] + \beta_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_3(ROA_{i,t}/A_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

DQ: ορίζεται ως η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης και η οποία λαμβάνει την τιμή $DQ = 1$ για την περίπτωση των εταιρειών που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό γνωστοποίησης λογιστικών πληροφοριών και την τιμή $DQ = 0$ για την περίπτωση των εταιρειών με χαμηλό βαθμό γνωστοποίησης λογιστικών πληροφοριών. Αναμένεται ότι υφίσταται αρνητική συσχέτιση μεταξύ της DACC και DQ (Iatridis και Kadorinis, 2009).

Η αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών και λογιστικών πληροφοριών γίνεται με βάση 20 κριτήρια που αφορούν τις θεματικές του ελέγχου, της ιδιοκτησίας, των διαθέσιμων οικονομικών πληροφοριών και καταστάσεων και της διοίκησης της εταιρείας ακολουθώντας τη μεθοδολογία που αφορά στις ερωτήσεις – συνιστώσες που προτείνονται για τους δείκτες S&P και T&D και οι οποίες παρατίθενται στο παράρτημα της παρούσας εργασίας (Aksu και Kosedag, 2005).

CFO: ορίζονται οι λειτουργικές ταμειακές ροές, για τις οποίες αναμένεται να υφίσταται αρνητική συσχέτιση, καθώς σύμφωνα με τους Tendeloo και Vanstraelen (2005) οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν υψηλές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, εμφανίζουν ποιοτικά χαρακτηριστικά κερδοφορίας, μειώνοντας κατ' επέκταση την προσπάθεια χειραγώγησης των κερδών.

SIZE: αναφέρεται στον λογάριθμο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων, ούτως ώστε να συμπεριληφθεί με αυτόν τον τρόπο το μέγεθος της επιχείρησης στο υπόδειγμα.

LEV: ορίζεται ως η χρηματοοικονομική μόχλευση, η αναλογία του χρέους ή δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης προς τα περιουσιακά στοιχεία αυτής, δηλώνοντας τον βαθμό στον οποίο αξιοποιεί τη δυναμική της με τη μορφή επενδύσεων μέσω δανεισμού.

CHINSALES: αναφέρεται στη μεταβολή του όγκου πωλήσεων ως ένα μέτρο που αποτυπώνει την πορεία μεγέθυνσης των εταιρειών του δείγματος.

GROWTH: αναφέρεται στη μεγέθυνση της εταιρείας όπως αυτή προκύπτει από το άθροισμα των ετών λειτουργίας από την ίδρυση αυτής.

LOSS: ορίζεται ως η ψευδομεταβλητή που εξετάζει την εμφάνιση ζημιών για την επιχείρηση σε μία χρήση και η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν η επιχείρηση εμφανίζει ζημίες την τρέχουσα χρήση και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

BIG4: ορίζεται ως η ψευδομεταβλητή που εξετάζει την πιθανότητα ο εξωτερικός έλεγχος της επιχείρησης να έχει ανατεθεί στις μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες που συναντώνται στη βιβλιογραφία με τον όρο Big 4 και περιλαμβάνουν τις Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young και KPMG και η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

DQ*CFO: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και των λειτουργικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.

DQ*SIZE: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και του μεγέθους της επιχείρησης.

DQ*LEV: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της αναλογίας του χρέους προς την αξία των περιουσιακών στοιχείων.

DQ*CHINSALES: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της μεταβολή του όγκου πωλήσεων.

DQ*GROWTH: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της μεγέθυνσης της επιχείρησης.

DQ*LOSS: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της εμφάνισης ζημιών για την επιχείρηση σε μία χρήση.

DQ*BIG4: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και του τύπου της ελεγκτικής εταιρίας.

YEAR: ορίζεται ως η ψευδομεταβλητή που εξετάζει την επίδραση των συνολικών τάσεων που αφορούν τις χρονοσειρές στο υπόδειγμα.

e: αφορά τον διαταρακτικό όρο

5.2.2. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών και η εταιρική διακυβέρνηση

Σύμφωνα με τους Shah et al. (2009) η επίδραση ενός συνόλου αποτελεσματικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζεται με την ποιότητα γνωστοποίησης των χρηματοοικονομικών και λογιστικών πληροφοριών. Οι συνδυαστικοί αυτοί μηχανισμοί περιλαμβάνουν συνιστώσες που αφορούν τους μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, την ανεξαρτησία του προέδρου της εταιρείας και τη δυαδική σχέση του προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου στη διοίκηση της εταιρείας και φανερώνουν ότι η θέσπιση αυτών των μηχανισμών σε ορθή βάση ενισχύει την ποιότητα των πληροφοριών που δημοσιεύονται ακόμα και σε περιπτώσεις που εμφανίζεται υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Εναλλακτικά, υπογραμμίζεται η θετική επίδραση της ποιότητας του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης (Attar, 2016). Επομένως, η δεύτερη υπόθεση αναπτύσσεται ως εξής:

H₂. Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης σχετίζονται θετικά με την ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.

Για την εκτίμηση της υπόθεσης H₂ ως μεταβλητές που σχηματίζουν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης επιλέγονται η δομή της επιτροπής ελέγχου ως κύριο όργανο του εσωτερικού ελέγχου, ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, η δυαδική σχέση Διευθύνοντα Συμβούλου και Προέδρου και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, σχηματίζοντας το ακόλουθο μοντέλο (Katmon και Farooque, 2017):

$$\begin{aligned}
DQ = & b_0 + b_1DACC + b_2ACIND + b_3ACMEET + b_4BODIND + b_5BODSIZE + \\
& b_6DUALITY + b_7SIZE + b_8GROWTH + b_9D_E + b_{10}BIG4 + b_{11}DACC*ACIND + \\
& b_{12}DACC*ACMEET + b_{13}DACC*BODIND + b_{14}DACC*BODSIZE + \\
& b_{15}DACC*DUALITY + b_{16}DACC*SIZE + b_{17}DACC*GROWTH + b_{18}DACC*D_E + \\
& b_{19}DACC*BIG4 + b_{20}YEAR + e
\end{aligned}$$

Όπου,

ACIND: αποτελεί ψευδομεταβλητή που εξετάζει την περίπτωση κατά την οποία η επιτροπή ελέγχου απαρτίζεται σε ποσοστό 100% από ανεξάρτητα μέλη και λαμβάνει την τιμή 1 εάν τα μέλη της επιτροπής είναι στο σύνολό τους ανεξάρτητα και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

ACMEET: αποτελεί ψευδομεταβλητή που εξετάζει τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου ανά έτος και λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση κατά την οποία η επιτροπή ελέγχου συνέρχεται σε αριθμό ίσο ή μεγαλύτερο των τεσσάρων συνεδριάσεων και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

BODIND: αναφέρεται στην αναλογία των ανεξάρτητων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου προς το συνολικό αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου εξαιρώντας από το σύνολο τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου, φανερώνοντας με τον τρόπο αυτό την ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου.

BODSIZE: αποτελεί τον συνολικό αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

DUALITY: αποτελεί ψευδομεταβλητή που εξετάζει τη δυαδικότητα του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου και λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση που ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι και πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

D_E: εκφράζει τη χρηματοοικονομική μόχλευση κατά τρόπο παρόμοιο με την μεταβλητή LEV και αποτελεί την αναλογία του χρέους ή δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης προς τα ίδια κεφάλαια, δηλώνοντας την πιθανότητα η επιχείρηση να αθετήσει τις υποχρεώσεις.

DACC*ACIND: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και της ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου.

DACC*ACMEET: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου ανά έτος.

DACC*BODIND: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και της ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου.

DACC*BODSIZE: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και του συνολικού αριθμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

DACC*DUALITY: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και της δυαδικότητας του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου.

DACC*SIZE: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και του μεγέθους της επιχείρησης.

DACC*GROWTH: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και της μεγέθυνσης της επιχείρησης.

DACC*D_E: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και της αναλογίας του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια.

DACC*BIG4: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και του τύπου της ελεγκτικής εταιρίας.

Αναφορικά με τις μεταβλητές DQ, DACC, SIZE, GROWTH, YEAR και ε αυτές αναλύθηκαν στην περίπτωση της υπόθεσης H₁, ενώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι αναμένεται θετική σχέση της μεταβλητής DQ με τις μεταβλητές ACIND, ACMEET, BODIND (Soeilyfar et al., 2014), αρνητική σχέση της μεταβλητής DQ με τη μεταβλητή DUALITY (Htay et al., 2013), καθώς όπως αναφέρθηκε όταν υφίσταται αυτή η δυαδική σχέση ο ρόλος του Προέδρου αποκτά μεγαλύτερη ισχύ και ενδέχεται να επηρεάσει τα υπόλοιπα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου αναφορικά με την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης και είτε θετική είτε αρνητική σχέση της μεταβλητής DQ με την μεταβλητή BODSIZE.

5.2.3. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών, η εταιρική διακυβέρνηση και το κόστος αντιπροσώπευσης

Το κόστος αντιπροσώπευσης προκύπτει από την απουσία σύγκλισης των συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και των διαχειριστών / managers, στην περίπτωση κατά την οποία υφίσταται διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου μέσω μίας διοικητικής ομάδας (Jensen, 1986). Παράλληλα, το μοντέλο της αντιπροσώπευσης περιλαμβάνει ορισμένους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που επαναπροσδιορίζουν τις υφιστάμενες συνθήκες σε ένα εταιρικό

περιβάλλον και επιτρέπουν την επιθυμητή σύγκλιση συμφερόντων των δύο εξεταζόμενων ομάδων, έχοντας ως στόχο τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (Coles et al, 2005). Ωστόσο, οι Fields et al. (2007) υποστήριξαν ότι οι εταιρείες υιοθετούν πρότυπα μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, τα οποία δε συνάδουν με το σκοπό αυτό και δεν επιφέρουν ως επιθυμητό αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας. Κατά συνέπεια, τίθεται υπό αμφισβήτηση η χρησιμότητα της επιλογής των εφαρμοζόμενων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης σε συνθήκες οι οποίες δύναται να αποπροσανατολίσουν την επιχείρηση από το στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας και να την οδηγήσουν σε υιοθέτηση μη βέλτιστων μηχανισμών. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους Karamanou και Vafeas (2005), η ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης ελαχιστοποιεί την εκδήλωση της ασύμμετρης πληροφόρησης που υφίσταται μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλή ποιότητα γνωστοποίησης των λογιστικών πληροφοριών, θα εμφανίζουν μικρότερο κόστος αντιπροσώπευσης. Επομένως, η τρίτη υπόθεση αναπτύσσεται ως εξής:

H₃. Το κόστος αντιπροσώπευσης σχετίζεται αρνητικά με τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης και την ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.

Η εκτίμηση της υπόθεσης H₃ για το κόστος αντιπροσώπευσης γίνεται σύμφωνα με το άρθρο των McKnight και Weir (2009), σχηματίζοντας το ακόλουθο μοντέλο:

$$\begin{aligned}
 \text{AGCOST} = & c_0 + c_1\text{DQ} + c_2\text{ACIND} + c_3\text{ACMEET} + c_4\text{BODIND} + c_5\text{BODSIZE} + \\
 & c_6\text{DUALITY} + c_7\text{CFO} + c_8\text{SIZE} + c_9\text{LEV} + c_{10}\text{GROWTH} + c_{11}\text{BIG4} + c_{12}\text{DQ*ACIND} + \\
 & c_{13}\text{DQ*ACMEET} + c_{14}\text{DQ*BODIND} + c_{15}\text{DQ*BODSIZE} + c_{16}\text{DQ*DUALITY} + \\
 & c_{17}\text{DQ*CFO} + c_{18}\text{DQ*SIZE} + c_{19}\text{DQ*LEV} + c_{20}\text{DQ*GROWTH} + c_{21}\text{DQ*BIG4} + c_{22}\text{YEAR} \\
 & + e
 \end{aligned}$$

Όπου,

AGCOST: αποτελεί το κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο υπολογίζεται ως το γινόμενο του δείκτη Q του Tobin που εκφράζει την αγοραία αξία της επιχείρησης επί τις ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows), οι οποίες αποτελούν τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες έπειτα από την αφαίρεση των επενδύσεων για κεφαλαιουχικό εξοπλισμό (McKnight and Weir, 2009; Doukas et al., 2000). Αναφορικά με τον δείκτη Q του Tobin θα πρέπει να σημειωθεί ότι όταν είναι μικρότερος της μονάδας δηλώνει ότι το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων είναι μεγαλύτερο από την αξία στην οποία αποτιμάται η εταιρεία, ενώ όταν υπερβαίνει την μονάδα δηλώνει ότι η επιχείρηση αξίζει περισσότερο από το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Το κόστος αντιπροσώπευσης εμφανίζεται υψηλό στην περίπτωση κατά την οποία σημειώνονται υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές και χαμηλός δείκτης Q του Tobin, ο οποίος ουσιαστικά περιγράφει μία επιχείρηση με ελάχιστες προοπτικές ανάπτυξης (Jensen, 1986). Κατά την ίδια λογική οι Opler και Titman (1993) επισημαίνουν ότι εταιρείες με υψηλό δείκτη Q του Tobin και κατ' αντιστοιχία με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης είναι πιθανό να εμφανίζουν βέλτιστα χαρακτηριστικά διοίκησης και χαμηλό ποσοστό ελεύθερων ταμειακών ροών, καθώς σε μία τέτοια περίπτωση υιοθετούνται επενδυτικές αποφάσεις με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας.

DQ*ACIND: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της ανεξαρτησίας της επιτροπής ελέγχου.

DQ*ACMEET: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου ανά έτος.

DQ*BODIND: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου.

DQ*BODSIZE: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και του συνολικού αριθμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

DQ*DUALITY: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της δυαδικότητας του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου.

Αναφορικά με τις μεταβλητές DQ, ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE, DUALITY, CFO, SIZE, LEV, GROWTH, BIG4, DQ*CFO, DQ*SIZE, DQ*LEV, DQ*GROWTH, DQ*BIG4, YEAR και ε αυτές αναλύθηκαν στην περίπτωση των υποθέσεων H₁ και H₂.

5.2.4. Η δημοσιοποίηση λογιστικών πληροφοριών, η εταιρική διακυβέρνηση και η χειραγώγηση των κερδών

Σύμφωνα με τους Lombardo και Pagano (2002), η πρόσβαση σε οικονομικές καταστάσεις που περιέχουν ποιοτικά δεδομένα εξασφαλίζει τη δυνατότητα από την πλευρά των επενδυτών να κατανοήσουν και να αντιληφθούν τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών, οι οποίες έχουν άμεση επίδραση στα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας. Γίνεται σαφές κατά παρόμοιο τρόπο με την υπόθεση H₁ ότι η σχέση μεταξύ της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων σε όρους γνωστοποίησης πληροφοριών και της χειραγώγησης των κερδών είναι αρνητική (Iatridis και Kadorinis, 2009). Παράλληλα, η ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου αντιμετωπίζεται ως ο πιο κομβικός παράγοντας σε όρους προστασίας των επενδυτών (Rosenstein και Wyatt, 1990), ενώ και όπως προκύπτει από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης οι ανεξάρτητοι διευθυντές / managers

αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη αξιοπιστία από το Διοικητικό Συμβούλιο συγκριτικά με τους διευθυντές που είναι μη ανεξάρτητα μέλη (Fama και Jensen, 1983). Κατά συνέπεια, οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης και η ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης είναι έννοιες αλληλένδετες, οι οποίες λειτουργώντας συνδυαστικά δύναται να περιορίσουν σημαντικά τις πολιτικές χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων, λαμβάνοντας υπόψη και το υφιστάμενο κόστος αντιπροσώπευσης. Επομένως, η τέταρτη υπόθεση αναπτύσσεται ως εξής:

H₄. Η ποιότητα των δημοσιοποιημένων οικονομικών καταστάσεων σε συνδυασμό με ισχυρούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης αποδυναμώνουν σημαντικά την εμφάνιση χειραγώγησης των κερδών.

Για την εκτίμηση της υπόθεσης H₄ κατά τρόπο όμοιο με την υπόθεση H₁ χρησιμοποιούνται τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τη χειραγώγηση των κερδών σύμφωνα με τα μοντέλα του Katmon και Farooque (2017) και Jatiningrum et al (2016).

$$\begin{aligned} \text{DACC} = & d_0 + d_1\text{DQ} + d_2\text{AGCOST} + d_3\text{ACIND} + d_4\text{ACMEET} + d_5\text{BODIND} + d_6\text{BODSIZE} \\ & + d_7\text{DUALITY} + d_8\text{CFO} + d_9\text{SIZE} + d_{10}\text{CHINSALES} + d_{11}\text{GROWTH} + d_{12}\text{ROA} + d_{13}\text{LOSS} \\ & + d_{14}\text{BIG4} + d_{15}\text{DQ*AGCOST} + d_{16}\text{DQ*ACIND} + d_{17}\text{DQ*ACMEET} + \\ & d_{17}\text{DQ*BODIND} + d_{18}\text{DQ*BODSIZE} + d_{19}\text{DQ*DUALITY} + d_{20}\text{DQ*CFO} + d_{21}\text{DQ*SIZE} \\ & + d_{22}\text{DQ*CHINSALES} + d_{23}\text{DQ*GROWTH} + d_{24}\text{DQ*ROA} + d_{25}\text{DQ*LOSS} + \\ & d_{26}\text{DQ*BIG4} + d_{27}\text{YEAR} + e \end{aligned}$$

Όπου,

ROA: εκφράζει την απόδοση της εταιρίας ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού και υπολογίζεται από τον λόγο των κερδών προ φόρων και αποσβέσεων προς το συνολικό ενεργητικό της εταιρίας.

DQ*AGCOST: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης.

DQ*ROA: η αλληλεπίδραση (moderate variable) μεταξύ της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης και της απόδοσης της εταιρείας ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού.

Αναφορικά με τις DQ, AGCOST, ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE, DUALITY, CFO, SIZE, CHINSALES, GROWTH, LOSS, BIG4, DQ*ACIND, DQ*ACMEET, DQ*BODIND, DQ*BODSIZE, DQ*DUALITY, DQ*CFO, DQ*SIZE, DQ*CHINSALES, DQ*GROWTH, DQ*BIG4, YEAR και e αυτές αναλύθηκαν στην περίπτωση των υποθέσεων H₁, H₂ και H₃. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αναμένεται αρνητική σχέση της DQ με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα με μεγαλύτερο συντελεστή ως αποτέλεσμα της επίδρασης της εφαρμογής των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης συνδυαστικά και συγκριτικά με τα αποτελέσματα της H₁, αρνητική σχέση των μεταβλητών ACIND, ACMEET, BODIND και BODSIZE με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και θετική σχέση της μεταβλητής AGCOST με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα.

5.3. Εμπειρική Ανάλυση

5.3.1. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών και της χειραγώγησης των κερδών

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης που αφορούν την υπόθεση H_1 παρατίθενται στους ακόλουθους πίνακες με βάση τα στατιστικά χαρακτηριστικά για το σύνολο των πληροφοριών του δείγματος που χρησιμοποιούνται στην συγκεκριμένη υπόθεση, καθώς και με γνώμονα τα οικονομετρικά τους χαρακτηριστικά. Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών του μοντέλου.

Πίνακας 2. Περιγραφική Στατιστική για το σύνολο του δείγματος της υπόθεσης H_1

Variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DACC	-0.0000102	0.073591	10.23295	-11.48391	1.19696
DQ	0.6146340	1	1	0	0.487276
CFO	50.0514000	5.005	1161.8	-333.52	160.6996
SIZE	5.1932060	5.032067	9.762693	2.180417	1.6569
LEV	0.6118220	0.591402	1.983109	0.081032	0.293347
CHINSALES	0.0668290	0.040926	1.98723	-0.637646	0.218581
GROWTH	38.52439	34.5	130	12	19.65673
LOSS	0.3121950	0	1	0	0.463955
BIG4	0.2804880	0	1	0	0.449786

Πηγή: *Ιδία Επεξεργασία*

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **DACC** εκφράζει τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή της χειραγώγησης των κερδών. Η **DQ** είναι μια ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης και η οποία λαμβάνει την τιμή $DQ = 1$ για την περίπτωση των εταιρειών που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό γνωστοποίησης λογιστικών πληροφοριών και την τιμή $DQ = 0$ για την περίπτωση των εταιρειών με χαμηλό βαθμό γνωστοποίησης λογιστικών πληροφοριών. Η **CFO** είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Η **SIZE** είναι ο λογάριθμος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που εκφράζει το μέγεθος της επιχείρησης. Η **LEV** είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας, η αναλογία του χρέους της επιχείρησης προς τα περιουσιακά στοιχεία αυτής. Η **CHINSALES** είναι η μεταβολή του όγκου πωλήσεων. Η **GROWTH** αναφέρεται στα έτη λειτουργίας, ως δείκτης μεγέθυνσης της επιχείρησης. Η **LOSS** είναι μία ψευδομεταβλητή που εξετάζει την εμφάνιση ζημιών για την επιχείρηση σε μία χρήση και λαμβάνει την τιμή 1 εάν η επιχείρηση εμφανίζει ζημίες την τρέχουσα χρήση και 0 στην αντίθετη περίπτωση. Η **BIG4** είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα 2 παρατηρείται αρνητικό πρόσημο για τη μέση τιμή των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων, γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη υποεκτίμησης των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων και μία τάση χειραγώγησης κερδών προς τα κάτω

(Tsiouridou et al., 2012). Παράλληλα, το 61,5% των εταιρειών του δείγματος που δραστηριοποιούνται στην ελληνική επικράτεια με τυπική απόκλιση 48,7% δημοσιοποιούν οικονομικές καταστάσεις με ποιότητα λογιστικών πληροφοριών που πληροί τις προδιαγραφές του μέσου όρου του δείγματος. Οι μέσες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανήλθαν σε 50 εκατομμύρια ευρώ και η μέση μόχλευση για τα στοιχεία που αφορούν το ενεργητικό διαμορφώνεται στο 61,18% με τυπική απόκλιση 29,3%. Το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων ανήλθε στα 1.355,96 εκατομμύρια ευρώ ή σε λογαριθμική μορφή σε 5,19, η μέση ποσοστιαία μεταβολή του όγκου πωλήσεων διαμορφώθηκε στο 6,68% με τυπική απόκλιση 21,8%, ενώ η μέση περίοδος λειτουργίας είναι τα 38,5 έτη με τυπική απόκλιση 19,66% και μέγιστο τα 130 έτη. Για τις χρήσεις που αφορούν στην περίοδο 2014 ως 2018 το 31,2% των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρουσίασε ζημίες και το 28% των επιχειρήσεων με τυπική απόκλιση 44,9% έχει αναθέσει τη διενέργεια εξωτερικού ελέγχου σε μία από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες.

Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει τους συντελεστές συσχέτισης του Pearson, τη συσχέτιση που σημειώνεται μεταξύ των μεταβλητών του υποδείγματος.

Πίνακας 3. Αποτελέσματα συσχέτισης Pearson για την υπόθεση H₁

Variables	DACC	DQ	CFO	SIZE	LEV	CHINSALES	GROWTH	LOSS	BIG4
DACC	1								
DQ	-0.068	1							
CFO	-0.489***	0.235***	1						
SIZE	-0.065	0.563***	0.558***	1					
LEV	0.025	0.02	-0.027	0.120***	1				
CHINSALES	-0.006	-0.039	-0.058	-0.021	-0.099**	1			
GROWTH	-0.007	0.198***	0.044	0.139***	-0.162***	0.045	1		
LOSS	-0.103**	-0.094*	-0.045	-0.022	0.38***	-0.130***	-0.113**	1	
BIG4	-0.08	0.439***	0.356***	0.595***	0.126***	-0.032	0.084*	-0.011	1

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Σημείωση: *, ** και *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο

Ως πρώτη παρατήρηση σημειώνεται ότι η μεταβλητή DACC μεμονωμένα δεν σχετίζεται με τη δημοσιοποιημένη λογιστική πληροφόρηση, καθώς η συσχέτιση των δύο μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αντίθετα, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα DACC σχετίζονται σημαντικά αρνητικά με τη μεταβλητή CFO και LOSS σε σημαντικότητα $\alpha=1\%$ και $\alpha=5\%$ αντίστοιχα. Αναφορικά με τη δημοσιοποιημένη λογιστική πληροφόρηση DQ αυτή σχετίζεται σημαντικά και θετικά με τις μεταβλητές CFO, SIZE, GROWTH και BIG4 σε επίπεδο $\alpha=1\%$ και αρνητικά με τη μεταβλητή LOSS σε επίπεδο $\alpha=5\%$. Η μεταβλητή των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες CFO παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση ($\alpha=1\%$) με τις μεταβλητές SIZE και BIG4, η μεταβλητή του μεγέθους της επιχείρησης SIZE σχετίζεται σημαντικά θετικά ($\alpha=1\%$) με τις μεταβλητές LEV, GROWTH και BIG4 και η μεταβλητή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού LEV παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την CHINSALES και GROWTH σε σημαντικότητα $\alpha=5\%$ και $\alpha=1\%$ αντίστοιχα και θετική συσχέτιση με τις μεταβλητές LOSS και BIG4 για $\alpha=1\%$. Τέλος, η μεταβλητή που εκφράζει τη μεταβολή στον όγκο πωλήσεων CHINSALES σχετίζεται αρνητικά ($\alpha=1\%$) με την μεταβλητή της εμφάνισης ζημιών LOSS και η μεταβλητή GROWTH παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση για $\alpha=1\%$ με τη μεταβλητή LOSS και θετική συσχέτιση για $\alpha=10\%$ με τη μεταβλητή BIG4.

Στον πίνακα 4 παρατίθενται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της υπόθεσης H_1 . Σε πρώτο στάδιο εκτιμήθηκε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων για διαστρωματικά στοιχεία (panel least squares) το τροποποιημένο υπόδειγμα Jones με την προσθήκη της μεταβλητής της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού (ROA), όπως πρότειναν στο μοντέλο τους οι Kothari et al. (2005), προκειμένου να υπολογισθούν τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης αυτής, τα οποία αποτελούν τη μεταβλητή DACC και κατόπιν για την παλινδρόμηση της υπόθεσης H_1 εφαρμόστηκε η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων, η οποία λαμβάνει υπόψη την επίδραση των ακραίων παρατηρήσεων στις εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης (robust least squares), εφόσον προστίθενται στο υπόδειγμα και όροι αλληλεπίδρασης.

Πίνακας 4. Αποτελέσματα υποδείγματος H₁

Variables	DACC (Panel Least Squares)	DACC (Robust Least Squares)
DQ	-1.7085***	-0.3077***
CFO	-0.0101	-0.0067***
SIZE	0.0365	0.0032
LEV	0.0693	0.1066***
CHINSALES	0.0014	-0.0880***
GROWTH	0.0029	0.0022***
LOSS	0.1101	0.0865***
BIG4	0.0641	0.1228**
DQ*CFO	0.0044	0.0020*
DQ*SIZE	0.3917***	0.0823***
DQ*LEV	0.2277	-0.0119
DQ*CHINSALES	-0.4246	0.0308
DQ*GROWTH	-0.0044	-0.0017**
DQ*LOSS	-1.0778***	-0.0917***
DQ*BIG4	-0.2121	-0.1912***
_cons	-0.1552	0.0367
Year effect		Yes
F statistic		13.79
Prob > F		0
R ²		0.445
DW-test		1.569

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **DACC** εκφράζει τα διαφοροποιούμενα δεδομένα, η **DQ** είναι η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης, η **CFO** είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, η **SIZE** είναι ο λογάριθμος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που εκφράζει το μέγεθος της επιχείρησης, η **LEV** είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας, η **CHINSALES** είναι η μεταβολή του όγκου πωλήσεων, η **GROWTH** είναι ο δείκτης μεγέθυνσης της επιχείρησης σε όρους ετών λειτουργίας, η **LOSS** είναι η μεταβλητή που εξετάζει την εμφάνιση ζημιών για την επιχείρηση σε μία χρήση και η **BIG4** είναι η μεταβλητή που δηλώνει εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές. Η **DQ*CFO**, η **DQ*SIZE**, η **DQ*LEV**, η **DQ*CHINSALES**, η **DQ*GROWTH**, η **DQ*LOSS** και η **DQ*BIG4** είναι οι όροι αλληλεπίδρασης της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης με τις λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης, το μέγεθος της επιχείρησης, την χρηματοοικονομική μόχλευση, τη μεταβολή του όγκου πωλήσεων, τη μεγέθυνση της επιχείρησης, τις ζημίες που σημειώνεται στη χρήση και τον τύπο της ελεγκτικής εταιρίας αντίστοιχα. Τα σύμβολα *,** και *** δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο.

Παρατηρείται ότι η υπόθεση H₁ επαληθεύεται, καθώς η DQ σχετίζεται αρνητικά με την DACC σε επίπεδο σημαντικότητας α=1%, υπογραμμίζοντας το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από ποιοτικές δημοσιοποιημένες οικονομικές και λογιστικές πληροφορίες έχουν την τάση να εφαρμόζουν σε μικρότερο βαθμό πολιτικές χειραγώγησης και το αντίστροφο. Επιπρόσθετα, με βάση τη δεύτερη στήλη του πίνακα 4 η CFO σχετίζεται ισχυρά

αρνητικά ($\alpha=1\%$) με την DACC, όπως αναμενόταν στην αρχική υπόθεση, υπογραμμίζοντας ότι οι εταιρείες που σημειώνουν υψηλές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες τείνουν να στοχεύουν σε πολιτικές που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης παρά να ενεργούν με κίνητρο τη χειραγώγηση των κερδών. Τα δύο συγκεκριμένα ευρήματα επιβεβαιώνουν τους Iatridis (2011) και Tendeloo και Vanstraelen (2005). Η μεταβλητή LEV σχετίζεται σημαντικά θετικά με την DACC για $\alpha=1\%$ επαληθεύοντας τους Richardson et al. (2002) που υποστήριξαν ότι οι εταιρείες που είχαν προβεί σε αλλοίωση των λογιστικών αποτελεσμάτων εμφάνισαν υψηλότερα ποσοστά χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ενώ η μεταβλητή CHINSALES έχει αρνητικό πρόσημο σε σχέση με την DACC για $\alpha=1\%$, γεγονός το οποίο συνάδει με τα ευρήματα των Katmon και Farooque (2017) σύμφωνα με τους οποίους οι διαχειριστές/managers είναι διστακτικοί ως προς το να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών, όταν η μεταβολή στον όγκο πωλήσεων είναι μεγάλη.

Παράλληλα, στα αποτελέσματα της υπόθεσης H_1 στη δεύτερη στήλη του πίνακα 4 οι μεταβλητές GROWTH και LOSS είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$ και φέρουν θετικό πρόσημο ως προς τη σχέση τους με τη DACC, γεγονός το οποίο αφενός φανερώνει ότι ο βαθμός μεγέθυνσης μίας επιχείρησης δύναται να λειτουργήσει ως κίνητρο χειραγώγησης των αποτελεσμάτων, αφετέρου περιγράφει την προσπάθεια των εταιρειών να μεταβάλλουν τις ζημίες που σημειώνονται σε μία χρήση ανάλογα με τα αποτελέσματα που επιδιώκουν. Για τη μεταβλητή BIG4 και η οποία σχετίζεται θετικά με την DACC σε $\alpha=5\%$ θα πρέπει να επισημανθεί σύμφωνα με τους Tsiouridou et al. (2012) ότι ο ελληνικός επιχειρηματικός τομέας διαθέτει τα χαρακτηριστικά μίας αγοράς όπου κυριαρχεί το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων και απουσία ευελιξίας, κατά συνέπεια οι ελεγκτικές εταιρείες με σκοπό τη διατήρηση του χαρτοφυλακίου τους είναι δυνατόν να προβούν σε αλλοίωση των οικονομικών καταστάσεων, ενώ και αρκετές εταιρείες έχουν αναθέσει τον εξωτερικό έλεγχο στην Grant Thornton, η οποία θεωρείται ένας δυναμικός ανταγωνιστής για τις BIG4.

Ως προς τους όρους αλληλεπίδρασης των μεταβλητών ελέγχου με την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης, παρατηρείται ότι η $DQ*CFD$ και η $DQ*SIZE$ είναι σημαντικά θετικές με την DACC για $\alpha=10\%$ και $\alpha=1\%$ αντίστοιχα, υπονοώντας σε αυτή την περίπτωση ότι οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες πληροφορίες, χαμηλές λειτουργικές ταμειακές ροές και μικρό μέγεθος θα εμφανίζουν χαμηλά διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (Iatridis, 2011). Αναφορικά με τις μεταβλητές $DQ*GROWTH$, $DQ*LOSS$, $DQ*BIG4$ παρατηρείται ότι είναι σημαντικά αρνητικές για $\alpha=5\%$ για τον πρώτο όρο αλληλεπίδρασης και $\alpha=1\%$ για τους υπόλοιπους δύο, γεγονός το οποίο οδηγεί στο συμπέρασμα

ότι για τις εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένη πληροφόρηση και υψηλό βαθμό μεγέθυνσης θεωρείται λιγότερο πιθανό να συμμετέχουν σε διαδικασίες χειραγώγησης των κερδών, ενώ στο ενδεχόμενο κατά το οποίο οι εταιρείες αυτές εμφανίζουν ζημίες σε μία χρήση, θεωρείται λιγότερο πιθανό οι ζημίες αυτές να αποτελούν εικονικά μεγέθη που έχουν σχηματιστεί με κίνητρο τη χειραγώγηση, αλλά αντίθετα αποτελούν πραγματικές ζημίες. Τέλος, για τις εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένη πληροφόρηση και οι οποίες έχουν αναθέσει τον εξωτερικό έλεγχο στις Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young και KPMG είναι λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε φαινόμενα χειραγώγησης των αποτελεσμάτων (Velury, 2003). Αναφορικά με τις μεταβλητές SIZE, $DQ*LEV$ και $DQ*CHINSALES$ αυτές είναι στατιστικά μη σημαντικές και δεν επηρεάζουν το υπόδειγμα, ενώ αναφορικά με τη μεταβλητή YEAR σημειώνεται ότι υφίστανται χρονικές επιδράσεις για τα έτη 2015 ($\alpha=10\%$), 2016 και 2017 ($\alpha=1\%$).

Η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου λαμβάνει τιμή 44,50%, όπως φαίνεται από την τιμή που διαμορφώνεται για τον συντελεστή προσδιορισμού R^2 , όρος ο οποίος υποδεικνύει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου ερμηνεύουν την διακύμανση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά 44,50%, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό 55,50% ερμηνεύεται από συνιστώσες που περιλαμβάνονται στον διαταρακτικό όρο e . Τέλος, η στατιστική F σε συνδυασμό με την μηδενική p-value εκφράζουν την από κοινού στατιστική σημαντικότητα του υποδείγματος και η τιμή του στατιστικού ελέγχου Durbin-Watson που διαμορφώνεται στο 1,569 δηλώνει ότι δεν υφίσταται αυτοσυσχέτιση στις χρονικές σειρές και κατ' επέκταση οι εκτιμήσεις είναι αμερόληπτες, συνεπείς και αποτελεσματικές.

5.3.2. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών και της εταιρικής διακυβέρνησης

Για την εκτίμηση της υπόθεσης H_2 όπου η δημοσιοποίηση των λογιστικών πληροφοριών DQ αντιμετωπίζεται ως εξαρτημένη μεταβλητή υπολογίζονται τα ακόλουθα στατιστικά και οικονομετρικά μεγέθη, τα οποία παρατίθενται στους πίνακες 5 και 6. Παρατηρείται ότι στο υπόδειγμα περιλαμβάνονται οι μεταβλητές DQ, DACC, SIZE, GROWTH και BIG4 οι οποίες αναλύθηκαν στην υπόθεση H_1 , ενώ ως μεταβλητή ελέγχου εισάγεται στο υπόδειγμα και η χρηματοοικονομική μόχλευση σε όρους ιδίων κεφαλαίων D_E.

Πίνακας 5. Περιγραφική Στατιστική για το σύνολο του δείγματος της υπόθεσης H_2

Variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DQ	0.6146340	1	1	0	0.487276
DACC	-0.0000102	0.073591	10.23295	-11.48391	1.19696
ACIND	0.5609760	1	1	0	0.496874
ACMEET	0.7658540	1	1	0	0.423981
BODIND	0.4079190	0.4	0.857143	0.2	0.13615
BODSIZE	8.4390240	8	17	4	2.423891
DUALITY	0.4609760	0	1	0	0.499084
SIZE	5.1932060	5.032067	9.762693	2.180417	1.6569
GROWTH	38.52439	34.5	130	12	19.65673
D_E	1.930241	1.12235	198.1765	-247.532	19.73301
BIG4	0.2804880	0	1	0	0.449786

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **DQ** είναι η ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης και λαμβάνει την τιμή 1 για την περίπτωση των εταιρειών που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό γνωστοποίησης λογιστικών πληροφοριών και 0 για την αντίθετη περίπτωση. Η **DACC** εκφράζει τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή της χειραγώγησης των κερδών. Η **ACIND** είναι η ψευδομεταβλητή που εκφράζει την ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου και λαμβάνει την τιμή 1 εάν τα μέλη της είναι συνολικά ανεξάρτητα και 0 στην αντίθετη περίπτωση. Η **ACMEET** είναι η ψευδομεταβλητή που εξετάζει τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου και λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση που η επιτροπή ελέγχου συνέρχεται σε αριθμό ίσο ή μεγαλύτερο των τεσσάρων συνεδριάσεων και 0 στην αντίθετη περίπτωση. Η **BODIND** δηλώνει την ανεξαρτησία του ΔΣ. Η **BODSIZE** εκφράζει τον συνολικό αριθμό των μελών του ΔΣ. Η **DUALITY** είναι ψευδομεταβλητή που δηλώνει τη δυαδικότητα του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου και λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση που ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι και πρόεδρος του ΔΣ και 0 στην αντίθετη περίπτωση. Η **SIZE** εκφράζει το μέγεθος της επιχείρησης. Η **GROWTH** αναφέρεται στο δείκτη μεγέθυνσης της επιχείρησης. Η **D_E** είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση ως αναλογία του χρέους της επιχείρησης προς τα ίδια κεφάλαια. Η **BIG4** είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές και 0 στην αντίθετη περίπτωση.

Επαναλαμβάνεται ότι παρατηρείται μία τάση υποεκτίμησης των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων, όπως φανερώνει η αρνητική τιμή του μέσου όρου αυτών. Επιπρόσθετα,

υπενθυμίζεται ότι το 61,46% των εταιρειών του δείγματος που δραστηριοποιούνται στην ελληνική επικράτεια με τυπική απόκλιση 48,7% δημοσιοποιεί οικονομικές καταστάσεις με ποιότητα λογιστικών πληροφοριών που πληροί τις προδιαγραφές του μέσου όρου του δείγματος, το μέσο μέγεθος των επιχειρήσεων ανέρχεται στα 1.355,96 εκατομμύρια ευρώ ή σε λογαριθμική μορφή σε 5,19 με τυπική απόκλιση 1,66%, η μέση περίοδος λειτουργίας είναι τα 38,5 έτη με τυπική απόκλιση 19,66% και το 28% των επιχειρήσεων με τυπική απόκλιση 44,9% έχει αναθέσει τη διενέργεια εξωτερικού ελέγχου σε μία από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες.

Η μέση πλήρης ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου διαμορφώνεται σε ποσοστό 56,09% με τυπική απόκλιση 49,68%, ενώ οι επιτροπές ελέγχου των ελληνικών εταιρειών συνέρχονται τέσσερις και άνω φορές ανά έτος σε ένα μέσο ποσοστό της τάξης του 76% με τυπική απόκλιση 42,40%. Επιπρόσθετα, η μέση αναλογία ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου αγγίζει ένα ποσοστό του 41%, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι η μέγιστη τιμή της διαμορφώνεται στο 85,71%. Παράλληλα, το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται κατά μέσο όρο από 8 άτομα με απόκλιση 2 ατόμων και ένα αξιοσημείωτο μέγιστο των 17 ατόμων στη σύνθεση αυτού, ενώ το 46,09% των εισηγμένων εταιρειών εμφανίζει κατά μέσο όρο δυαδικότητα καθηκόντων υπό την έννοια ότι πρόεδροι των Διοικητικών Συμβουλίου αναλαμβάνουν διττό ρόλο και ως Διευθύνοντες Σύμβουλοι. Τέλος, αναφορικά με τη μέση μόχλευση σε όρους ιδίων κεφαλαίων, ο δείκτης μέσου μεγέθους είναι 1,93 με τυπική απόκλιση 19,73.

Στον ακόλουθο πίνακα εμφανίζονται οι συσχετίσεις των μεταβλητών του υποδείγματος για την υπόθεση H_2 . Ως αρχική παρατήρηση επισημαίνεται η ισχυρή θετική συσχέτιση της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης DQ με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης και η ισχυρή αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητή DUALITY σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$, καθώς είναι λογικό η συγκέντρωση δύο εξουσιών και ρόλων σε ένα πρόσωπο να λειτουργεί ενδεχομένως ως αντικίνητρο στις ενέργειες δημοσιοποίησης των λογιστικών δεδομένων (Byard et al., 2006). Συγκεκριμένα, προκύπτει ότι η DQ σχετίζεται θετικά με τις μεταβλητές ACIND, ACMEET, BODSIZE σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$ και με την BODIND σε επίπεδο $\alpha=10\%$, καθώς και με τις μεταβλητές ελέγχου SIZE, GROWTH και BIG4 σε επίπεδο $\alpha=1\%$. Παρατηρείται, επίσης, ότι η μεταβλητή DACC δε σχετίζεται με τις υπόλοιπες μεταβλητές που συνθέτουν το υπόδειγμα, καθώς καμία σχέση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αναφορικά με την πλήρη ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου ACIND αυτή σχετίζεται θετικά και σημαντικά με τις μεταβλητές ACMEET, BODIND, BODSIZE, SIZE, GROWTH και BIG4 για $\alpha=1\%$ και αρνητικά με τις μεταβλητές DUALITY και D_E σε

σημαντικότητα $\alpha=1\%$ και $\alpha=5\%$ αντίστοιχα. Η μεταβλητή των ετήσιων συναντήσεων της επιτροπής ελέγχου ACMEET εμφανίζει ισχυρή θετική συσχέτιση με τις μεταβλητές BODIND, BODSIZE, SIZE, GROWTH και BIG4 και η μεταβλητή που εκφράζει την ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου BODIND παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητή BODSIZE και θετική συσχέτιση με την μεταβλητή DUALITY σε σημαντικότητα $\alpha=1\%$ και $\alpha=5\%$ αντίστοιχα. Ως προς το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου BODSIZE σχετίζεται αρνητικά με την μεταβλητή DUALITY και θετικά με τις μεταβλητές SIZE και BIG4 για $\alpha=1\%$, ενώ και η σχέση της μεταβλητής DUALITY με την μεταβλητή SIZE εμφανίζεται ως αρνητική για $\alpha=5\%$ και με τις μεταβλητές της μεγέθυνσης της επιχείρησης GROWTH και του ελέγχου BIG4 ως αρνητική για $\alpha=1\%$. Τέλος, σε συνέπεια με την ανάλυση των συσχετίσεων της υπόθεσης H₁ η μεταβλητή SIZE είναι ισχυρά θετικά σημαντική ($\alpha=1\%$) με τις μεταβλητές GROWTH και BIG4 και η συσχέτιση των δύο τελευταίων μεταβλητών είναι θετική για επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=10\%$

Πίνακας 6. Αποτελέσματα συσχέτισης Pearson για την υπόθεση H₂

Variable	DQ	DACC	ACIND	ACMEET	BODIND	BODSIZE	DUALITY	SIZE	GROWTH	D_E	BIG4
DQ	1										
DACC	-0.068	1									
ACIND	0.511***	-0.051	1								
ACMEET	0.556***	-0.026	0.277***	1							
BODIND	0.092*	0.006	0.314***	0.132***	1						
BODSIZE	0.452***	-0.021	0.229***	0.234***	-	1					
DUALITY	-0.122***	-0.014	-0.138***	-0.009	0.103**	-0.240***	1				
SIZE	0.563***	-0.065	0.280***	0.380***	-0.023	0.611***	-0.101**	1			
GROWTH	0.198***	-0.007	0.180***	0.130***	-0.040	-0.024	-0.230***	0.139** *	1		
D_E	0.030	-0.009	-0.102**	-0.035	-0.032	-0.036	0.078	0.040	0.005	1	
BIG4	0.439***	-0.080	0.334***	0.345***	0.038	0.447***	-0.174***	0.596** *	0.084*	-0.042	1

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Σημείωση: *, ** και *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο

Στον επόμενο πίνακα παρατίθενται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της υπόθεσης H₂. Για την εκτίμηση της παλινδρόμησης εφαρμόστηκε το μοντέλο Logit, το οποίο αποτελεί δυαδικό υπόδειγμα παλινδρόμησης και εφαρμόζεται στην περίπτωση κατά την οποία η εξαρτημένη μεταβλητή λαμβάνει μόνο δύο τιμές, 0 ή 1, όπως συμβαίνει για την DQ που αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή στην υπόθεση H₂.

Από τα αποτελέσματα του πίνακα 7, παρατηρείται συνέπεια της αρνητικής σχέσης της DQ με την DACC σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=1\%$, όπως προέκυψε και κατά την εξέταση της υπόθεσης H_1 . Επισημαίνεται ότι η υψηλή ποιότητα γνωστοποίησης των λογιστικών πληροφοριών αναμένεται να ενισχύσει την ικανότητα των μετόχων να παρακολουθούν και να κατανοούν τη δράση των διευθυντικών στελεχών και τις επιπτώσεις αυτών στα αποτελέσματα της εταιρείας (Lombardo και Pagano, 2002). Το αποτέλεσμα αυτό σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι μεταβλητές που συνθέτουν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACIND, ACMEET και BODSIZE σχετίζονται θετικά και σημαντικά με τη μεταβλητή DQ για στατιστική σημαντικότητα ίση με 1% , επιβεβαιώνουν την υπόθεση H_2 . Ουσιαστικά, συμπεραίνεται ότι η ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου σε συνδυασμό με τις τακτικές συνεδριάσεις, καθώς και η συμμετοχή σημαντικού αριθμού μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, όπου εξασφαλίζεται το πλεονέκτημα της πολυφωνίας γνώμης και της τεχνογνωσίας αποτελούν τις δικλίδες ασφαλείας για την προστασία των επενδυτών (Lin et al., 2006; Katmon και Farooque, 2017; Dalton et al., 1999). Αναφορικά με τη μεταβλητή SIZE γίνεται εμφανές ότι το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται θετικά με την παροχή ποιοτικών λογιστικών γνωστοποιήσεων για $\alpha=1\%$, καθώς οι μεγάλες εταιρείες τείνουν να γνωστοποιούν πληροφορίες που διασαφηνίζουν την οικονομική θέση αυτών στοχεύοντας στην ενίσχυση της αξιοπιστίας τους και την αποφυγή στρεβλώσεων στις αποδόσεις των χρηματοοικονομικών τίτλων της εταιρείας που ενδέχεται να προκληθούν σε καθεστώς αβεβαιότητας (Iatridis, 2008), ενώ για τη θετική σχέση του όρου αλληλεπίδρασης DACC*SIZE, η οποία είναι στατιστικά σημαντική για $\alpha=1\%$, δίνεται ως ερμηνεία ότι επιχειρήσεις με υψηλά διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και είναι μικρού μεγέθους θα εμφανίζουν χαμηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες λογιστικές πληροφορίες. Όσον αφορά τις μεταβλητές BODIND, DUALITY, GROWTH, D_E, BIG4 και τους υπόλοιπους όρους αλληλεπίδρασης με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, αυτές είναι στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές και δεν επηρεάζουν το υπόδειγμα, ενώ ως προς τη μεταβλητή YEAR σημειώνεται ότι υφίστανται χρονικές επιδράσεις για τα έτη 2016 και 2017 ($\alpha=1\%$).

Πίνακας 7. Αποτελέσματα υποδείγματος H₂

Variables	DQ
DACC	-18.57093***
ACIND	2.165881***
ACMEET	4.003668***
BODIND	2.202896
BODSIZE	0.669273***
DUALITY	-0.112665
SIZE	1.362459***
GROWTH	0.007691
D_E	0.034055
BIG4	-0.959974
DACC*ACIND	-0.606123
DACC*ACMEET	4.169958
DACC*BODIND	6.425029
DACC*BODSIZE	-0.398775
DACC*DUALITY	-1.426148
DACC*SIZE	1.882348***
DACC*GROWTH	-0.007235
DACC*D_E	-0.045467
DACC*BIG4	0.052689
_cons	-15.23123***
Year effect	Yes
LR statistic	361.02
Prob > LR	0
Mac Fadden - R ²	0.66043

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **DQ** είναι η μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης, η **DACC** εκφράζει τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, η **ACIND**, η **BODIND** δηλώνει την ανεξαρτησία του ΔΣ, η **BODSIZE** εκφράζει τον αριθμό των μελών του ΔΣ, η **DUALITY** δηλώνει τη δυαδικότητα του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου, η **SIZE** εκφράζει το μέγεθος της επιχείρησης, η **GROWTH** αναφέρεται στο δείκτη μεγέθυνσης της επιχείρησης, η **D_E** είναι η αναλογία του χρέους της επιχείρησης προς τα ίδια κεφάλαια και η **BIG4** είναι η μεταβλητή που δηλώνει εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές. Η **DACC*ACIND**, η **DACC*ACMEET**, η **DACC*BODIND**, η **DACC*BODSIZE**, η **DACC*DUALITY**, η **DACC*SIZE**, η **DACC*GROWTH**, η **DACC*D_E** και η **DACC*BIG4** είναι οι όροι αλληλεπίδρασης των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων επιχείρησης με τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης ξεχωριστά, το μέγεθος της επιχείρησης, τη μεγέθυνση της επιχείρησης, τη μόχλευση σε όρους ιδίων κεφαλαίων και τον τύπο της ελεγκτικής εταιρίας αντίστοιχα. Τα σύμβολα *, ** και *** δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο.

Τέλος, η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου λαμβάνει την τιμή 66,04%, όπως φαίνεται από την τιμή του συντελεστή Mac-Fadden R², ενώ η τιμή της στατιστική LR σε συνδυασμό με την

μηδενική p-value υποδηλώνουν την από κοινού σημαντικότητα όλων των μεταβλητών του υποδείγματος.

5.3.3. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης λογιστικών πληροφοριών, της εταιρικής διακυβέρνησης και του κόστους αντιπροσώπευσης

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης της υπόθεσης H_3 όπου το κόστος αντιπροσώπευσης αντιμετωπίζεται ως εξαρτημένη μεταβλητή παρατίθενται στους πίνακες 8 και 9 με βάση τα στατιστικά και οικονομετρικά τους χαρακτηριστικά. Σημειώνεται ότι ως προς την περιγραφική στατιστική των μεταβλητών ισχύουν για τις μεταβλητές DQ, CFO, SIZE, LEV, GROWTH και BIG4 όσα διατυπώθηκαν στην περιγραφική στατιστική των μεταβλητών της υπόθεσης H_1 και κατά αντιστοιχία για τις μεταβλητές ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE και DUALITY ισχύουν όσα διατυπώθηκαν στην περιγραφική στατιστική των μεταβλητών της υπόθεσης H_2 .

Πίνακας 8. Περιγραφική Στατιστική για το σύνολο του δείγματος της υπόθεσης H_3

Variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
AGCOST	9.743334	0	277.1	-115.26	42.67934
DQ	0.6146340	1	1	0	0.487276
ACIND	0.5609760	1	1	0	0.496874
ACMEET	0.7658540	1	1	0	0.423981
BODIND	0.4079190	0.4	0.857143	0.2	0.13615
BODSIZE	8.4390240	8	17	4	2.423891
DUALITY	0.4609760	0	1	0	0.499084
CFO	50.0514000	5.005	1161.8	-333.52	160.6996
SIZE	5.1932060	5.032067	9.762693	2.180417	1.6569
LEV	0.6118220	0.591402	1.983109	0.081032	0.293347
GROWTH	38.52439	34.5	130	12	19.65673
BIG4	0.2804880	0	1	0	0.449786

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **AGCOST** αποτελεί το κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο υπολογίζεται ως το γινόμενο του δείκτη Q του Tobin επί τις ελεύθερες ταμειακές ροές (*free cash flows*). Οι **DQ**, **CFO**, **SIZE**, **LEV**, **GROWTH** και **BIG4** αναφέρονται στον Πίνακα 2, ενώ οι **ACIND**, **ACMEET**, **BODIND**, **BODSIZE** και **DUALITY** αναφέρονται στον Πίνακα 5.

Πίνακας 9. Αποτελέσματα συσχέτισης Pearson για την υπόθεση H₃

Variable	AGCOST	DQ	ACIND	ACMEET	BODIND	BODSIZE	DUALITY	CFO	SIZE	LEV	GROWTH	BIG4
AGCOST	1											
DQ	0.171***	1										
ACIND	0.114**	0.511	1									
ACMEET	0.101**	0.556	0.277	1								
BODIND	-0.125***	0.092	0.314	0.132	1							
BODSIZE	0.192***	0.452	0.229	0.234	-0.380	1						
DUALITY	-0.030	-	-0.138	-0.009	0.103	-0.240	1					
CFO	0.513***	0.235	0.160***	0.157***	0.026	0.299***	0.096	1				
SIZE	0.057	0.563	0.280	0.380	-0.023	0.611	-0.101	0.558	1			
LEV	-0.126***	0.020	-0.060	0.007	0.118	-0.050***	-0.014	-0.027	0.120	1		
GROWTH	0.079	0.198	0.180	0.130	-0.040	-0.024	-0.230	0.044	0.139	-	1	
BIG4	0.253***	0.439	0.334	0.345	0.038	0.447	-0.174	0.356	0.595	0.126	0.084	1

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Σημείωση: *, ** και *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο

Για την μεταβλητή AGCOST παρατηρείται στον πίνακα 8 ότι το μέσο κόστος αντιπροσώπευσης, όπως ορίζεται από το γινόμενο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης επί τις ελεύθερες ταμειακές ροές, ανέρχεται σε 9,74 εκατομμύρια ευρώ με τυπική απόκλιση 42,68% και μέγιστο τα 277,10 εκατομμύρια ευρώ, ενώ αναφορικά με τις συσχετίσεις των μεταβλητών αφενός ισχύουν όσα αναφέρθηκαν στους πίνακες 3 και 6 των υποθέσεων H₁ και H₂ αντίστοιχα, αφετέρου εισάγονται στην υπόθεση H₃ οι συσχετίσεις της AGCOST με τις μεταβλητές που περιλαμβάνονται στην υπό εξέταση υπόθεση, καθώς και οι σχέσεις των μεταβλητών CFO και LEV με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE και DUALITY, τα αποτελέσματα των οποίων εμφανίζονται στον πίνακα 9. Συγκεκριμένα, το κόστος αντιπροσώπευσης σχετίζεται θετικά και σημαντικά σε επίπεδο 1% με τη μεταβλητή της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης DQ και τη μεταβλητή BODSIZE και αρνητικά με τη μεταβλητή BODIND. Παράλληλα, για α=5% εμφανίζεται θετική συσχέτιση της AGCOST με τους μηχανισμούς διακυβέρνησης ACIND και ACMEET, ενώ ως προς τη συσχέτιση με τις μεταβλητές ελέγχου υφίσταται θετική ισχυρή συσχέτιση της AGCOST με τη μεταβλητή CFO και τη μεταβλητή BIG4 και ισχυρή αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ως προς τα στοιχεία του ενεργητικού LEV για α=1%, ενώ ως προς τις υπόλοιπες μεταβλητές οι συσχετίσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Επιπρόσθετα, η μεταβλητή CFO σχετίζεται ισχυρά θετικά και σημαντικά με τις μεταβλητές ACIND, ACMEET και BODSIZE για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και η μεταβλητή LEV

σχετίζεται αρνητικά και ισχυρά σημαντικά για $\alpha=1\%$ με τη μεταβλητή του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου BODSIZE.

Στον πίνακα 10 παρατίθενται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της υπόθεσης H_3 στην οποία εφαρμόστηκε όπως και στην υπόθεση H_1 η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων, η οποία λαμβάνει υπόψη την επίδραση των ακραίων παρατηρήσεων στις εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης (robust least squares). Για την υπόθεση H_3 παρατηρείται ότι η μεταβλητή AGCOST σχετίζεται θετικά με την μεταβλητή DQ σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=1\%$, σχέση η οποία δε συγκλίνει με το αναμενόμενο αρνητικό πρόσημο που δηλώνει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης συνδέεται αντίστροφα με την ποιότητα λογιστικής πληροφόρησης (Namazi και Rezaei, 2016), και φανερώνει ότι για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον η γνωστοποίηση των λογιστικών πληροφοριών βρίσκεται ακόμα σε πρώιμο στάδιο και η θετική σχέση επιβεβαιώνεται όταν το κόστος αντιπροσώπευσης κινείται σε χαμηλά επίπεδα. Επιπρόσθετα, με βάση τη δεύτερη στήλη του πίνακα 10 υφίσταται αρνητική σχέση της μεταβλητής AGCOST με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACIND και BODIND για $\alpha=1\%$, επιβεβαιώνοντας τον Iatridis (2012) ότι η ύπαρξη επιτροπής ελέγχου σε συνδυασμό με το στοιχείο της ανεξαρτησίας του Διοικητικού Συμβουλίου μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης, καθώς προσφέρουν το πλεονέκτημα στους μετόχους της παρακολούθησης των ενεργειών που θεσπίζονται κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων εκ μέρους των διαχειριστών / managers. Παράλληλα, σημειώνεται θετική σχέση του κόστους αντιπροσώπευσης AGCOST με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACMEET, BODSIZE και DUALITY για $\alpha=1\%$, το οποίο οφείλεται στο γεγονός ότι ορισμένες συναντήσεις της επιτροπής ελέγχου χαρακτηρίζονται περισσότερο ως διεκπεραιωτικές, ότι η ύπαρξη πολυάριθμου Διοικητικού Συμβουλίου δύναται να αποδυναμώσει τα δικαιώματα ψήφου και να μειώσει την αποτελεσματικότητα της εταιρείας και αναφορικά με το σκέλος της δυαδικότητας, στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι λειτουργίες του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου ταυτίζονται, στο γεγονός ότι ενδέχεται να δημιουργηθούν ζητήματα ως προς τη βέλτιστη διαδικασία λήψης αποφάσεων, οδηγώντας σε αναποτελεσματικές επιλογές και συγκρούσεις με τους μετόχους. Τα ευρήματα αυτά επιβεβαιώνουν τους Arcot et al. (2010), Beiner et al. (2004) και Iatridis (2012) αντίστοιχα.

Πίνακας 10. Αποτελέσματα υποδείγματος H₃

Variables	AGCOST	AGCOST
	(Panel Least Squares)	(Robust Least Squares)
DQ	80.2902*	6.61218***
ACIND	-0.6317	-0.45911***
ACMEET	0.3724	0.15996***
BODIND	-5.4989	-0.80828***
BODSIZE	-0.1318	0.07136***
DUALITY	0.2607	0.50005***
CFO	0.4307	0.00196
SIZE	0.2234	-0.04437*
LEV	-2.1252	-0.34937***
GROWTH	-0.0110	-0.00994***
BIG4	-2.7232	1.31202***
DQ*ACIND	0.1257	0.46388***
DQ*ACMEET	9.6068	-6.95685***
DQ*BODIND	-67.5775	0.64852**
DQ*BODSIZE	-3.1140	-0.07475***
DQ*DUALITY	-15.6301*	-0.50552***
DQ*CFO	-0.2893	-0.00198
DQ*SIZE	-0.9221	0.04598
DQ*LEV	-26.7196*	0.29417***
DQ*GROWTH	-0.0944	0.00826***
DQ*BIG4	13.7702	-1.33115***
_cons	0.5236	0.4425
Year effect		Yes
F statistic		7.81
Prob > F		0
R ²		0.580
DW-test		1.527

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **AGCOST** δηλώνει το κόστος αντιπροσώπευσης, η **DQ** την ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης, η **ACIND** την ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου, η **ACMEET** τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου, η **BODIND** την ανεξαρτησία του ΔΣ, η **BODSIZE** τον αριθμό των μελών του ΔΣ, η **DUALITY** τη δυαδικότητα του Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου, η **CFO** τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, η **SIZE** το μέγεθος της επιχείρησης, η **LEV** τη χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας, η **GROWTH** το δείκτη μεγέθυνσης της επιχείρησης και η **BIG4** είναι δηλώνει εάν ο έλεγχος διεξάγεται από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές. Η **DQ*ACIND**, η **DQ*ACMEET**, η **DQ*BODIND**, η **DQ*BODSIZE**, η **DQ*DUALITY**, η **DQ*CFO**, η **DQ*SIZE**, η **DQ*LEV**, η **DQ*GROWTH** και η **DQ*BIG4** είναι οι όροι αλληλεπίδρασης της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης με τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης ξεχωριστά τις λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης, το μέγεθος της επιχείρησης, την χρηματοοικονομική μόχλευση, τη μεγέθυνση της επιχείρησης και τον τύπο της ελεγκτικής εταιρίας αντίστοιχα. Τα σύμβολα *, ** και *** δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο.

Οι μεταβλητές ελέγχου SIZE, LEV και GROWTH είναι σημαντικά αρνητικές για $\alpha=10\%$ για την πρώτη και $\alpha=1\%$ για τις επόμενες, υποδεικνύοντας ότι οι μεγάλες εταιρείες δημιουργώντας οικονομίες κλίμακας και έχοντας την ικανότητα να προσελκύουν κεφάλαια, μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης, ενώ η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση συνεπάγεται την εντατική παρακολούθηση από την πλευρά των πιστωτών, η οποία επιφέρει κατ' επέκταση τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (Nguyen et al., 2007). Για τη μεταβλητή BIG4 η οποία σχετίζεται θετικά με την AGCOST σε $\alpha=1\%$ υπενθυμίζεται ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις αναθέτουν τον εξωτερικό έλεγχο και σε ελεγκτικά γραφεία που δεν ανήκουν στην ομάδα των Big4, και το εύρημα αυτό συνεπάγεται ότι η συμβολή των Big4 και του ισχυρού μεγέθους της ελεγκτικής εταιρείας, δεν έχει αρνητική επίδραση στο κόστος αντιπροσώπευσης (Akway και Ramadan, 2013).

Ως προς τους όρους αλληλεπίδρασης προκύπτει μία θετική αλληλεπίδραση της AGCOST με την DQ*ACIND και την DQ*BODIND για στατιστική σημαντικότητα $\alpha=1\%$ και $\alpha=5\%$ αντίστοιχα, η οποία με δεδομένη την αντίστροφη σχέση των μεταβλητών AGCOST, ACIND και BODIND οι οποίες εξετάστηκαν προηγουμένων, ουσιαστικά φανερώνει μία μικρότερη επίδραση της DQ στην AGCOST, όπως είναι εμφανές και από τους συγκεκριμένους συντελεστές των μεταβλητών. Για τις αλληλεπιδράσεις DQ*ACMEET, DQ*BODSIZE και DQ*DUALITY για $\alpha=1\%$ δίνεται η ερμηνεία ότι οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες πληροφορίες στις οποίες η επιτροπή ελέγχου συνέρχεται περισσότερες από τέσσερις φορές κατά τη διάρκεια του έτους και το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι μεγάλο, καθώς και εταιρείες στις οποίες η δυαδικότητα του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου συνδυάζεται με υψηλή DQ, τότε αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Για τις μεταβλητές DQ*LEV και DQ*GROWTH για $\alpha=1\%$ συμπεραίνεται ότι οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες πληροφορίες που παρουσιάζουν χαμηλή μόχλευση και μικρή μεγέθυνση θα εμφανίζουν χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης, ενώ για τη μεταβλητή DQ*BIG4 ο συνδυασμός της υψηλά ποιοτικής δημοσιοποιημένης πληροφόρησης και της ανάθεσης του εξωτερικού ελέγχου στις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες επιδρά αντίστροφα στη μεταβλητή AGCOST, επιβεβαιώνοντας τον Iatridis (2012) σχετικά με την αναμενόμενη αρνητική σχέση της BIG4 και της AGCOST. Όσον αφορά τις μεταβλητές CFO, DQ*CFO και DQ*SIZE αυτές είναι στατιστικά μη σημαντικές μεταβλητές και δεν επηρεάζουν το υπόδειγμα, ενώ ως προς τη μεταβλητή YEAR σημειώνεται ότι υφίστανται χρονικές επιδράσεις για το έτος 2015 ($\alpha=10\%$).

Τέλος, η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου λαμβάνει τιμή 58% κατά συνέπεια το 42% του υποδείγματος εξηγείται από τις παραμέτρους του διαταρακτικού όρου e , η στατιστική F και η μηδενική p -value επιβεβαιώνουν την από κοινού στατιστική σημαντικότητα του υποδείγματος και η τιμή του κριτηρίου Durbin-Watson που διαμορφώνεται στο 1,527 δηλώνει τη μη αυτοσυσχέτιση στις χρονικές σειρές.

5.3.4. Εκτιμήσεις για την υπόθεση της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών, της εταιρικής διακυβέρνησης και της χειραγώγησης των κερδών

Για την εκτίμηση της υπόθεσης H_4 ως προς την περιγραφική στατιστική τα αποτελέσματα παρατίθενται στον πίνακα 11.

Πίνακας 11. Περιγραφική Στατιστική για το σύνολο του δείγματος της υπόθεσης H_4

Variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DACC	-0.0000102	0.073591	10.23295	-11.48391	1.19696
DQ	0.6146340	1	1	0	0.487276
AGCOST	9.743334	0	277.1	-115.26	42.67934
ACIND	0.5609760	1	1	0	0.496874
ACMEET	0.7658540	1	1	0	0.423981
BODIND	0.4079190	0.4	0.857143	0.2	0.13615
BODSIZE	8.4390240	8	17	4	2.423891
DUALITY	0.4609760	0	1	0	0.499084
CFO	50.0514000	5.005	1161.8	-333.52	160.6996
SIZE	5.1932060	5.032067	9.762693	2.180417	1.6569
CHINSALES	0.0668290	0.040926	1.98723	-0.637646	0.218581
GROWTH	38.52439	34.5	130	12	19.65673
ROA	0.0169790	0.018254	0.507562	-0.444547	0.074265
LOSS	0.3121950	0	1	0	0.463955
BIG4	0.2804880	0	1	0	0.449786

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το σύνολο του δείγματος περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η μεταβλητή ROA εκφράζει την αποδοτικότητα του ενεργητικού, οι μεταβλητές $CHINSALES$ και $LOSS$ αναφέρονται στον Πίνακα 2 και οι μεταβλητές DQ , $AGCOST$, $ACIND$, $ACMEET$, $BODIND$, $BODSIZE$, $DUALITY$, CFO , $SIZE$, $GROWTH$ και $BIG4$ αναφέρονται στον Πίνακα 8.

Τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα $DACC$ αντιμετωπίζονται όπως και στην υπόθεση H_1 ως εξαρτημένη μεταβλητή με τη διαφοροποίηση ότι σε αυτή την υπόθεση εξετάζεται ο αντίκτυπος

της δημοσιοποίησης των λογιστικών πληροφοριών και της εταιρικής διακυβέρνησης υπό το πρίσμα του κόστους αντιπροσώπευσης στο φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών. Για την περιγραφική στατιστική των μεταβλητών ισχύουν όσα συγκεντρωτικά διατυπώθηκαν στον πίνακα 8 της υπόθεσης H_3 και για τις μεταβλητές DACC, CHINSALES, LOSS όσα αναφέρθηκαν στην υπόθεση H_1 , ενώ προστίθεται και η μεταβλητή ROA που εκφράζει την απόδοση της εταιρίας σε όρους ενεργητικού και για την οποία προκύπτει ότι η μέση τιμή της ανέρχεται μόλις σε 1,7% με τυπική απόκλιση 7,4% και μέγιστο 50,76%.

Αναφορικά με τις συσχετίσεις ισχύουν τα αποτελέσματα στις υποθέσεις H_1 , H_2 και H_3 , ενώ εισάγονται στην υπόθεση H_4 οι συσχετίσεις της ROA με τις μεταβλητές που περιλαμβάνονται στην υπόθεση, οι σχέσεις των μεταβλητών DACC και AGCOST, καθώς και οι σχέσεις των μεταβλητών CHINSALES και LOSS με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE και DUALITY, τα αποτελέσματα των οποίων εμφανίζονται στον πίνακα 12. Η μεταβλητή των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων DACC μεμονωμένα σχετίζεται ισχυρά και αρνητικά για $\alpha=1\%$ με την AGCOST γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη ότι οι διαχειριστές / managers υποεκτιμούν και μετακυλίνουν τα κέρδη σε μεταγενέστερα έτη και προκαλείται από την αρνητική καθαρή παρούσα αξία που συνδέεται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές (Jensen, 1986; Chung et al., 2003). Η μεταβλητή της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης DQ σχετίζεται σημαντικά θετικά με τη μεταβλητή ROA για $\alpha=1\%$, η AGCOST συνδέεται ισχυρά θετικά και αρνητικά αντίστοιχα με τις μεταβλητές ROA και LOSS για $\alpha=1\%$, ο μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης ACIND παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τη ROA για $\alpha=1\%$ και αρνητική για $\alpha=10\%$ με την LOSS και ο μηχανισμός BODSIZE αρνητική συσχέτιση για $\alpha=10\%$ με τη ROA και θετική για $\alpha=1\%$ με την LOSS. Αναφορικά με τις μεταβλητές ελέγχου, η CHINSALES και η GROWTH σχετίζονται θετικά με την ROA και η τελευταία παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την LOSS σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=1\%$.

Πίνακας 12. Αποτελέσματα συσχέτισης Pearson για την υπόθεση H₄

Variable	DACC	DQ	AGC	ACIND	ACM	BOD _n	BOD _s	DUAL	CFO	SIZE	CSAL	GROW	ROA	LOSS	BIG4
DACC	1														
DQ	-0.068	1													
AGCOST	-0.021 ***	0.171	1												
ACIND	-0.051	0.511	0.114	1											
ACMEET	-0.026	0.556	0.101	0.277	1										
BODIND	0.006	0.092	-0.125	0.314	0.132	1									
BODSIZE	-0.021	0.452	0.192	0.229	0.234	-0.380	1								
DUALITY	-0.014	-	-0.030	-0.138	-	0.103	-0.240	1							
CFO	-0.489	0.235	0.513	0.160	0.157	0.026	0.299	0.096	1						
SIZE	-0.065	0.563	0.057	0.280	0.380	-0.023	0.611	-0.101	0.558	1					
CSALES	-0.006	-	-0.010	-0.019	-	0.019	-0.017	-0.047	-	-0.021	1				
GROWTH	-0.007	0.198	0.079	0.180	0.130	-0.040	-0.024	-0.230	0.044	0.139	0.045	1			
ROA	-0.002	0.190 ***	0.187 ***	0.162 ***	0.054	-0.047	0.094 *	0.047	0.025	0.023	0.126 ***	0.166 ***	1		
LOSS	-0.103	-	-0.185	-0.093*	-	0.053	-0.137	-0.032	-	-0.022	-0.130	-0.113	-0.631 ***	1	
BIG4	-0.08	0.439	0.253	0.334	0.345	0.038	0.447	-0.174	0.356	0.595	-0.032	0.084	0.020	-0.011	1

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Σημείωση: *, ** και *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο

Στον ακόλουθο πίνακα εμφανίζονται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της υπόθεσης H₄ με τον τρόπο που εκτιμήθηκαν οι υποθέσεις H₁ και H₃ μέσω της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (robust least squares). Παρατηρείται ότι η DQ σχετίζεται αρνητικά με την DACC για α=1%, όπως και στην υπόθεση H₁, κατά συνέπεια η υπόθεση ως προς το πρώτο της σκέλος γίνεται δεκτή. Επιπρόσθετα, από τον πίνακα 13 παρατηρείται για τη μεταβλητή DQ ότι ο συντελεστής αυτής στην υπόθεση H₄ είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο συντελεστή της υπόθεσης H₁. Για τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ACIND, ACMEET, BODIND, BODSIZE και DUALITY σημειώνεται ότι στατιστικά μη σημαντικοί και δεν επηρεάζουν το υπόδειγμα.

Πίνακας 13. Αποτελέσματα υποδείγματος H₄

Variables	DACC (Panel Least Squares)	DACC (Robust Least Squares)
DQ	-2.29503*	-0.17339***
AGCOST	0.00022	0.00256*
ACIND	-0.02039	0.00460
ACMEET	0.03390	0.00752
BODIND	0.10026	0.01749
BODSIZE	0.02051	0.00209
DUALITY	-0.02843	-0.00505
CFO	-0.00925	-0.00963***
SIZE	0.05559	0.01763***
CHINSALES	-0.04739	-0.03253*
GROWTH	0.00253	0.00077
ROA	-1.48547	-1.67057***
LOSS	-0.00665	-0.01045
BIG4	-0.04781	0.19924***
DQ*AGCOST	0.00027	-0.00388***
DQ*ACIND	0.37057	0.00614
DQ*ACMEET	-0.32933	0.02574
DQ*BODIND	0.45651	-0.10496
DQ*BODSIZE	-0.01728	-0.00028
DQ*DUALITY	0.65773***	-0.00553
DQ*CFO	0.00285	0.00544***
DQ*SIZE	0.43329***	0.05556***
DQ*CHINSALES	-0.37906	-0.01954***
DQ*GROWTH	-0.00142	-0.00147*
DQ*ROA	0.42072	0.26742***
DQ*LOSS	-0.96836***	-0.06872***
DQ*BIG4	-0.03380	-0.26693***
_cons	-0.31446	0.10845*
Year effect		Yes
F statistic		9.35
Prob > F		0
R ²		0.523
DW-test		1.512

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει ένα δείγμα 82 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2014-2018. Το δείγμα περιλαμβάνει 410 παρατηρήσεις. Η **DQ** είναι η ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης, η **AGCOST** το κόστος αντιπροσώπευσης, οι **ACIND**, **ACMEET**, **BODIND**, **BODSIZE** και **DUALITY** οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, η **CFO** οι λειτουργικές ταμειακές ροές, η **SIZE** το μέγεθος της επιχείρησης, η **CHINSALES** η μεταβολή του όγκου πωλήσεων, η **GROWTH** ο δείκτης μεγέθυνσης της επιχείρησης, η **ROA** η αποδοτικότητα του ενεργητικού, η **LOSS** οι ζημίες σε μία χρήση και η **BIG4** η διεξαγωγή ελέγχου από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές. Η **DQ*AGCOST**, **DQ*ACIND**, **DQ*ACMEET**, **DQ*BODIND**, **DQ*BODSIZE**, **DQ*DUALITY**, **DQ*CFO**, **DQ*SIZE**, **DQ*CHINSALES**, **DQ*GROWTH**, **DQ*ROA**, **DQ*LOSS** και **DQ*BIG4** είναι η αλληλεπίδραση της ποιότητας λογιστικής πληροφόρησης με τους ανωτέρω όρους. Τα σύμβολα *, ** και *** δηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδα 10%, 5% και 1% αντίστοιχα για δίπλευρο έλεγχο.

Η μεταβλητή του κόστους αντιπροσώπευσης AGENCOST σχετίζεται θετικά σε επίπεδο $\alpha=10\%$ με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα DACC, γεγονός το οποίο συνεπάγεται ότι το αυξημένο κόστος αντιπροσώπευσης επιφέρει χαμηλή ποιότητα κερδών (Graham et al., 2005). Η CFO σχετίζεται ισχυρά αρνητικά ($\alpha=1\%$) με την DACC, όπως και στην υπόθεση H₁, η μεταβλητή SIZE σχετίζεται θετικά σημαντικά για $\alpha=1\%$, φανερώνοντας την τάση των διαχειριστών / managers των μεγάλων επιχειρήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη εκμεταλλευόμενοι την πολυπλοκότητα των υφιστάμενων διαδικασιών και η μεταβλητή CHINSALES έχει αρνητικό πρόσημο σε σχέση με την DACC για $\alpha=10\%$, γεγονός το οποίο συνάδει με τα ευρήματα των Katmon και Farooque (2017) σύμφωνα με τους οποίους οι διαχειριστές / managers είναι διστακτικοί ως προς το να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών, όταν η μεταβολή στον όγκο πωλήσεων είναι μεγάλη. Η μεταβλητή ROA παρουσιάζει ισχυρή αρνητική συσχέτιση $\alpha=1\%$, δηλώνοντας ότι η υψηλή απόδοση των περιουσιακών στοιχείων λειτουργεί ως αντικίνητρο στην προσπάθεια χειραγώγησης των κερδών, καθώς υπογραμμίζει την έμφαση που δίνεται στη ορθολογική χρήση όλων των πόρων και στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας που κατ' επέκταση θα εξασφαλίσει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα, παρά τη στροφή της διοίκησης σε ενέργειες χειραγώγησης. Επιπρόσθετα, η μεταβλητή BIG4 είναι στατιστικά σημαντική για 1%, ωστόσο με θετικό πρόσημο, το οποίο σύμφωνα με τους Tsirouridou et al. (2012) αποτυπώνει την προσπάθεια αλλοίωσης των λογιστικών αποτελεσμάτων λόγω της μικρής δυναμικής της ελληνικής αγοράς.

Αναφορικά με τις μεταβλητές αλληλεπίδρασης DQ*ACIND, DQ*ACMEET, DQ*BODIND, DQ*BODSIZE και DQ*DUALITY αυτές είναι στατιστικά μη σημαντικές, δηλώνοντας ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης δεν επιδρούν στις εκτιμήσεις των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων, ενώ η αρνητική σχέση της DQ*AGCOST με την DACC υπονοεί ότι οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες πληροφορίες που εμφανίζουν υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης, δεν χρησιμοποιούν αυτή την ασυμμετρία πληροφόρησης με στόχο να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών, παρά αυτό το κόστος προκαλείται από διαφορετικές δυσλειτουργίες στις οργανωτικές διαδικασίες που πηγάζουν από το νομικό, πολιτισμικό και περιβαλλοντικό πλαίσιο (Fidrmuc και Jacob, 2010; Li et al., 2008) . Η DQ*CFO και η DQ*SIZE είναι σημαντικά θετικές με την DACC για $\alpha=1\%$ και οι DQ*GROWTH, DQ*LOSS, DQ*BIG4 είναι σημαντικά αρνητικές για $\alpha=10\%$ για τον πρώτο όρο αλληλεπίδρασης και $\alpha=1\%$ για τους υπόλοιπους δύο και ισχύουν για αυτές όσα αναφέρθηκαν στην υπόθεση H₁. Αναφορικά με τη μεταβλητή DQ*CHINSALES αυτή είναι στατιστικά σημαντική και σχετίζεται αρνητικά με την DACC για $\alpha=1\%$ τονίζοντας την άποψη των Katmon και Farooque

(2017) ότι σε εταιρείες με ποιοτικές δημοσιοποιήσεις λογιστικής πληροφόρησης μία μεταβολή στον όγκο πωλήσεων είναι πραγματική και δεν αποτελεί πλασματικό μέγεθος. Για τη μεταβλητή ROA η θετική σχέση με την DACC για $\alpha=1\%$ φανερώνει ότι οι εταιρείες με υψηλής ποιότητας δημοσιοποιημένες πληροφορίες και χαμηλή αποδοτικότητα, θα εμφανίζουν χαμηλά διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (Abbadì et al., 2016), ενώ ως προς τις χρονικές επιδράσεις αυτές εμφανίζονται τα έτη 2015, 2016 και 2017 ($\alpha=1\%$). Τέλος, η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου λαμβάνει τιμή 52,30%, όπως φαίνεται από την τιμή που λαμβάνει ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 , ενώ το wald test που δίνει μηδενική p-value εκφράζει την από κοινού στατιστική σημαντικότητα του υποδείγματος

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι συνολικά η ποιότητα λογιστικής αποκάλυψης σε συνδυασμό με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, τους όρους αλληλεπίδρασης και στο πλαίσιο της επίδρασης του κόστους αντιπροσώπευσης μετριάξει τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, καθώς εξετάζοντας τις υποθέσεις H_1 και H_4 εμφανίζονται για την δεύτερη υπόθεση περισσότεροι αρνητικοί όροι, ενώ παράλληλα οι κοινοί θετικοί όροι αλληλεπίδρασης φέρουν μικρότερο συντελεστή στην υπόθεση H_4 , συνεπώς και μικρότερη επίδραση στα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, συγκριτικά με την υπόθεση H_1 .

Κεφάλαιο 6

Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων προκύπτει πως η ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης έχει θετική συμβολή λειτουργώντας ως αντικίνητρο στο φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών για τους οργανισμούς που δραστηριοποιούνται στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον. Η ποιότητα της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης συνδέεται άμεσα με τις εταιρείες μεγάλου μεγέθους και τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης και δημιουργεί μέσω της διαδικασίας αλληλεπίδρασης μεταβολές στο μέγεθος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων.

Στην παρούσα έρευνα επιλέχθηκαν συνολικά 82 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για μία περίοδο που αφορά τα έτη 2014 ως 2018. Αναλυτικά, ως προς τη σχέση της δημοσιοποιημένης λογιστικής πληροφόρησης με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και τη χειραγώγηση των κερδών (H_1) αποδείχθηκε όπως αναμενόταν ότι είναι σημαντικά αρνητική. Επιπρόσθετα, ένας παράγοντας που επιδρά στον περιορισμό του φαινομένου της χειραγώγησης των κερδών είναι η ύπαρξη υψηλών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ως ένδειξη της ποιότητας των κερδών και της αποτελεσματικής διαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ και η τάση του μεγέθους αυτού παρέχει κομβικές πληροφορίες αναφορικά με τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Παράλληλα, μία μεγάλη μεταβολή στον όγκο πωλήσεων λειτουργεί ανασταλτικά σε ενδεχόμενη χειραγώγηση των κερδών, ενώ η χρηματοοικονομική μόχλευση που προκύπτει για τις εταιρείες του δείγματος αποτελεί ισχυρό κριτήριο για την ύπαρξη χειραγώγησης.

Αναφορικά με την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης σε σχέση με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης (H_2), αυτή αποδείχτηκε ότι είναι θετική για τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης που προωθούν τη λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου, όπως περιγράφονται από την ανεξαρτησία και τον αριθμό των συνεδριάσεων της επιτροπής ελέγχου και έπειτα σχετίζεται θετικά με το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, υπογραμμίζοντας τη θετική συμβολή του πλουραλισμού στην βελτίωση της ποιότητας δημοσιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων. Επιπρόσθετα, η επίδραση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων θεωρείται μηδαμινή στην ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης ως αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης συνολικά.

Ως προς την σχέση της ποιοτικής λογιστικής πληροφόρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης (H₃), το συμβατό με την οικονομική θεωρία πρόσημο θα έπρεπε να είναι αρνητικό, ωστόσο το εύρημα αυτό δεν επαληθεύτηκε από την εμπειρική μας ανάλυση, υποδηλώνοντας ότι η ποιοτική γνωστοποίηση των λογιστικών πληροφοριών που αφορά τις ελληνικές επιχειρήσεις βρίσκεται σε αρχικό στάδιο. Παράλληλα, αποδείχτηκε ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που περιορίζουν την εκδήλωση ασύμμετρης πληροφόρησης και ελαχιστοποιούν το πρόβλημα εντολέα και εντολοδόχου σχετίζονται με την ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου και του διοικητικού συμβουλίου, ενώ και οι υπόλοιποι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης εμφανίζουν το επιθυμητό πρόσημο, όταν λειτουργούν ως παράγοντας αλληλεπίδρασης με την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων. Ως προς τη σχέση της ποιοτικής λογιστικής πληροφόρησης, του κόστους αντιπροσώπευσης, των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης συνδυαστικά με τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (H₄) επισημαίνεται για τις ελληνικές επιχειρήσεις ότι το κόστος αντιπροσώπευσης που προκύπτει από τις συνθήκες ασύμμετρης πληροφόρησης συνεπάγεται και χαμηλή ποιότητα κερδών, ενώ παράλληλα επαναλαμβάνεται και η ενίσχυση του ρόλου της λογιστικής πληροφόρησης έναντι των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος, επισημαίνεται ότι ένα οργανωμένο πλάνο με τη βέλτιστη αξιοποίηση των οικονομικών πόρων σε όρους περιουσιακών στοιχείων θα λειτουργήσει ως αντικίνητρο στην προσπάθεια χειραγώγησης των κερδών.

Η εκτίμηση της επίδρασης της ποιοτικής λογιστικής πληροφόρησης και των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στη χειραγώγηση των κερδών έχει αποτελέσει συχνό αντικείμενο μελέτης, ωστόσο για την περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων έχει τη δυνατότητα περαιτέρω εμβάθυνσης. Μια πρόταση για τη συνέχεια της έρευνας αποτελεί η εξέταση της συμβολής της επιτροπής αμοιβών για τα επόμενα έτη, η οποία καθιερώθηκε με το νόμο 4548/2018 και της Οδηγίας 2017/828/ΕΕ, ως μηχανισμού εταιρικής διακυβέρνησης και η οποία δύναται να λειτουργήσει ισχυρά υποστηρικτικά στο έργο της επιτροπής ελέγχου για τη διαφάνεια των οικονομικών διαδικασιών. Επιπρόσθετα, μία επιλογή ποιοτικών χαρακτηριστικών για την εξέταση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η σκιαγράφηση του εκπαιδευτικού υπόβαθρου των μελών ενός διοικητικού συμβουλίου ή των επιτροπών ελέγχου, στην δημοσιοποίηση της λογιστικής πληροφόρησης και στην τάση της κερδοφορίας.

Βιβλιογραφία

- Abadi, A.C.K., Janani, M.H., (2013). “The role of disclosure quality in financial reporting”. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. vol.2, No. 3, 439-443
- Abbadi, S., Hijazi, Q.F., Al-Rahahleh, Ayat, S., (2016). Corporate Governance Quality and Earnings Management: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10, 2, 54-75
- Aksu, M., Kosedag, A. (2006). Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange, *Corporate Governance: An International Review*, 14, 4, 277-296.
- Akway, I.S., Ramadan, M.M., (2013). The Role of Audit Quality in Reducing Agency Costs and Cost of Equity Capital. An Empirical Study on Companies listed in the Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, Vol. 3, 2
- Allen, F., Bernardo, A.E., Welch, I., (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, vol15, 6, 2499-2536.
- Amiraslani, H., Iatridis, G.E., Pope, P.F., (2013). *Accounting for asset impairment: a test for IFRS compliance across Europe. A research report by the Centre for Financial Analysis and Reporting Research*, Cass Business School
- Arcot, S., Bruno, V., Faure-Grimaud, A., (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30, 2, 193–201.
- Armour, J., Hansmann, H., Kraakman. R., (2009). *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*. Discussion Paper No. 644, Harvard Law School
- Ashiq, A., Weining, Z., (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 59, 60-79.
- Attar, M. K. A. (2016). Corporate Governance and Financial Statement Disclosure Quality in Jordanian Commercial Banks. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, 192-205
- Bartov, E., Cohen, D. A., (2009). The “numbers game” in the pre-and post-Sarbanes–Oxley eras. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 24, 505–534

- Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, 2, 173-204
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., Zimmermann, H., (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? *International Review of Social Science*, Vol.57, 3, 327-356
- Beneish, M.,D. (2001). Earnings Management: A Perspective. Available at SSRN
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, 1, 99-126.
- Byard, D., Li, Y.,Weintrop, J. (2006). Corporate Governance and the Quality of Financial Analyst's Information. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 609-625
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., and Chang, E. P. C., (2007), "Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms", *Family Influences on Firms*, vol 60, 10, 1030–1038.
- Chen, T. (2010), Analysis on accrual-based models in detecting earnings management. *Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics*, Vol. 2, 5, 1-10
- Chen, X., Harford, J., Li, K., (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86, 2, 279-305.
- Chung, R., Firth, M., Kim, J. (2003). Auditor Conservatism and Reported Earnings. *Accounting Business Research*, 33, 19-32
- Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329–356
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M. (2012). The moderating effect of voluntary disclosure on the relation between earnings quality and information asymmetry: some Canadian evidence. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol 8, 2, 157-183
- Dalton, D.R., Daily C.M., Johnson, J.L., Ellstrand, A.E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*. Vol. 42, 6, 674-686
- DeAngelo H., DeAngelo L. Skinner D., (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 113-143.

- Dechow P., Dichev I., (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, supplement, 35-59.
- Dechow, P. M., Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, Vol. 14, 235-50.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, vol 70, 2, 193-225
- DeFond M.L, Jiambalvo J, (1994). Debt covenant violations and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176
- DeFond M.L., Subramanyam K. R., (1998). Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, 1, 35-67
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R., (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, Vol. 72, 1-33.
- Donaldson, L., Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, Vol. 16, 49-65.
- Doukas, J., Kim, C., Pantzalis, C., (2000). Security analysts, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal* 56, 6, 54–63
- Doyle, J.T, Weili G., McVay S. (2007), Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review*, Vol. 82, 5, 1141-1170
- Fama, E. F., Jensen, M. C., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 2, 301–325
- Fidrmuc, J., Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38, 321-33
- Fields, T., Lys, T., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 1–3, 255–307.
- Florou A., Galarniotis A. (2006), Benchmarking Greek corporate governance against different standards, *Corporate Governance and International Review*, Vol. 15, 5, 979-998
- Graham, J., Harvey, R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73.

- Healy, P., M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, 85-107.
- Healy, P., Wahlen, J. M., (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. *Accounting Horizons*, vol. 13, 4, 365-383.
- Htay, S. N. N., Said, R. M., Salman, S. A. (2013). Impact of Corporate Governance on Disclosure Quality: Empirical Evidence from Listed Banks in Malaysia. *Journal of Economics and Management*, Vol. 7, 242-279
- Iatridis, G. (2008). Accounting Disclosure and Firms' Financial Attributes; Evidence from the UK Stock Market. *International Review of Financial Analysis*, 17, 2, 219-241
- Iatridis, G., (2011). Accounting Disclosures, Accounting Quality and Conditional and Unconditional Conservatism. *International Review of Financial Analysis*, 20, 2, 88-102.
- Iatridis, G., (2012). Hedging and Earnings Management in the Light of IFRS Implementation: Evidence from the UK Stock Market. *British Accounting Review*, 44, 1, 21-35.
- Iatridis, G., Kadorinis, G., (2009). Earnings Management and Firm Financial Motives: A Financial Investigation of UK Listed Firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 4, 164-173.
- Jatiningrum, C., Abdul-Hamid, M.A., Popoola, O.M.J, (2016). The Impact of Disclosure Quality on Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from Companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 6, 4, 118-125.
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305-360.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, 2, 193-228.
- Kanakriyah, R., (2016). Voluntary Disclosure and Its Effect on the Quality of Accounting Information According to Users' Perspective in Jordan. *American Journal of Business, Economics and Management*. Vol. 4, 6, 134-146.

- Kaplan, R. (1985). Comments on Paul Healy: Evidence of the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*, vol 7,109-113
- Karamanou, I., Vafeas, N., (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43, 453 - 486
- KarbasiYazdi, H. (2007). Accounting theory. Tehran: Imam Khomeini Relief Foundation.
- Kasznik, R., (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, 1, 57-81
- Katmon, N., Al Farooque, O., (2017). Exploring the Impact of Internal Corporate Governance on the Relation Between Disclosure Quality and Earnings Management in the UK Listed Companies. *Journal of Business Ethics*, 142, 345-367.
- Kieso, D., E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D, (2002). *Intermediate Accounting*. Wiley, 10th edition
- Klapper, L.F., Love, I., (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10,703–728
- Kothari, S.P., Leone, A., Wasley, C.E., (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197
- Larcker, D.F., Richardson, S.A., (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 626–658.
- Li, Z. F. (2011). Endogeneity in corporate finance: A survey and experiment. SSRN_Electronic_Journal
- Lin, J., Li, J., & Yang, J. (2006). The effect of audit committee performance on earnings quality. *Managerial Auditing Journal*, 21, 9, 921–933.
- Liberty, S., Zimmerman, J., (1986). Labor union contract negotiations and accounting choices. *The Accounting Review*, vol. 61, 692–712.
- Lombardo, D., Pagano, M., (2002). Law and equity markets: A simple model. In J. McCahery, P. Moerland, T. Raaijmakers, and L. Renneboog (Eds.). *Corporate governance regimes: Convergence and diversity*. Oxford: Oxford University Press.
- Masulis, R. (1988): *Debt / Equity Choice*. Cambridge, Ballinger

- McKnight, P.J., Weir, C., (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 139 - 158.
- McNichols M., (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
- Miloudi, A., Mahjoub, I. (2015). Earnings Management: A Review Of Literature, Conference Paper
- Morck, R., Shleifer A., Vishny, R., (1988), "Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 293-315
- Namazi, M., Rezai, G., (2016). The Effects of Earnings Quality Criteria on the Agency Costs: (Evidence from Tehran Stock Exchange Market). *3rd International Conference on New Challenges in Management and Organization*, vol. 230
- Nguyen, H., Faff, R. (2007). Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence. *Corporate Governance and Ownership*, 4, 2, 24–32
- O'brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality and Quantity*, Vol. 41, 5, 673-690.
- OECD (1999). *OECD Principles on Corporate Governance*. OECD Publishing
- OECD (2011). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing
- Opler, T., Titman, S., (1993). The determinants of leveraged buyout activity: free cash flow vs financial distress costs. *Journal of Finance*, XLVIII, 1985–1999
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, V. L. (2000). *Business Analysis and Valuation*. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing
- Patel, S., Dallas, G. (2002). Transparency and Disclosure Overview of Methodology and Study Results—the United States. *Standard and Poors*.
- Rahman, M., Moniruzzaman, M., Sharif, J., (2013). Techniques, Motives and Controls of Earnings Management. *International Journal of Information Technology and Business Management*, vol. 11 (1)
- Ratnawati, V., Abdul-Hamid, M.A., Popoola, O.M.J, (2016). The Influence of Agency Conflict Types I and II on Earnings Management. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 6, 4 126-131

- Roodposhti, F. R., Chashmi, S. A., (2011). The impact of corporate governance mechanisms on earnings management. *African Journal of Business Management* Vol. 5, 11, 4143-4151
- Ronen, J., Yaari, V.L., (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice and Research*. Springer
- Rosenstein, S, Jeffrey G.W, (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 2, 175-191
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, 335-70.
- Setayesh, M. H., Kazemnezhad, M., (2010). Disclosure in accounting. *Accountant Quarterly*, 8, 227, 66-99
- Scott, W.R. (2012). *Financial accounting theory*, 6th edition. Toronto: Pearson Prentice Hall.
- Schipper, K., (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, vol 3, 4, 91-102.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., Buchholtz, A. K., (2001), Agency relationships in family firms, *Organization Science*, Vol. 12, 2, 99–116.
- Shah, S.Z.A, Butt, S.A., Hasan, A. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: an Empirical Evidence Form Pakistani Listed Companies. *European Journal of Scientific Research.*, Vol 26, 4, 624-638
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783
- Soheilyfar, F., Tamimi, M., Ahmadi, M. R. (2014). Disclosure Quality and Corporate Governance: Evidence from Iran. *Asian Journal and Finance and Accounting*, Vol. 6, 2, 75-86
- Spanos, L. (2005). Corporate Governance in Greece: developments and policy implication, *The International Journal of Finance*, Vol. 5, 1, 15-30.
- Stiglitz, J.E, Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71, 3, 393-410
- Stolowy, H., Breton, G. (2004). Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 3, 1, 5-92

- Susanto, A, Meiryani, M., (2019). Full Disclosure in Financial Reporting. *International Journal Of Scientific and Technology Research*, Vol. 8, 6
- Teoh, S., W., I., Wong, T. (1998). Earnings management and the post-issue underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, 63-100.
- Tendeloo, B., Vanstraelen, A., (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, 14, 1, 155 - 180.
- Tsipouridou, M. and 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*, Vol. 21, 1, 62-78.
- Velury, U. (2003). The association between auditor industry specialization and earnings management. *Research in Accounting Regulation*, 16, 171–184.
- Velury, U., Jenkins, D. (2006), Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, Vol. 59, 9, 1043-1051.
- Wahab, E.A.A., How, J.C.Y., Verhoeven, P. (2007), Institutional investors, corporate governance and firm performance in Malaysia. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 35, 105-28
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L., (1986). *Positive accounting theory*. Prentice Hall.
- Wu, R., S., (2014). Predicting earnings management: A nonlinear approach. *International Review of Economics and Finance*, vol. 30, 1-25.
- Xanthakis, M., Tsipouri, L., Spanos L. (2004). *The construction of a corporate governance rating system for a small open capital market: Methodology and applications in the Greek market*, University of Athens, Dept. of Economics
- Άρθρο 152 - Νόμος 4635/2019 - Τροποποίηση του ν. 4548/2018 Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών (Νέος νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών)
- Βασιλείου, Δ., Ηρειώτης, Ν., (2013). *Αρχές Χρηματοοικονομικής Λογιστικής*. Αθήνα: Εκδόσεις Rosili

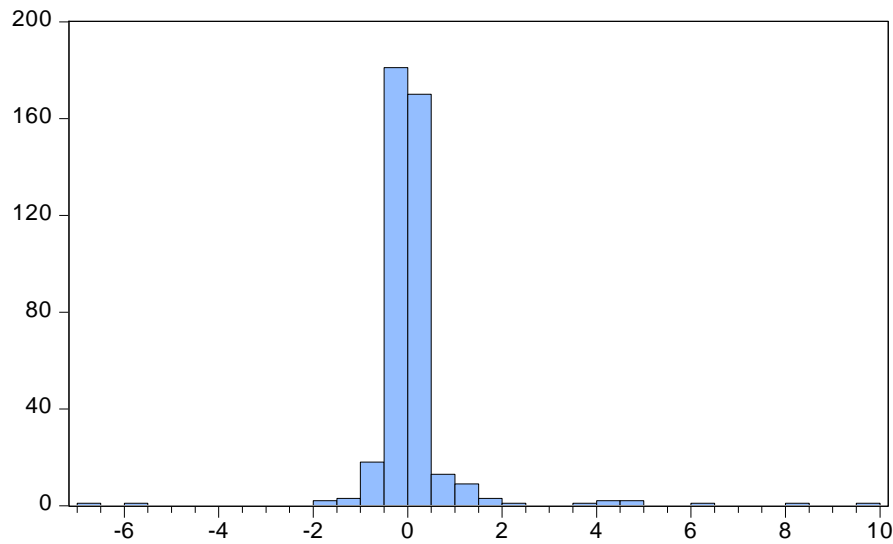
- Νόμος 3016/2002 «Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» - ΦΕΚ 110/Α/17-5-2002
- Νόμος 4548/2018 Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών (Νέος νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών)
- Ξανθάκης, Μ. Τσιπούρη, Λ., Σπανός, Λ., (2003). *Εταιρική Διακυβέρνηση. Έννοια και μέθοδοι αξιολόγησης*. Εκδόσεις Παπαζήση
- Οδηγία 2013/34/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Ιούνιος 2013.
- Σπανός Λ. (2003), “Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Σύγχρονη Επιχείρηση”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

Παράρτημα

H₁

Dependent Variable: DACC				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/06/20 Time: 01:32				
Sample: 2014 2018				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 82				
Total panel (balanced) observations: 410				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.155182	0.409418	-0.379032	0.7049
DQ	-1.708536	0.520374	-3.283286	0.0011
CFO	-0.010125	0.012006	-0.843273	0.3996
SIZE	0.036474	0.096285	0.378808	0.7050
LEV	0.069306	0.305863	0.226592	0.8209
CHINSALES	0.001360	0.352613	0.003858	0.9969
GROWTH	0.002935	0.006797	0.431892	0.6661
LOSS	0.110110	0.182622	0.602938	0.5469
BIG4	0.064088	0.637670	0.100504	0.9200
DQ_CFO	0.004436	0.012011	0.369337	0.7121
DQ_SIZE	0.391676	0.109399	3.580262	0.0004
DQ_LEV	0.227654	0.381405	0.596881	0.5509
DQ_CHINSALES	-0.424589	0.450934	-0.941576	0.3470
DQ_GROWTH	-0.004431	0.007374	-0.600917	0.5482
DQ_LOSS	-1.077829	0.235349	-4.579703	0.0000
DQ_BIG4	-0.212057	0.652875	-0.324805	0.7455
@YEAR=2015	0.026267	0.149245	0.175997	0.8604
@YEAR=2016	-0.135316	0.149723	-0.903774	0.3667
@YEAR=2017	-0.117480	0.151160	-0.777190	0.4375
@YEAR=2018	-0.009144	0.153070	-0.059734	0.9524
R-squared	0.401874	Mean dependent var		-9.94E-17
Adjusted R-squared	0.372734	S.D. dependent var		1.196960
S.E. of regression	0.947994	Akaike info criterion		2.778614
Sum squared resid	350.4902	Schwarz criterion		2.974524
Log likelihood	-549.6158	Hannan-Quinn criter.		2.856121
F-statistic	13.79137	Durbin-Watson stat		1.568738
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: DACC				
Method: Robust Least Squares				
Date: 03/06/20 Time: 01:34				
Sample: 2014 2018				
Included observations: 410				
Method: M-estimation				
M settings: weight=Bisquare, tuning=4.685, scale=MAD (median centered)				
Huber Type I Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.036688	0.037516	0.977936	0.3281
DQ	-0.307661	0.047683	-6.452151	0.0000
CFO	-0.006729	0.001100	-6.115938	0.0000
SIZE	0.003237	0.008823	0.366839	0.7137
LEV	0.106637	0.028027	3.804785	0.0001
CHINSALES	-0.088001	0.032311	-2.723555	0.0065
GROWTH	0.002206	0.000623	3.542428	0.0004
LOSS	0.086531	0.016734	5.170896	0.0000
BIG4	0.122842	0.058432	2.102313	0.0355
DQ_CFO	0.002047	0.001101	1.859833	0.0629
DQ_SIZE	0.082344	0.010025	8.214258	0.0000
DQ_LEV	-0.011937	0.034949	-0.341564	0.7327
DQ_CHINSALES	0.030766	0.041320	0.744565	0.4565
DQ_GROWTH	-0.001737	0.000676	-2.570924	0.0101
DQ_LOSS	-0.091731	0.021566	-4.253547	0.0000
DQ_BIG4	-0.191228	0.059825	-3.196465	0.0014
@YEAR=2015	-0.022593	0.013676	-1.652045	0.0985
@YEAR=2016	-0.277588	0.013720	-20.23300	0.0000
@YEAR=2017	-0.297349	0.013851	-21.46728	0.0000
@YEAR=2018	0.007713	0.014026	0.549883	0.5824
Robust Statistics				
R-squared	0.449989	Adjusted R-squared	0.423194	
Rw-squared	0.944702	Adjust Rw-squared	0.944702	
Akaike info criterion	863.6027	Schwarz criterion	959.0744	
Deviance	5.687113	Scale	0.082344	
Rn-squared statistic	27261.99	Prob(Rn-squared stat.)	0.000000	
Non-robust Statistics				
Mean dependent var	-1.02E-16	S.D. dependent var	1.196960	
S.E. of regression	1.059275	Sum squared resid	437.6049	

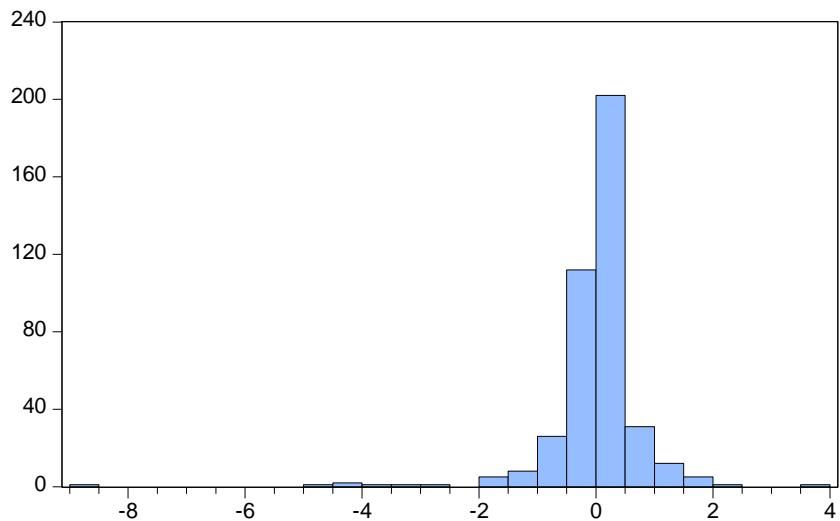


Series: Residuals	
Sample 2014 2018	
Observations 410	
Mean	0.098650
Median	-0.000692
Maximum	9.814116
Minimum	-6.704588
Std. Dev.	1.029652
Skewness	3.629722
Kurtosis	44.52571
Jarque-Bera	30358.52
Probability	0.000000

H₂

Dependent Variable: DQ				
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing) Date:				
06/12/20 Time: 23:19				
Sample: 2014 2018				
Included observations: 410 Convergence				
achieved after 7 iterations				
Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-15.23123	2.454425	-6.205623	0.0000
DACC	-18.57093	6.102066	-3.043385	0.0023
ACIND	2.165881	0.498156	4.347800	0.0000
ACMEET	4.003668	0.658034	6.084287	0.0000
BODIND	2.202896	1.964058	1.121605	0.2620
BODSIZE	0.669273	0.164984	4.056599	0.0000
DUALITY	-0.112665	0.468489	-0.240485	0.8100
SIZE	1.362459	0.275061	4.953292	0.0000
GROWTH	0.007691	0.013875	0.554290	0.5794
D_E	0.034055	0.023381	1.456531	0.1452
BIG4	-0.959974	0.764343	-1.255946	0.2091
DACC_ACIND	-0.606123	1.857027	-0.326395	0.7441
DACC_ACMEET	4.169958	2.913934	1.431041	0.1524
DACC_BODIND	6.425029	7.280526	0.882495	0.3775
DACC_BODSIZE	-0.398775	0.383033	-1.041097	0.2978
DACC_DUALITY	-1.426148	1.272171	-1.121035	0.2623
DACC_SIZE	1.882348	0.717718	2.622686	0.0087
DACC_GROWTH	-0.007235	0.030430	-0.237762	0.8121
DACC_D_E	-0.045467	0.095806	-0.474580	0.6351
DACC_BIG4	0.052689	1.654106	0.031854	0.9746
@YEAR=2015	-0.061737	0.618506	-0.099816	0.9205
@YEAR=2016	-2.108843	0.785990	-2.683040	0.0073
@YEAR=2017	-2.445903	0.836402	-2.924316	0.0035

@YEAR=2018	0.580169	0.633325	0.916068	0.3596
McFadden R-squared	0.660431	Mean dependent var	0.614634	
S.D. dependent var	0.487276	S.E. of regression	0.273315	
Akaike info criterion	0.569807	Sum squared resid	28.83453	
Schwarz criterion	0.804899	Log likelihood	-92.81042	
Hannan-Quinn criter.	0.662816	Deviance	185.6208	
Restr. deviance	546.6366	Restr. log likelihood	-273.3183	
LR statistic	361.0157	Avg. log likelihood	-0.226367	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	158	Total obs	410	
Dep=1	252			



Series: Standardized Residuals
Sample 2014 2018
Observations 410

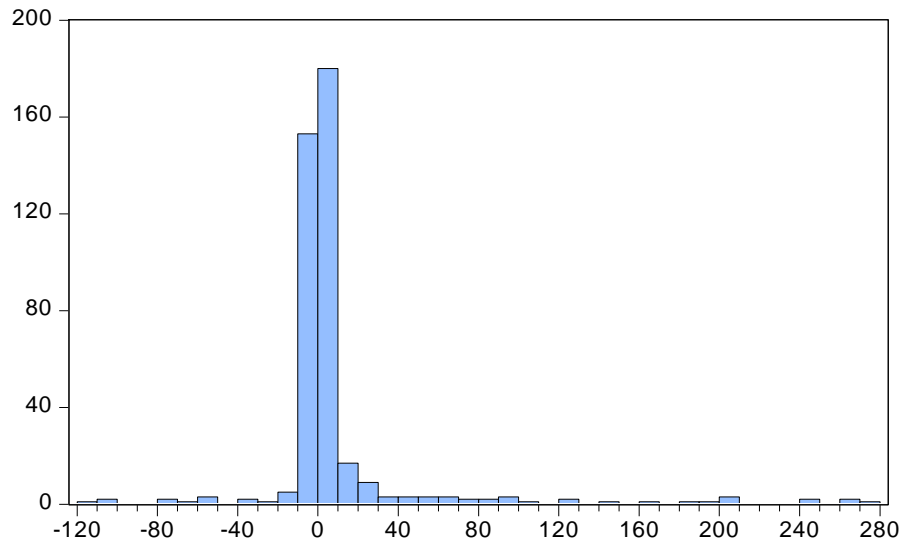
Mean -0.025528
Median 0.020514
Maximum 3.782150
Minimum -8.681535
Std. Dev. 0.840406
Skewness -3.877345
Kurtosis 37.17581

Jarque-Bera 20980.40
Probability 0.000000

H₃

Dependent Variable: AGCOST				
Method: Panel Least Squares				
Date: 18/06/2020 Time: 02:04				
Sample: 2014 2018				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 82				
Total panel (balanced) observations: 410				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.523610	38.32422	0.013663	0.9891
DQ	80.29023	43.94648	1.827000	0.0685
ACIND	-0.631661	7.986261	-0.079093	0.9370
ACMEET	0.372367	6.285214	0.059245	0.9528
BODIND	-5.498935	40.50716	-0.135752	0.8921
BODSIZE	-0.131789	3.020794	-0.043627	0.9652
DUALITY	0.260714	6.745501	0.038650	0.9692
CFO	0.430702	0.459451	0.937425	0.3491
SIZE	0.223356	3.516314	0.063520	0.9494
LEV	-2.125155	10.69340	-0.198735	0.8426
GROWTH	-0.011025	0.270869	-0.040701	0.9676
BIG4	-2.723182	27.14818	-0.100308	0.9202
DQ_ACIND	0.125664	10.44224	0.012034	0.9904
DQ_ACMEET	9.606775	13.49000	0.712141	0.4768
DQ_BODIND	-67.57754	44.87979	-1.505745	0.1330
DQ_BODSIZE	-3.114008	3.313722	-0.939731	0.3479
DQ_DUALITY	-15.63007	8.979453	-1.740648	0.0825
DQ_CFO	-0.289290	0.459647	-0.629375	0.5295
DQ_SIZE	-0.922134	4.208263	-0.219125	0.8267
DQ_LEV	-26.71961	13.93570	-1.917351	0.0559
DQ_GROWTH	-0.094409	0.297148	-0.317718	0.7509
DQ_BIG4	13.77020	27.71142	0.496914	0.6195
@YEAR=2015	3.277672	5.627200	0.582469	0.5606
@YEAR=2016	1.502676	5.618039	0.267473	0.7892
@YEAR=2017	3.445091	5.663746	0.608271	0.5434
@YEAR=2018	5.771629	5.727208	1.007756	0.3142
R-squared	0.336820	Mean dependent var		9.743334
Adjusted R-squared	0.293644	S.D. dependent var		42.67934
S.E. of regression	35.86985	Akaike info criterion		10.05899
Sum squared resid	494072.2	Schwarz criterion		10.31367
Log likelihood	-2036.092	Hannan-Quinn criter.		10.15975
F-statistic	7.801116	Durbin-Watson stat		1.526767
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: AGCOST				
Method: Robust Least Squares				
Date: 18/6/2020 Time: 02:05				
Sample: 2014 2018				
Included observations: 410				
Method: M-estimation				
M settings: weight=Bisquare, tuning=4.685, scale=MAD (median centered)				
Huber Type I Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.442464	0.277935	1.591966	0.1114
DQ	6.612183	0.318709	20.74676	0.0000
ACIND	-0.459110	0.057918	-7.926894	0.0000
ACMEET	0.159964	0.045582	3.509390	0.0004
BODIND	-0.808277	0.293767	-2.751428	0.0059
BODSIZE	0.071362	0.021907	3.257451	0.0011
DUALITY	0.500046	0.048920	10.22175	0.0000
CFO	0.001962	0.003332	0.588790	0.5560
SIZE	-0.044369	0.025501	-1.739873	0.0819
LEV	-0.349372	0.077551	-4.505069	0.0000
GROWTH	-0.009935	0.001964	-5.057750	0.0000
BIG4	1.312027	0.196884	6.663948	0.0000
DQ_ACIND	0.463880	0.075729	6.125502	0.0000
DQ_ACMEET	-6.956847	0.097832	-71.10991	0.0000
DQ_BODIND	0.648523	0.325478	1.992526	0.0463
DQ_BODSIZE	-0.074749	0.024032	-3.110416	0.0019
DQ_DUALITY	-0.505520	0.065121	-7.762798	0.0000
DQ_CFO	-0.001984	0.003333	-0.595281	0.5517
DQ_SIZE	0.045978	0.030519	1.506539	0.1319
DQ_LEV	0.294169	0.101065	2.910706	0.0036
DQ_GROWTH	0.008256	0.002155	3.831045	0.0001
DQ_BIG4	-1.331152	0.200969	-6.623663	0.0000
@YEAR=2015	-0.070513	0.040810	-1.727862	0.0840
@YEAR=2016	-0.055161	0.040743	-1.353871	0.1758
@YEAR=2017	-0.053611	0.041075	-1.305216	0.1918
@YEAR=2018	-0.012959	0.041535	-0.312005	0.7550
Robust Statistics				
R-squared	0.579927	Adjusted R-squared	0.552578	
Rw-squared	0.908467	Adjust Rw-squared	0.908467	
Akaike info criterion	1268.657	Schwarz criterion	1406.193	
Deviance	99.41675	Scale	0.282042	
Rn-squared statistic	8224.141	Prob(Rn-squared stat.)	0.000000	
Non-robust Statistics				
Mean dependent var	9.743334	S.D. dependent var	42.67934	
S.E. of regression	45.13715	Sum squared resid	782347.2	



Series: Residuals	
Sample 2014 2018	
Observations 410	
Mean	9.476658
Median	0.023244
Maximum	277.0836
Minimum	-115.3077
Std. Dev.	42.69429
Skewness	3.752697
Kurtosis	21.16344
Jarque-Bera	6598.294
Probability	0.000000

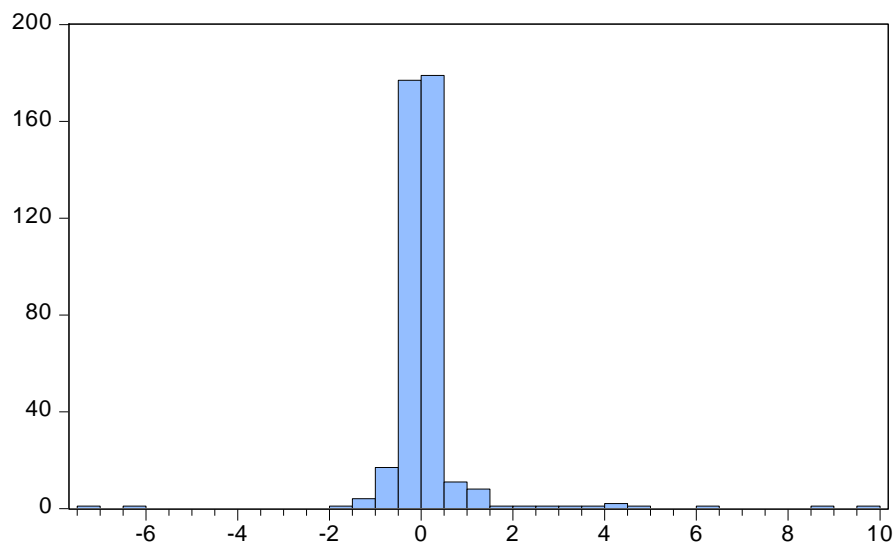
H₄

Dependent Variable: DACC				
Method: Panel Least Squares				
Date: 18/06/20 Time: 02:21				
Sample: 2014 2018				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 82				
Total panel (balanced) observations: 410				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.314461	1.018521	-0.308743	0.7577
DQ	-2.295031	1.180791	-1.943639	0.0527
AGCOST	0.000220	0.024593	0.008933	0.9929
ACIND	-0.020388	0.211066	-0.096595	0.9231
ACMEET	0.033895	0.169523	0.199946	0.8416
BODIND	0.100255	1.065274	0.094112	0.9251
BODSIZE	0.020509	0.081290	0.252297	0.8009
DUALITY	-0.028428	0.179998	-0.157934	0.8746
CFO	-0.009254	0.017331	-0.533951	0.5937
SIZE	0.055588	0.089145	0.623572	0.5333
CHINSALES	-0.047385	0.352917	-0.134267	0.8933
GROWTH	0.002531	0.007207	0.351212	0.7256
ROA	-1.485467	1.609018	-0.923214	0.3565
LOSS	-0.006652	0.222762	-0.029862	0.9762
BIG4	-0.047814	0.719236	-0.066479	0.9470
DQ_AGCOST	0.000270	0.024635	0.010959	0.9913
DQ_ACIND	0.370573	0.272436	1.360224	0.1746
DQ_ACMEET	-0.329334	0.374261	-0.879958	0.3794
DQ_BODIND	0.456512	1.182403	0.386088	0.6996
DQ_BODSIZE	-0.017281	0.088999	-0.194168	0.8461
DQ_DUALITY	0.657727	0.236967	2.775602	0.0058
DQ_CFO	0.002850	0.017336	0.164425	0.8695
DQ_SIZE	0.433285	0.108430	3.995979	0.0001

DQ_CHINSALES	-0.379064	0.451511	-0.839545	0.4017
DQ_GROWTH	-0.001424	0.007889	-0.180445	0.8569
DQ_ROA	0.420722	1.980444	0.212438	0.8319
DQ_LOSS	-0.968359	0.281987	-3.434058	0.0007
DQ_BIG4	-0.033802	0.733498	-0.046083	0.9633
@YEAR=2015	0.029301	0.147969	0.198022	0.8431
@YEAR=2016	-0.130362	0.148168	-0.879824	0.3795
@YEAR=2017	-0.113676	0.150213	-0.756768	0.4497
@YEAR=2018	0.004712	0.150414	0.031325	0.9750
R-squared	0.433995	Mean dependent var		-9.94E-17
Adjusted R-squared	0.387576	S.D. dependent var		1.196960
S.E. of regression	0.936712	Akaike info criterion		2.781952
Sum squared resid	331.6680	Schwarz criterion		3.095408
Log likelihood	-538.3001	Hannan-Quinn criter.		2.905963
F-statistic	9.349614	Durbin-Watson stat		1.511634
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: DACC				
Method: Robust Least Squares				
Date: 18/06/20 Time: 02:22				
Sample: 2014 2018				
Included observations: 410				
Method: M-estimation				
M settings: weight=Bisquare, tuning=4.685, scale=MAD (median centered)				
Huber Type I Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.108452	0.055871	1.941126	0.0522
DQ	-0.173389	0.064772	-2.676910	0.0074
AGCOST	0.002560	0.001349	1.897386	0.0578
ACIND	0.004600	0.011578	0.397282	0.6912
ACMEET	0.007522	0.009299	0.808899	0.4186
BODIND	0.017489	0.058436	0.299289	0.7647
BODSIZE	0.002088	0.004459	0.468173	0.6397
DUALITY	-0.005048	0.009874	-0.511268	0.6092
CFO	-0.009625	0.000951	-10.12411	0.0000
SIZE	0.017628	0.004890	3.604819	0.0003
CHINSALES	-0.032534	0.019359	-1.680551	0.0929
GROWTH	0.000765	0.000395	1.935656	0.0529
ROA	-1.670568	0.088263	-18.92725	0.0000
LOSS	-0.010452	0.012220	-0.855370	0.3923
BIG4	0.199237	0.039454	5.049899	0.0000
DQ_AGCOST	-0.003878	0.001351	-2.870039	0.0041
DQ_ACIND	0.006141	0.014944	0.410899	0.6811
DQ_ACMEET	0.025736	0.020530	1.253564	0.2100
DQ_BODIND	-0.104963	0.064861	-1.618288	0.1056
DQ_BODSIZE	-0.000279	0.004882	-0.057244	0.9544
DQ_DUALITY	-0.005530	0.012999	-0.425455	0.6705
DQ_CFO	0.005444	0.000951	5.724880	0.0000
DQ_SIZE	0.055564	0.005948	9.341680	0.0000
DQ_CHINSALES	-0.019540	0.024768	-0.788939	0.4301

DQ_GROWTH	-0.001469	0.000433	-3.393961	0.0007
DQ_ROA	0.267421	0.108637	2.461599	0.0138
DQ_LOSS	-0.068722	0.015468	-4.442742	0.0000
DQ_BIG4	-0.266931	0.040236	-6.634144	0.0000
@YEAR=2015	-0.031968	0.008117	-3.938507	0.0001
@YEAR=2016	-0.286550	0.008128	-35.25589	0.0000
@YEAR=2017	-0.294773	0.008240	-35.77386	0.0000
@YEAR=2018	0.010137	0.008251	1.228528	0.2192
Robust Statistics				
R-squared	0.522931	Adjusted R-squared	0.483807	
Rw-squared	0.991313	Adjust Rw-squared	0.991313	
Akaike info criterion	1006.339	Schwarz criterion	1158.557	
Deviance	1.928938	Scale	0.044685	
Rn-squared statistic	70489.00	Prob(Rn-squared stat.)	0.000000	
Non-robust Statistics				
Mean dependent var	-1.02E-16	S.D. dependent var	1.196960	
S.E. of regression	1.080061	Sum squared resid	440.9488	



Series: Residuals	
Sample 2014 2018	
Observations 410	
Mean	0.097926
Median	0.001589
Maximum	9.738399
Minimum	-7.293896
Std. Dev.	1.033683
Skewness	3.165348
Kurtosis	45.98308
Jarque-Bera	32246.88
Probability	0.000000

Ερωτήσεις του δείκτη S&P/T&D για τον υπολογισμό της DQ

Q1	# and identity of shareholders holding more than 5%?
Q2	Details % of all shareholders?
Q3	How or who nominates directors to board?
Q4	Name of its auditing firm?
Q5	Accounts according to internationally recognized acct standard
Q6	List of board members (names)?
Q7	Existence of Corp Gov Charter or Code of Best Practice?
Q8	Convergence in Corp Gov?
Q9	Financial information on a quarterly basis?
Q10	Names on audit committee?
Q11	Precise number of audit committee meetings?
Q12	Existence of a remuneration/compensation committee?
Q13	Names on remuneration/compensation committee?
Q14	Discussion of corporate strategy?
Q15	Classification of directors as an executive or an outside director?
Q16	Specifics of directors' salaries?
Q17	Details of the CEO's contracted?
Q18	Detailed earnings forecast?
Q19	English Annual report on the web site?
Q20	Reproduction of the auditors' report?