ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΠΛΗΡΟΥΣ ΚΑΙ ΜΕΡΙΚΗΣ ΦΟΙΤΗΣΗΣ: Ευελπίδων 47, 113 62 Αθήνα. Τηλ.: 210 8203633 / Fax: 210 8203634
FULL AND PART TIME: 47, Evelpidon Street, Athens 113 62 Greece. Tel.: (+30) 210 8203633/ Fax: (+30) 2108203634
E-mail: master.accfin@aueb.gr / www.aueb.gr

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ BLOCKHOLDERS ΣΤΗ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2013

ΛΥΜΕΡΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος 2014

Εγκρίνουμε την εργασία του

Λυμέρη Αθανασίου του Ιωάννη

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]	**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
Αναγνωστοπούλου Σεράϊνα……………	**........................**
[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]	**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
Τζόβας Χρήστος…………………	**.......................**
[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]	**[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**
Δεμοιράκος Ευθύμιος………………	**.......................**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

Λυμέρης Αθανάσιος του Ιωάννη ………………………

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελ.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ 9

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.. 13

2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.. 16

2.1 Οικονομικές καταστάσεις:.. 16

2.2 Ποιότητα κερδών... 17

2.3 Χειραγώγηση κερδών.. 20

2.4 Κίνητρα για τη χειραγώγηση κερδών... 20

2.4.1 Κίνητρα που αφορούν τα προγράμματα αμοιβών της διοίκησης.......................... 21

2.4.2 Κίνητρα που αφορούν στα συμβόλαια χρέους 22

2.4.3 Κίνητρα που αφορούν το κανονιστικό πλαίσιο.. 22

2.4.4 Κίνητρα που αφορούν την κεφαλαιαγορά.. 23

2.5 Μέθοδοι χειραγώγησης κερδών 23

2.5.1 Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων 24

2.5.2 Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης 24

2.5.3 Χειραγώγηση μέσω των λογιστικών δεδουλευμένων 25

2.6 Επίδραση της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης στη χειραγώγηση κερδών....... 26

2.6.1 Προγενέστερες έρευνες στην επίδραση της δομής εταιρικής διακυβέρνησης στην χειραγώγηση των κερδών 29

3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ 33

3.1 Ανάπτυξη υποθέσεων.. 33

3.2 Περιγραφή δείγματος και τρόπος επιλογής δεδομένων 34

3.3 Μεθοδολογία εμπειρικής προσέγγισης και περιγραφή δεδομένων 36

3.4 Παρουσίαση ευρημάτων.. 42

3.4.1 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας scaled discretionary accruals ανά κατηγορία συμμετοχής 43

3.4.2 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας absolute scaled discretionary accruals ανά κατηγορία συμμετοχής 46

3.4.3 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μεταβλητών παλινδρόμησης για τον έλεγχο των υποθέσεων 48

3.4.4 Έλεγχος υπόθεσης Ha: Η ύπαρξη blockholders οξύνει την τάση των διοικούντων να κάνουν χειραγώγηση κερδών... 50

3.4.5 Έλεγχος υπόθεσης Hb: Το ποσοστό συμμετοχής που κατέχεται από όλους τους blockholders μαζί είναι θετικά συνδεδεμένο με την χειραγώγηση κερδών 53

3.4.6 Επιπλέον έλεγχος για τις υποθέσεις Ha και Hb 55
4 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 59
5 ΕΠΙΛΟΓΟΣ 61
6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ 65
7 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 71

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με την μελέτη της ποιότητας των κερδών, συγκεκριμένα ερευνώντας την ύπαρξη του φαινομένου της χειραγώγησης κερδών (earnings management) που δημοσιεύονται από τις Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις σε σχέση με την ύπαρξη blockholders, δηλαδή μετόχων με ποσοστά ιδιοκτησίας τουλάχιστον 5 τοις εκατό (Zhong et al., 2007) καθώς και τον βαθμό στον οποίο συγκεντρώνεται η θεσμική ιδιοκτησία. Εξετάζεται δηλαδή, εάν τα επίπεδα συγκέντρωσης που παρουσιάζει η θεσμική ιδιοκτησία επηρεάζουν τη διοίκηση σχετικά με την ευελιξία που η δεύτερη έχει στον επηρεασμό του λογιστικού αποτελέσματος. Σκοπός της εργασίας είναι να διερευνηθεί εάν η συγκέντρωση στο ιδιοκτησιακό καθεστώς συνεισφέρει αποτρεπτικά στη χειραγώγηση των κερδών ώστε να δημοσιεύονται πιο ποιοτικά και λιγότερο διαβρωμένα λογιστικά κέρδη επιτυγχάνοντας την καλύτερη και πληρέστερη πληροφόρηση των επενδυτών και των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών.

Η εμπειρική μελέτη έγινε με δείγμα από 197 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και για περίοδο εννέα χρόνων, από το 2005 έως και το 2013. Για την διερεύνηση της σχέσης που αναφέρθηκε προηγουμένως χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο Modified Jones όπως παρουσιάστηκε από τους Dechow et al., (1995) ώστε να εκτιμηθούν τα λογιστικά δεδουλευμένα τα οποία είναι στη διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης (discretionary accruals). Συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκε το Performance-Adjusted Modified Jones model στη λογική που αναπτύχθηκε από τους Kothari et al., (2005) ώστε να αποφευχθεί τυχόν επίδραση προερχόμενη από αδύναμη αποδοτικότητα στον υπολογισμό των discretionary accruals δεδομένου οτι η περίοδος εξέτασης του δείγματος περιλαμβάνει έτη τα οποία επηρρεάζονται από την οικονομικής κρίσης. Στη συνέχεια μέσω μοντέλου παλινδρόμησης ελέγθηκε η σχέση των discretionary accruals με την ύπαρξη και ακολούθως τη συγκέντρωση της θεσμικής ιδιοκτησίας για να βρεθεί το κατά πόσο οι θεσμικοί ιδιοκτήτες επηρεάζουν τη χειραγώγηση των κερδών.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, οι θεσμικοί ιδιοκτήτες μπορούν να επηρεάζουν τη χειραγώγηση των κερδών με δύο τρόπους. Η μία άποψη (Zhong et al., 2007) είναι οτι οι blockholders αποτελούν ένα σημαντικό μέσο ελέγχου και

επηρεάζουν προς τα κάτω τη χειραγώγηση κερδών, κάτι που σύμφωνα με τους Zhong et al., (2007) αποτελεί την οπτική της «ανακούφισης» (alleviating view). Σύμφωνα με αυτή την οπτική, οι blockholders έχουν κίνητρο μέσω αυξημένου ελέγχου προς τους διοικούντες να μειώνουν τη χειραγώγηση κερδών περιορίζοντας την δυνατότητα των δεύτερων να επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και μετριάζοντας τα κίνητρα τους να πραγματοποιούν χειραγώγηση κερδών.

Στον αντίποδα, η δεύτερη άποψη η οποία αναφέρεται στη βιβλιογραφία (Zhong et al., 2007) ως οπτική της επιδείνωσης (exacerbating view) υποστηρίζει οτι η ύπαρξη blockholders δημιουργεί επιπλέον πίεση προς τις διοικήσεις για να δημοσιεύσουν μεγαλύτερα κέρδη, κάτι που τους οδηγεί σε προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών (McEachern, 1975; Schleifer και Vishny, 1986; Holderness και Sheehan, 1988; Barklay και Holderness, 1991).

Οι δύο αυτές απόψεις δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες, ωστόσο η επίδραση των blockholders εξαρτάται από το ποιος από τους δύο παράγοντες που αναφέρθηκαν προηγουμένος θα υπερνικήσει την επίδραση του άλλου, κάτι που σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται από τη σχέση κόστους-οφέλους της χειραγώγησης των κερδών για τους blockholders (Zhong et al., 2007). Σύμφωνα με τους Fields et al.,(2001) η χειραγώγηση των κερδών δύναται να οφελήσει τους υπάρχοντες μετόχους μέσω της μεταφοράς του πλούτου από τους πιστωτές, τους προμηθευτές, τους πιθανούς επενδυτές ή ακόμα και του κράτους, σε αυτούς. Επίσης η επιλογές των διοικήσεων που χειραγωγούν τα κέρδη μπορούν να αποκρύψουν πληροφορίες από τους άμεσους ανταγωνιστές αλλά ταυτόχρονα μπορεί να δημιουργήσει τη δυνατότητα στις διοικήσεις να λειτουργήσουν σε βάρος των μετόχων (Healy, 1985; DeFond και Park, 1997). Τέλος σύμφωνα με τους Dechow et al., (1996) οι blockholders θα έπρεπε να έχουν ισχυρά κίνητρα να αποφύγουν τη χειραγώγηση κερδών και συνεπώς η ύπαρξή τους επηρεάζει την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών που παραβιάζει τα διεθνώς αποδεκτά λογιστικά πρότυπα. Οι Zhong et al. (2007) καταλήγουν πως η ύπαρξη blockholders αυξάνει την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας βρέθηκαν να μην επιβεβαιώνουν την υπόθεση των Dechow et al., (1996) πως οι blockholders αποτελούν μέσο πίεσης προς την αύξηση της ποιότητας των κερδών μέσω του αποτελεσματικότερου ελέγχου αλλά αντιθέτως επιβεβαιώνουν τους McEachern (1975), Shleifer and Vishny (1996), Holderness and

Sheehan (1988) και Barclay and Holderness (1991) που θεωρούν ότι οι εξωτερικοί blockholders μπορεί να αποτελέσουν επιπλέον πίεση προς τις διοικήσεις ώστε να προβούν σε χειραγώγηση κερδών. Συγκεκριμένα τα ευρήματα της μελέτης παρουσιάζουν σημαντική επίδραση των blockholders μόνο στην προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών με το ποσοστό συμμετοχής τους να επηρεάζει και αυτό θετικά την προς τα επάνω χειραγώγηση των κερδών. Συνεπώς τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης επιβεβαιώνουν τα ευρήματα των Zhong et al. (2007) πως οι blockholders αυξάνουν τη χειραγώγηση των κερδών και συγκεκριμένα φαίνεται πως η ύπαρξη blockholders καθώς και η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής αυτών αυξάνουν την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών από πλευράς διοίκησης.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με την επίδραση που έχει η ύπαρξη συγκεντρωμένων κεφαλαίων από blockholders όπως ορίστηκαν από τους Dechow et al., (1996), ήτοι μέτοχοι με ποσοστά συμμετοχής μεγαλύτερα ή ίσα με 5% καθώς και το συγκεντρωτικό ποσοστό συμμετοχής αυτών στη διάρθρωση του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, στη χειραγώγηση των κερδών από μέρους της διοίκησης μέσα από τον έλεγχο που ασκούν στους managers της επιχείρησης. Θα γίνει μια προσπάθεια σύνδεσης της ποιότητας των κερδών δηλαδή αρχικά με το αν υπάρχουν blockholders και στη συνέχεια θα ερευνηθεί αν η ύπαρξη αυξημένου ποσοστού ιδιοκτησίας από blockholders βοηθά στην ακόμη καλύτερη απεικόνιση της πραγματικής κατάστασης της κάθε εταιρείας. Η αγορά για την οποία έγινε αυτή η μελέτη είναι η Ελληνική αγορά η οποία αποτελεί ένα παράδειγμα αναπτυσσόμενης χώρας η οποία επηρεάστηκε πολύ αρνητικά από την οικονομική κρίση και η οποία λόγω κανονιστικού πλαισίου και ελλιπούς δικαίου αφήνει περιθώρια στις διοικήσεις να εκμεταλλευτούν κενά στη νομοθεσία προς όφελός τους.

Έχει αποτελέσει πολύ συχνά φαινόμενο της βιβλιογραφίας η σχέση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος σε μια επιχείρηση με τη δυνατότητα των διοικήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη προς όφελός τους ή για να καλύψουν αδυναμίες τους καταφεύγοντας σε μεθόδους που πολλές φορές δημιουργούν προστριβές ανάμεσα στις διοικήσεις και στους μετόχους (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012) γεγονός που σταδιακά οδήγησε στην μείωση της εμπιστοσύνης και της αυτοπεποίθησης των επενδυτών (Jain et al., 2003; Jain and Rezaee, 2006; Rezaee, 2005). Οι διοικήσεις επεμβαίνουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται με σκοπό να τροποποιήσουν τα πραγματικά αποτελέσματα με αποτέλεσμα τα τελικώς δημοσιευμένα κέρδη να είναι διαβρωμένα με επιλογές των διοικούντων με σκοπό να επηρεαστούν οι μέτοχοι (Graham et al., 2005). Ιδιαίτερα μετά την παγκόσμια κρίση των αγορών το 2008 το ζήτημα της χειραγώγησης κερδών θα μπορούσε να αποτελέσει αντικείμενο μελέτης μιας και ο αντίκτυπος της οικονομικής κρίσης ήταν εμφανής στις πωλήσεις που σημείωναν πτωτικές τάσεις με αποτέλεσμα τα κέρδη να γίνονται όλο και χαμηλότερα με τις διοικήσεις να αναζητούν αφενός τρόπους να προστατεύσουν τις επιχειρήσεις που διοικούν και αφετέρου όταν η προστασία δεν είναι εφικτή, να προσπαθούν να την κρύψουν τα άσχημα αποτελέσματα μέσα από χειραγώγηση. Σύμφωνα και με τους Καραμπίνη και Χέβα (2011) η Ελλάδα αποτελεί ένα εξαιρετικό δείγμα για τη μελέτη της χειραγώγησης κερδών μιας και παρόλη την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, το ενδιαφέρον για την αξία και η κατάσταση συντηρητισμού, υπερνικούνται από την προσκόλληση στον παραδοσιακό κώδικα δικαίου, τον τραπεζοκεντρικό χαρακτήρα, τη συγκέντρωση των εταιρικών κεφαλαίων, την πολύ χαμηλή έως ανύπαρκτη προστασία των επενδυτών καθώς και τη χαλαρότητα στην εφαρμογή των κανονισμών.

Ένας μεγάλος αριθμός ερευνών του παρελθόντος έχει ασχοληθεί με το κατά πόσο η χειραγώγηση κερδών υφίσταται στις δημοσιευμένες καταστάσεις (Healy, 1985; Burgstahler and Dichev, 1997; DeAngelo et al., 1994), προσπαθούν να προσδιορίσουν τους τύπους χειραγώγησης κερδών (Siregar and Utama, 2008; Beneish, 2001) ή αμφισβητούν τα κίνητρα πίσω από τη χειραγώγηση κερδών. Επίσης παράγοντες όπως οι αμοιβές της διοίκησης (Guidry et al., 1999; Dechow and Sloan, 1991), το κανονιστικό πλαίσιο (Key, 1997), τα κίνητρα που έχουν να κάνουν με την κεφαλαιαγορά (Teoh et al., 1998) και τα κίνητρα των εξωτερικών συμβολαίων χρέους (Watts and Zimmerman, 1986) έχουν διερευνηθεί ώστε να εξηγηθεί η στροφή των διοικήσεων προς τη χειραγώγηση κερδών.

Η βιβλιογραφία προχωρώντας ένα βήμα ακόμα εξετάζει την κατεύθυνση της χειραγώγησης των κερδών και γίνεται μια προσπάθεια να συνδεθεί με τα κίνητρα της χειραγώγησης από πλευράς διοικήσεων αλλά και με τα κίνητρα των μετόχων όσον αφορά τον έλεγχο που ασκούν στην προσπάθειά τους να περιορίσουν τη χειραγώγηση (alleviating view) κρίνοντας πως το όφελος είναι μικρότερο από τα κόστη ελέγχου, όπως υποστηρίζεται από τους Jensen και Meckling (1976), Koch (1981), Mikkelson και Ruback (1985), Shleifer και Vishny (1986) και Barklay και Holderness (1991) ή εάν την εντείνουν μέσω της πίεσής τους προς τις διοικήσεις (exacerbating view) όπως υποστηρίζεται από τους Shleifer και Vishny (1986), Holderness και Sheehan (1998), Barklay και Holderness (1991), Bethel et al., (1998) και Song (2000). Η έρευνα των Zhong et al., (2007) πάνω στο ζήτημα αυτό παρουσίασε ευρήματα πως η ύπερξη blockholder αυξάνει την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών.

Στην εμπειρική μελέτη που πραγματοποιήθηκε στην παρούσα διπλωματική, σε δείγμα που αποτελείται από 197 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών

Αθηνών και για περίοδο εννέα χρόνων, από το 2005 έως και το 2013 εξετάστηκε η προαναφερθείσα σχέση της ύπαρξης blockholders και του ποσοστού συμμετοχής αυτών με την χειραγώγηση κερδών καθώς και με την κατεύθυνση της χειραγώγησης. Η χειραγώγηση των κερδών μετράται μέσω των δεδουλευμένων τα οποία βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (discretionary accruals). Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν πως οι blockholders επηρεάζουν μόνο την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών με θετικό τρόπο, κάτι που σημαίνει πως όσο αυξάνει η συμμετοχή των blockholders στη σύσταση του μετοχικού κεφαλαίου, τόσο αυξάνει η προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτή την μελέτη είναι πως η exacerbating view είναι η υπερισχύουσα και πως η πίεση των blockholders για δημοσίευση μεγαλύτερων κερδών οδηγεί τις διοικήσεις των εταιρειών στο να διαβρώσουν τα δημοσιευμένα αποτελέσματα, εμφανίζοντας υψηλότερα κέρδη από ότι στην πραγματικότητα θα έπρεπε. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν να επιβεβαιώνουν τα ευρήματα των Zhong et al., (2007) οι οποίοι κατέληξαν πως η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών επηρεάζει την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης είναι σημαντικά γιατί δείχνουν μια ισχυρή και συνεχώς αυξανόμενη επίδραση της ύπαρξης blockholders με τη χειραγώγηση κερδών στην Ελληνική αγορά για τα έτη 2005 έως και 2013, μιας αγοράς η οποία αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αναπτυσσόμενης χώρας με αδύναμη σχετικά οικονομία, κάτι που επιβεβαιώθηκε από το πόσο επηρεάστηκε από την χρηματοπιστωτική κρίση.

2. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Οικονομικές καταστάσεις:

Σύμφωνα με το ΔΛΠ 1 οι οικονομικές είναι μια δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και επίδοσης μιας οικονομικής οντότητας και μέσω αυτών επιδιώκεται η παροχή πληροφοριών σχετικά με την οικονομική θέση, την αποδοτικότητα και τις ταμιακές ροές της οικονομικής οντότητας που είναι χρήσιμες για τις οικονομικές αποφάσεις ενός ευρέος κύκλου χρηστών. Επίσης παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της διαχείρισης, από τη διοίκηση των πόρων που της εμπιστεύθηκαν.

Ένα από τα πρώτα στοιχεία που θα εξετάσει ένα ενδιαφερόμενο μέρος στις δημοσιευμένες αυτές καταστάσεις είναι τα δηλωθέντα κέρδη. Κέρδος είναι το οικονομικό όφελος που προκύπτει αν από τα συνολικά έσοδα μιας επιχείρησης αφαιρέσουμε τα συνολικά έξοδα. Στην πράξη δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει πλούτο ως ανταμοιβή προς τους επενδυτές για τα χρήματα τα οποία έχουν συνεισφέρει. Έλλειψη κερδών σε μια επιχείρηση δεν σημαίνει μόνο αδυναμία παραγωγής πλούτου, άρα άσχημη απόδοση αλλά και εν δυνάμει δυσκολία στη συνέχιση της δραστηριότητάς της (Γκίκας και Παπαδάκη 2012). Αυτή η σύνδεση του κέρδους με τη σωστή λειτουργία είναι που έχει καταλήξει να είναι συνδεδεμένη και να θεωρείται ταυτόσημη με την καλή απόδοση της εκάστοτε διοίκησης (αντίστοιχα η ζημιά τείνει να θεωρείται σημάδι κακής/προβληματικής διοίκησης) και σαν αποτέλεσμα συνδέεται και με την αμοιβή ή/και τα bonus των μελών που την αποτελούν. Φυσικό επακόλουθο είναι οι διοικήσεις να θέτουν σαν βασικό τους στόχο το βραχυπρόθεσμο σχηματισμό κέρδους που είναι ο πιο άμεσος δείκτης της απόδοσής τους, καταφεύγοντας πολλές φορές σε επιλογές που μακροπρόθεσμα ίσως να μην έχουν τόσο θετικές επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης που διοικούν. Θέλοντας λοιπόν να δείξουν όσο το δυνατόν καλύτερη εικόνα προς τους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους καταφεύγουν σε μεθόδους που μειώνουν την ποιότητα των κερδών.

2.2 Ποιότητα κερδών

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, τα κέρδη είναι ένα μέγεθος με πολύ μεγάλη σημασία για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη και το οποίο μελετάται σε βάθος από τους επενδυτές, τους οικονομικούς αναλυτές αλλά και τις διοικήσεις των εταιρειών. Συνεπώς το μεγάλο ζητούμενο όλων είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ποιότητα των κερδών που δημοσιεύονται, δηλαδή η παροχή ορθής πληροφόρησης στους επενδυτές και στις οικονομικές μονάδες, μέσω των οικονομικών καταστάσεων, ώστε να προβούν στη λήψη ορθών αποφάσεων μέσω των προβλέψεων που θα κάνουν λαμβάνοντας τα «σήματα» από τις οικονομικές καταστάσεις. Η ορθή πληροφόρηση επιτυγχάνεται καλύτερα μέσα από την εμφάνιση ποιοτικών κερδών στις οικονομικές καταστάσεις.

Η έννοια της ποιότητας των κερδών παρόλο που είναι πολύ διαδεδομένη και έχει απασχολήσει πολύ τη βιβλιογραφία δεν έχει έναν γενικά παραδεκτό ορισμό για να την περιγράψει μιας και είναι μια πολυσήμαντη έννοια. Εξαρτάται τόσο από τις λογιστικές πρακτικές που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση όσο και από τις ιδιαιτερότητες του αντικειμένου της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Οι λογιστικές πρακτικές μπορούν να επηρεάσουν την ποιότητα των λογιστικών κερδών, μιας και σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση μιας επιχείρησης εκμεταλλεύεται κενά στη νομοθεσία ή τη δυνατότητα επιλογής ανάμεσα στην πληθώρα λογιστικών πρακτικών. Σημαντική παρατήρηση είναι ωστόσο ότι η ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων που δημοσιεύει μια επιχείρηση αυξάνει όταν η διοίκηση ακολουθεί πρακτικές ίδιας αντιμετώπισης κάθε λογιστικού θέματος, διαχρονικά. Το αντικείμενο επίσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας παίζει σημαντικό ρόλο στην ποιότητα των λογιστικών κερδών.

Ο ορισμός της έννοιας «ποιότητα των κερδών» εξαρτάται από το ποιος είναι σε κάθε περίπτωση ο χρήστης των οικονομικών καταστάσεων (επενδυτές, οικονομικοί αναλυτές, ελεγκτές κτλ). Διαφορετικοί χρήστες παραθέτουν και διαφορετικούς ορισμούς. Αυτό σημαίνει ότι η ποιότητα των λογιστικών κερδών εμπεριέχει το στοιχείο της υποκειμενικότητας (Fridson and Alvarez, 2002). Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική προσέγγιση του Statement of Financial Accounting Concepts (FASB) «ο θεμελιώδης σκοπός των χρηματοοικονομικών αναφορών είναι η παροχή πληροφόρησης επί της απόδοσης μιας επιχείρησης μέσω οικονομικών μεγεθών, όπως τα κέρδη και τα συστατικά αυτών». Επιπλέον βάσει FASB η μέτρηση των κερδών γίνεται στη βάση της λογιστικής των δεδουλευμένων (accrual accounting) και όχι στη βάση της ταμιακής λογιστικής (cash accounting). Τέλος το FASB ορίζει ότι η αποτίμηση για την ποιότητα των λογιστικών κερδών (earnings quality) πρέπει να είναι μετρήσιμη βάσει της χρησιμότητάς τους για τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων στη λήψη αποφάσεων.

Κατά το FASB οι διάφοροι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων μελετούν τα εμφανιζόμενα κέρδη με σκοπό:

- Να κρίνουν την απόδοση της διοίκησης
- Να κάνουν εκτίμηση της δυναμικής των λογιστικών κερδών (earning power) ή κάποιου άλλου μεγέθους το οποίο θεωρούν ενδεικτικό της μακροπρόθεσμης κερδοφορίας της επιχείρησης.
- Να κάνουν προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη.
- Να αξιολογήσουν τον κίνδυνο (risk) που διατρέχει η επένδυση ή ο δανεισμός τους σε μια επιχείρηση.

Επομένως βάσει των παραπάνω θα μπορούσε να ειπωθεί ότι τα κέρδη θεωρούνται ποιοτικά όταν αντιπροσωπεύουν τη μακροπρόθεσμη δυνατότητα κερδοφορίας μιας επιχείρησης.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν διάφοροι ορισμοί που τίθενται ως καθοριστικοί της ποιότητας των κερδών, όπως είναι η συντηρητικότητα (όσο πιο συντηρητικά είναι τα κέρδη, τόσο πιο ποιοτικά θα είναι αφού δεν θα αποδειχθούν υπέρ-εκτιμημένα σε μελλοντικές αρνητικές συγκυρίες, τα οικονομικά κέρδη (τα κέρδη ποιοτικά όταν αντανακλούν με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια τη μεταβολή στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ως συνέπεια των συνήθων δραστηριοτήτων της). Επίσης η μονιμότητα, η διατηρησιμότητα και η προβλεπτικότητα, δηλαδή τα κέρδη θεωρούνται ποιοτικά όταν αναμένεται να επαναληφθούν με μεγάλη βεβαιότητα, ή με άλλα λόγια, όταν το τωρινό (ιστορικό) επίπεδο κερδών αποτελεί καλή ένδειξη για τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Ακόμη η σταθερότητα θεωρείται χαρακτηριστικό της ποιότητας των κερδών, δηλαδή τα κέρδη που εμφανίζουν σταθερότητα και την ελάχιστη δυνατή μεταβλητότητα θεωρούνται πιο ποιοτικά. Τέλος τα κέρδη θεωρούνται πιο ποιοτικά όταν είναι ενδεικτικά των ταμειακών ροών, προσεγγίζουν δηλαδή τα κέρδη στο ποσό των ταμειακών εισροών και έχουν σχετικά χαμηλό ύψος δεδουλευμένων (Sloan, 1996), όταν δηλαδή το ποσό των δεδουλευμένων λογιστικών κονδυλίων επαληθεύεται από αντίστοιχες ταμειακές ροές (Dechow and Dichev, 2002).

Οι Ball και Shivakumar (2005) όρισαν ότι η ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι η χρησιμότητα την οποία αντλούν όλα τα συμβαλλόμενα με την εταιρεία μέρη και αποφάνθηκαν ότι οι εισηγμένες εταιρείες παρέχουν σαφώς υψηλότερης ποιότητας χρηματοοικονομική πληροφόρηση σε σχέση με τις μη εισηγμένες. Επίσης σύμφωνα με τους Francis et al., (2008) η αποσύνθεση της ποιότητας των κερδών πραγματοποιείται σε δύο συνιστώσες: πρώτον την έμφυτη ποιότητα των κερδών δηλαδή την ποιότητα που συνδέεται άμεσα με την παραγωγική λειτουργία της εταιρείας, το ανταγωνιστικό περιβάλλον της και το επιχειρηματικό μοντέλο και συνεπώς ο βραχυπρόθεσμος επηρεασμός της δεν βρίσκεται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και δεύτερον την ποιότητα των κερδών που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και συνεπώς βρίσκεται υπό τον έλεγχό της.

Σύμφωνα με τους McNichols και Wilson (1988) τα δεδουλευμένα αντικατοπτρίζουν την επίδραση της χειραγώγησης κερδών σε συνεχή βάση άρα και απεικονίζουν τη διάβρωση των κερδών και των οικονομικών καταστάσεων. Οι ίδιοι σε μετέπειτα μελέτη τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια σύνδεση ανάμεσα στα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και στις προοπτικές ανάπτυξης κερδών και μάλιστα ότι η σχέση που έχουν μεταξύ τους είναι θετική κάτι που αποτελεί και μέρος της έρευνας των Dechow et. al (1996), η οποία έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι αυτή η χειραγώγηση των κερδών μέσω των δεδουλευμένων, μιας και γίνεται δημόσια, αναγνωρίζεται από τις αγορές κεφαλαίων με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους κεφαλαίων των εταιρειών αυτών και σε συνέχεια να σημειώνουν πτωτικές τάσεις οι τιμές των μετοχών τους.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών σύμφωνα με τους Dechow et. al.(2010), είναι τα χαρακτηριστικά της εταιρείας, οι πρακτικές χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που ακολουθεί η διοίκηση, οι μεταβλητές της εταιρικής διακυβέρνησης, οι ελεγκτές, οι κεφαλαιαγορές και τέλος οι εξωτερικοί παράγοντες.

2.3 Χειραγώγηση κερδών

Η χειραγώγηση κερδών έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης από πολλούς τα τελευταία χρόνια. Αυτός είναι ο λόγος που δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος ορισμός για αυτή αλλά έχουν δοθεί κάποιοι ορισμοί που ωστόσο είναι παρεμφερείς μεταξύ τους.

Χειραγώγηση κερδών έχουμε στις περιπτώσεις που η διοίκηση μέσω τον επιλογών που χρησιμοποιούν στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων παραπλανεί ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη αναφορικά με την απόδοση της εταιρείας. (Healy and Wahlen 1999).

Οι Davidson et al., (1989) όρισαν τη χειραγώγηση κερδών ως τη διαδικασία κατά την οποία οι διοικήσεις προβαίνουν σε σκόπιμες ενέργειες μέσα στα πλαίσια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών ώστε να επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο δημοσιευμένου εισοδήματος.

Βλέπουμε ότι αν και όπως αναφέρθηκε η χειραγώγηση των κερδών ορίζεται παρεμφερείς τρόπους και όχι με ένα συγκεκριμένο, είναι ξεκάθαρη σαν έννοια και αναφέρεται σε όλες τις επιλογές που κάνει η εκάστοτε διοίκηση για να επηρεάσει τα αποτελέσματα που καταγράφονται στης οικονομικές καταστάσεις της.

2.4 Κίνητρα για τη χειραγώγηση κερδών

Τα κίνητρα για τη στροφή των διοικήσεων προς τη χειραγώγηση κερδών μπορεί να αφορούν:

1) Προγράμματα αμοιβών της διοίκησης (Guidry et al., 1999; Healy 1985; Holthausen et al., 1995).

2) Συμβόλαια χρέους (Healy and Palepu 1990; DeAngelo et al., 1994; DeFond and Jiambalvo 1994; Sweeney 1994).

3)Κανονιστικό πλαίσιο (Jones 1991; Cahan 1992; Key 1997).

4) Κίνητρα που αφορούν την κεφαλαιαγορά, δηλαδή κίνητρα σχετικά με την τιμή της μετοχής όπως έκδοση μετοχών, την αποφυγή μειώσεων των κερδών ή ζημιάς και την επίτευξη στόχων που έχουν τεθεί από τους αναλυτές ή τις προβλέψεις της διοίκησης (Teoh et al., 1998; Erickson and Wang 1999; Shivakumar 2000; Burgstahler and Dichev 1997; Burgstahler and Eames 2003, 2006; Degeorge et al., 1999).

2.4.1 Κίνητρα που αφορούν τα προγράμματα αμοιβών της διοίκησης

Μιας και ο άμεσος στόχος κάθε κερδοσκοπικού οργανισμού είναι η επίτευξη κέρδους οι αμοιβές των διοικήσεων και συγκεκριμένα τα bonus αυτής είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με το κέρδος που πραγματοποιούν οι οργανισμοί τους οποίους διοικούν. Οι εκάστοτε διοικήσεις στην προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν τα bonus παραγωγικότητας και αποδοτικότητας πολλές φορές καταφεύγουν σε αποφάσεις να επηρεάσουν αρνητικά τα διακριτά δεδουλευμένα έξοδα με άμεσο αντίκτυπο την σημείωση μεγαλύτερου βραχυπρόθεσμου κέρδους, κάτι που θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη αμοιβή για τη διοίκηση. Αυτός είναι και ο λόγος που οι στόχοι που συνήθως θέτουν οι διοικήσεις αφορούν το κέρδος και όχι την τιμή της μετοχής ή τη μακροπρόθεσμη απόδοση. Έτσι πολλές φορές οι επιλογές της διοίκησης παίρνουν αποφάσεις κυρίως με γνώμονα το βραχυπρόθεσμο κέρδος και όχι την αξία της επιχείρησης και τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία . Διαχείριση κερδών επίσης παρατηρείται από την πλευρά της διοίκησης σε περιπτώσεις που οι διοικήσεις κρίνουν ότι λόγω της κακής απόδοσης της επιχείρησης η αποτελεσματικότητά τους είναι υπό αμφισβήτηση και η θέση τους επισφαλής. Προκειμένου λοιπόν να παραμείνουν στη θέση τους επιλέγουν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα επιδιώκοντας να σχηματίσουν κέρδη ώστε να ευχαριστήσουν τους μετόχους και να διατηρηθούν στις θέσεις τους.

2.4.2 Κίνητρα που αφορούν στα συμβόλαια χρέους

Τα συμβόλαια χρέους είναι συμβόλαια που έχει συνάψει η επιχείρηση με τους δανειστές της και περιγράφουν τους όρους σύμφωνα με τους οποίους οι δεύτεροι δανείζουν τα χρήματά τους στην πρώτη. Η διοίκηση η οποία επιλέγεται από τους μετόχους είναι εκείνη που καλείται να ικανοποιήσει τους όρους των δανειστών και ταυτόχρονα να καλύψει την θέληση των μετόχων να λαμβάνουν μερίσματα. Από τις έρευνες των Healy και Palepu (1990) και της DeAngelo et al., (1994) δεν προέκυψαν ευρήματα που να υποδεικνύουν χειραγώγηση κερδών ώστε να μην δοθούν μερίσματα (όταν τα κέρδη ήταν σε οριακό σημείο για να δοθούν). Ωστόσο ένα κρίσιμο σημείο που αφορά τους δανειστές είναι όταν οι επιχειρήσεις είναι πολύ κοντά στο να παραβιάσουν τους όρους δανεισμού. Εκεί παρατηρήθηκε ότι οι διοικήσεις προβαίνουν σε διαχείριση των κερδών ώστε να δείξουν τα απαραίτητα κέρδη επιδιώκοντας να αποφύγουν το να παραβιάσουν τους όρους δανεισμού, κάτι που θα είχε αποτέλεσμα η επιχείρηση την οποία διοικούν να πρέπει να καλύψει ένα μεγάλο ποσό αποπληρώνοντας το χρέος της (DeFond and Jiambalvo 1994). Η Sweeney (1994) κατέληξε πως οι επιχειρήσεις που είναι πολύ κοντά στο να παραβιάσουν τους όρους του δανεισμού προβαίνουν σε μεγάλο αριθμό λογιστικών αλλαγών που αυξάνουν την εισροή χρημάτων καθώς και αλλαγές που δεν αυξάνουν την εισροή χρημάτων στα έτη κοντά στην παραβίαση των όρων δανεισμού.

2.4.3 Κίνητρα που αφορούν το κανονιστικό πλαίσιο

Σύμφωνα με την Jones (1991) οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προβαίνουν σε διαχείριση κερδών, μειώνοντας τα έσοδα, σε περιπτώσεις που εξετάζεται το ενδεχόμενο επιβολής όρων και περιορισμών στις εισαγωγές. Παρόμοια ήταν και τα ευρήματα του Key (1997) στην έρευνά του που όμως αφορούσε συγκεκριμένα τον κλάδο της δορυφορικής τηλεόρασης στις Η.Π.Α. Επίσης στην έρευνα του Cahan (1992) σε περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις εξετάζονται για παραβιάσεις που αφορούν το κανονιστικό πλαίσιο σχετικά με μονοπωλιακά καθεστώτα, προβαίνουν σε μείωση αποτελεσμάτων.

2.4.4 Κίνητρα που αφορούν την κεφαλαιαγορά

Σύμφωνα με τους Teoh et al., (1998) οι εταιρείες χειραγωγούν τα κέρδη τους προς τα πάνω τα έτη πριν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές ενώ και ο Shivakumar (2000) κατέληξε κατά τις εποχικές εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου οι διοικήσεις προβαίνουν σε προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών με σκοπό να αυξήσουν τις προσδοκίες των επενδυτών για υψηλές αποδόσεις στο μέλλον κάτι που φυσικά αποδεικνύεται και από τις μειωμένες αποδόσεις που ακολουθούν τα επόμενα έτη. Οι Burgstahler και Dichev (1997) παρατήρησαν ότι οι διοικήσεις προκειμένου να μην δημοσιεύσουν μείωση στα κέρδη τους ή -ακόμα χειρότερα- ζημιές προβαίνουν σε διαχείριση των κερδών τους ώστε να δείξουν αύξηση κερδών. Επίσης οι Burgstahler και Eames (2003) βρήκαν ότι οι διοικήσεις προβαίνουν σε διαχείριση κερδών για να ανταποκριθούν στις προβλέψεις των αναλυτών για αύξηση κερδών και να μην δημοσιεύσουν την πραγματικότητα, δηλαδή την ύπαρξη μείωσης κερδών ή και ζημιάς. Οι ίδιοι σε έρευνά τους το 2006 κατέληξαν ότι οι διοικήσεις αποφεύγουν να δημοσιεύσουν «εκπλήξεις» σε σχέση με τις προβλέψεις των αναλυτών, είτε αφορούν μεγαλύτερα είτε πολύ μικρότερα κέρδη/ζημιές. Αντίστοιχα συμπεράσματα προέκυψαν και από τη μελέτη των Degeorge et al., (1999) σύμφωνα με την οποία οι διοικήσεις προχωρούν σε διαχείριση κερδών για να καταγράψουν κέρδη, να διατηρήσουν την επίδοση του παρελθόντος ή για να ανταποκριθούν στις προβλέψεις των αναλυτών.

2.5 Μέθοδοι χειραγώγησης κερδών

Η χειραγώγηση κερδών είναι στην πραγματικότητα μια «μεταμφίεση» της πραγματικής οικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης (McVay 2006). Υπάρχουν τρεις κυρίαρχες μέθοδοι με τις οποίες επιτυγχάνεται αυτό. Η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων , η χειραγώγηση μέσω της μεταβολής της ταξινόμησης και τέλος η χειραγώγηση μέσω των λογιστικών δεδουλευμένων, η οποία θα αποτελέσει και αντικείμενο της παρούσας μελέτης και για την οποία έχουν εκπονηθεί πολλές μελέτες μιας και είναι από τις πρώτες μεθόδους που τέθηκαν ως αντικείμενο έρευνας.

2.5.1 Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων

Η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων, ή Real Earnings Management, είναι μια μέθοδος σύμφωνα με την οποία οι διοικήσεις των εταιρειών για να επιτύχουν τα επιθυμητά κέρδη προβαίνουν τρεις κινήσεις (Cohen et al., 2008). Σε διατήρηση υψηλού αποθέματος κατά το τέλος της χρήσης μέσω αγορών ώστε να είναι χαμηλότερο το κόστος πωληθέντων και συνεπώς υψηλότερα τα κέρδη. Ένας δεύτερος τρόπος είναι η επιτάχυνση των πωλήσεων μέσω αυξημένων εκπτώσεων και παροχής πιστώσεων προς τους προμηθευτές. Ο τρίτος τρόπος είναι η μείωση των διακριτών εξόδων από πλευράς διοίκησης, όπως είναι οι διαφημίσεις, η έρευνα και ανάπτυξη και τα κόστη διάθεσης και διοίκησης. Και οι τρεις αυτοί τρόποι γίνονται εύκολα αντιληπτοί σύμφωνα και με τη μελέτη του Roychowdhury (2006) καθώς και σε μετέπειτα μελέτες των Zhang (2012) και Gunny (2006) μιας και γίνονται εύκολα αντιληπτοί από τους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους. Ταυτόχρονα θα μπορούσαμε να πούμε ότι με τον πρώτο τρόπο όμως κόστος μεταφέρεται στα αποθέματα με άμεση συνέπεια την μείωση των κερδών στα επόμενα έτη και με τον δεύτερο φυσικό επακόλουθο είναι αφού έχουμε επιταχύνει τις πωλήσεις στο έτος αναφοράς, στα επόμενα έτη να είναι μειωμένες οι πωλήσεις.

2.5.2 Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης

Η μέθοδος της μεταβολής ταξινόμησης ή Classification Shifting, είναι η πιο πρόσφατη από τις τρεις μεθόδους και έχει μελετηθεί λιγότερο από όλες. Σύμφωνα με αυτή οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν να ταξινομήσουν κάποια από τα λειτουργικά έξοδα σε έκτακτα με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα κέρδη προ τόκων και φόρων. Με αυτή τη μέθοδο δεν επηρεάζεται το τελικό αποτέλεσμα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης αλλά επηρεάζεται το κέρδος προ φόρων και τόκων που είναι ένα στοιχείο που χρησιμοποιείται από αναλυτές και εξωτερικούς ενδιαφερόμενους. Αυτό έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα τον επηρεασμό της ποιότητας των κερδών και την επίτευξη στόχων εικονικά και μόνο κάτι που εκπλήσσει αρνητικά τους επενδυτές σε μελλοντικά χρόνια όταν και τα πραγματικά αποτελέσματα έρχονται στην επιφάνεια (McVay 2006)

2.5.3 Χειραγώγηση μέσω των λογιστικών δεδουλευμένων

Η τρίτη μέθοδος, αυτή των λογιστικών δεδουλευμένων ή Accrual-Based Earnings Management είναι η μέθοδος που χρησιμοποιείται ευρέως στις μελέτες για την διερεύνηση ύπαρξης χειραγώγησης κερδών. Αυτό γίνεται γιατί οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που όπως αναφέραμε είναι η πηγή πληροφόρησης των ενδιαφερόμενων μερών συντάσσονται με βάση την αρχή του δεδουλευμένου. Η αρχή των δεδουλευμένων (ή της αυτοτέλειας των χρήσεων) αναφέρει ότι κάθε έσοδο ή έξοδο μιας επιχείρησης πρέπει να αναγνωρίζεται και να λαμβάνεται υπ' όψιν για τον προσδιορισμό του αποτελέσματος την λογιστική περίοδο την οποία αφορά και στην οποία ανήκει. Με αυτή τη μέθοδο οι διοικήσεις έχουν τη δυνατότητα να προβούν στην επιλογή λογιστικών μεθόδων όσον αφορά τις αποσβέσεις, το σχηματισμό προβλέψεων κτλ με στόχο το να επηρεάσουν τα αποτελέσματα που δημοσιεύονται στις καταστάσεις. Για να διευκολυνθεί η μελέτη αυτής της μεθόδου, τα δεδουλευμένα χωρίζονται στα δεδουλευμένα που μπορούν να επηρεαστούν από τις επιλογές της διοίκησης που αναφέρθηκαν πιο πάνω (discretionary accruals) και στα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να επηρεαστούν από τις επιλογές της διοίκησης (non discretionary accruals). Απόρροια των προηγούμενων είναι οι μελέτες που γίνονται να εξετάζουν τα discretionary accruals ώστε να ελεγχθεί η ύπαρξη διαχείρισης κερδών. Έτσι λοιπόν ελέγχεται ο χρόνος λήψης των λογιστικών αποφάσεων των επιχειρήσεων, η λογιστική πολιτική που θα εφαρμοστεί και ο τρόπος με τον οποίο αυτή θα εφαρμοστεί. Ο έλεγχος αυτός γίνεται με μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί όπως είναι το μοντέλο της Healy (1985), της DeAngelo (1986) κτλ. Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα ασχοληθώ με το υπόδειγμα της Jones (1991) και συγκεκριμένα με τον τρόπο που τροποποιήθηκε και επαναδιατυπώθηκε από τους Dechow et al., (1995) ως τροποποιημένο μοντέλο της Jones (Modified Jones Model).

2.6 Επίδραση της δομής της εταιρικής διακυβέρνησης στη χειραγώγηση κερδών.

Εστιάζοντας κυρίως στην επίδραση της δομής διακυβέρνησης στη χειραγώγηση κερδών και συγκεκριμένα στα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, λαμβάνουμε υπ όψιν την πολυπλοκότητα των συμφερόντων που εκπροσωπούνται σε μια δεδομένη εταιρεία, εξετάζοντας τις κύριες διαστάσεις της δομής διακυβέρνησης, τους εκ των έσω (insiders), τους θεσμικούς και τους εξωτερικούς κατόχους πακέτων μετοχών (blockholders).

Η επίδραση των μετόχων που συμμετέχουν στη διοίκηση (εκ των έσω μέτοχοι) στα κίνητρα προς το συμφέρον των υπόλοιπων μετόχων έχει ελλιπή βιβλιογραφία. Η παραδοσιακή θεωρία αντιπροσώπευσης προτείνει ότι η κατοχή μετοχών από τη διοίκηση βοηθάει στην σύγκλιση των συμφερόντων της διοίκησης με αυτά των μετόχων (Jensen and Meckling, 1976). Αυτή η σύγκλιση των κινήτρων αναμένεται να έχει μεγαλύτερο αντίκτυπο όσο αυξάνει η κατοχή μετοχών από τη διοίκηση, υποθέτοντας ότι όσο αυξάνει το ποσοστό συμμετοχής που κατέχουν οι διοικούντες, θα υπάρχει και πιο αποτελεσματική χειραγώγηση κερδών ώστε να βελτιωθεί η πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη ώστε να επικοινωνείται η πληροφορία που είναι σχετική με την αξία (Siregar and Utama, 2008). Έτσι, σύμφωνα με την υπόθεση της σύγκλισης συμφερόντων η ιδιοκτησία εκ των έσω μπορεί να θεωρηθεί ως ένας μηχανισμός να συγκρατηθεί η οπορτουνιστική συμπεριφορά των διοικούντων και σαν αποτέλεσμα τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρειά τους (μια ένδειξη της χειραγώγησης κερδών) προβλέπεται να είναι αρνητικά συσχετισμένη με την εκ των έσω ιδιοκτησία (Warfield et al., 1995).

Μια αντίθετη άποψη αναφέρει πως όταν υπάρχει στενή διάκριση ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στους διαχειριστές, οι διαχειριστές αντιμετωπίζουν μικρότερη πίεση από τις αγορές για να υποδείξουν την πραγματική αξία της επιχείρησης στην αγορά και έτσι σκέφτονται λιγότερο τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές αναφορές (Jensen, 1986; Klassen, 1997). Έτσι όταν υπάρχει αυξημένη ιδιοκτησία από τους διοικούντες υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να παρατηρηθεί χειραγώγηση κερδών μιας και αυτή η έλλειψη πειθαρχίας απέναντι στις αγορές μπορεί να οδηγήσει τους insiders να πάρουν αποφάσεις που βάζουν σε πρώτη προτεραιότητα τα δικά τους συμφέροντα και όχι της επιχείρησης (Sanchez-Ballesta and Garcia-Meca, 2007). Σε αυτό το σημείο οι Morck et al., (1988) διαφωνούν και αναφέρουν πως όσο αυξάνει η ιδιοκτησία από πλευράς διαχειριστών, η αγορά εργασίας των διοικούντων και η αγορά για εταιρικό έλεγχο γίνεται λιγότερο αποτελεσματική στο να παίρνει αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία λόγω του ότι η κατοχή μεγάλου ποσοστού μετοχών από τη διοίκηση σημαίνει και ικανοποιητική δύναμη ψήφου ώστε να είναι εγγυημένη η μελλοντική διατήρηση της θέσης.

Επιπροσθέτως, αυτοί οι διοικούντες έχουν κίνητρο να λάβουν αποφάσεις που εξυπηρετούν το προσωπικό τους συμφέρον και δεν δίνουν καμία αξία στο κεφάλαιο που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι, μια συμπεριφορά που συμβαδίζει με την θεωρία της «περιχαράκωσης» η οποία αναφέρει ότι υψηλά ποσοστά κατοχής μετοχών από τη διοίκηση οδηγεί σε αποτυχία σύγκλισης των στόχων των διοικούντων με αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Έτσι μπορούμε να καταλήξουμε πως όσο αυξάνει η κατοχή μετοχών από τους διοικούντες, τόσο αυξάνει η χειραγώγηση κερδών (Yeo et al., 2007).

Η επίδραση της θεσμικής ιδιοκτησίας στη χειραγώγηση κερδών έχει εξεταστεί και στο παρελθόν (Velury and Jenkins, 2006; Balsam et al., 2002; Siregar and Utama, 2008). Είναι πιθανό να εξηγηθεί αυτή η επίδραση αν βασιστούμε σε μια υπόθεση ενεργού ελέγχου (active monitoring) και σε μια υπόθεση παθητικής μη επέμβασης (passive hands off) (Koh, 2003). Στην υπόθεση του ενεργού ελέγχου όπως προέκυψε και από τις μελέτες του Bushee (1998) και των Majumdar and Nagarajan (1997), οι θεσμικοί επενδυτές επηρεάζουν τους μηχανισμούς ελέγχου που χρησιμοποιείται στην επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένου και του μηχανισμού ελέγχου δραστηριοτήτων χειραγώγησης κερδών. Ακαδημαϊκοί ερευνητές πίστευαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι έχουν επενδύσεις μεγάλου βεληνεκούς είναι πιο πεπειραμένοι επενδυτές. Στην πραγματικότητα είναι πιο καλά ενημερωμένοι από το μέσο επενδυτή λόγω της μεγάλης ανάπτυξης και ανάλυσης εσωτερικής πληροφόρησης που κατέχουν σχετικά με την επιχείρηση. Έτσι υφίστανται συστηματικές διαφορές στην ποσότητα και στην ακρίβεια ιδιωτικής πληροφόρησης στα χέρια των θεσμικών και των μεμονωμένων επενδυτών. Η καλύτερη πληροφόρηση των θεσμικών επενδυτών καταδεικνύει επίσης πως με την αύξηση της θεσμικής ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση, η ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους επενδυτές και στη διοίκηση θα ελαττώνεται με αποτέλεσμα να γίνεται πιο δύσκολο για τη διοίκηση να διαχειρίζεται τα κέρδη. Έτσι, η χειραγώγηση κερδών και η δεσμική ιδιοκτησία αναμένεται να είναι αρνητικά συσχετισμένα μεγέθη (Mitra, 2002).

Σύμφωνα με την παθητική μη επεμβατική θεωρία (Bhide, 1993 and Porter, 1992), οι θεσμικοί επενδυτές στοχεύουν από τη φύση τους βραχυπρόθεσμα, είναι δηλαδή «μυωπικοί επενδυτές» που εστιάζουν στα τρέχοντα κέρδη παρά στα μακροπρόθεσμα κέρδη. Αυτή η κατεύθυνση εξοικονομεί στους θεσμικούς επενδυτές ενδεχόμενα κόστη ελέγχου και τους επιτρέπει να εστιάσουν στα βραχυπρόθεσμα κέρδη, κάτι που επιτρέπει στους διοικούντες να χειραγωγούν τα κέρδη άκρως επιθετικά (Koh, 2003).

Ο έλεγχος από μετόχους που κατέχουν σημαντικά ποσοστά και δεν συμμετέχουν στη διοίκηση (external blockholders) έχει παρόμοιο αντίκτυπο με την επίδραση των θεσμικών επενδυτών στη χειραγώγηση κερδών (Yeo, 2007). Είναι δύο οι επικρατέστερες απόψεις επί του θέματος. Η πρώτη αναφέρει ότι οι εξωτερικοί blockholders αναμένουν μεγαλύτερη απόδοση της επένδυσής τους και αποτελούν μεγαλύτερη απειλή στο να επέμβουν στη διοίκηση της επιχείρησης. Έτσι αναμένεται να μην ενθαρρύνουν αλλά αντιθέτως να επιδιώκουν να αποτρέψουν τη διοίκηση από την δημοσίευση υψηλότερων - αλλά διαβρωμένων – κερδών (Velury and Jenkins, 2006 and Zhong et al., 2007). Δεύτερη άποψη είναι αυτή που παρουσιάζεται στη μελέτη των Dechow et al., (1996) σύμφωνα με την οποία οι εξωτερικοί blockholders έχουν μεγαλύτερο κίνητρο και ικανότητα να ελέγχουν τις πράξεις της διοίκησης από ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές και έτσι μπορούν να ελαττώσουν τη χειραγώγηση κερδών μέσω του ελέγχου.

Ωστόσο ο Core (1995) είχε καταλήξει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης που είναι και ο λόγος που η χειραγώγηση κερδών δεν γίνεται εύκολα αντιληπτή, μειώνεται με την παρουσία μετόχων με μεγάλα ποσοστά, οπότε βελτιώνεται η ποιότητα των δηλωθέντων αποτελεσμάτων και επιτυγχάνεται μεγαλύτερη ευθυγράμμιση στα κίνητρα των μετόχων και των διοικήσεων με αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη εμπιστοσύνη των μετόχων στην ποιότητα των δηλωθέντων κερδών.

2.6.1 Προγενέστερες έρευνες στην επίδραση της δομής εταιρικής διακυβέρνησης στην χειραγώγηση των κερδών

Προηγούμενες μελέτες καταλήγουν στο ότι η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζει τους ελεγκτικούς μηχανισμούς που χρησιμοποιεί η επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένου και του ελέγχου για τη χειραγώγηση κερδών. Ο Wang (2006) τονίζει πως η δομή διακυβέρνησης έχει πολύ σημαντική επίδραση στα δηλωθέντα κέρδη. Παρόλα αυτά η σχέση των μετόχων που συμμετέχουν στη διοίκηση, των θεσμικών επενδυτών και των μετόχων που δεν συμμετέχουν στη διοίκηση με τη δυνατότητα της διοίκησης να χειραγωγεί τα κέρδη παραμένει ένα άκρως αμφιλεγόμενο ζήτημα.

Η βιβλιογραφία διαχωρίζει τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς ως εξής: Οι Dempsey et al., (1993) διαχωρίζουν τις επιχειρήσεις σε εκείνες που διοικούνται από τους μετόχους, στις οποίες οι διοικούντες διακατέχουν σημαντικό αριθμό μετοχών, και σε εκείνες που ελέγχονται εξωτερικά, στις οποίες ένας ή περισσότεροι εξωτερικοί μέτοχοι κατέχουν ουσιώδες ποσοστό των μετοχών της επιχείρησης ενώ οι διοικούντες δεν κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών. Η έρευνα καταλήγει πως όταν οι διοικούντες κατέχουν μεγάλο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου, η χειραγώγηση κερδών είναι μειωμένη, κάτι που δεν φαίνεται να ισχύει στην περίπτωση της ύπαρξης εξωτερικών blockholders, όπου η χειραγώγηση κερδών δεν επηρεάζεται. Επιπροσθέτως, οι Warfield et al., (1995) παρέχουν ευρήματα πως η κατοχή μετοχών από τους διοικούντες συνδέεται αρνητικά με το ύψος της απόλυτης τιμής των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης.

Οι Sanchez-Ballesta και Garcia-Meca (2007) εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στη δομή διακυβέρνησης και τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης σε ένα δείγμα μη χρηματοοικονομικών εταιρειών της Ισπανικής αγοράς. Τα ευρήματα τάσσονται υπέρ της άποψης πως η κατοχή μετοχών από τη διοίκηση συμβάλλει στη μείωση της χειραγώγησης κερδών όταν το ποσοστό που κατέχεται από τη διοίκηση δεν είναι υπερβολικά μεγάλο. Σε αντίθετη περίπτωση τα αποτελέσματα αντιστρέφονται. Οι Morck et al., (1988) κατέληξαν πως μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας από τη διοίκηση θα παρείχε μεγαλύτερη οχύρωση στους διοικούντες και συνάμα μεγαλύτερες προοπτικές να ασκήσουν την οπορτουνιστική τους συμπεριφορά. Οι Gabrielsen et al., (2002) βρήκαν μια θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην κατοχή μετοχών από τους διοικούντες και στα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης σε ένα δείγμα εταιρειών από την αγορά της Δανίας, την οποία σχέση αποδίδουν στο διαφορετικό καθεστώς θεσμικής ιδιοκτησίας ανάμεσα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και τη Δανία.

Ο τρόπος με τον οποίο η χειραγώγηση κερδών συνδέεται με τη θεσμική ιδιοκτησία είναι ένα εμπειρικό ζήτημα. Εκτενής βιβλιογραφία καταλήγει σε δύο κύριες οπτικές σχετικά με τους θεσμικούς επενδυτές. Το ένα κομμάτι των μελετών όπως οι El-Gazzar (1998), Wahal and McConnell (2000) και Velury and Jenkins (2006) ανάμεσα σε άλλους , κατέληξαν πως οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν ένα ενεργό ρόλο στον έλεγχο και στο να πειθαρχούν της διοικήσεις όταν χειραγωγούν τα κέρδη. Από την άλλη η δεύτερη ομάδα μελετών (Porter, 1992 και Bushee, 1998) ισχυρίζονται πως οι συχνή αγοραπωλησία μετοχών και οι αποσπασματική ιδιοκτησία αποθαρρύνουν τους θεσμικούς επενδυτές από το να εμπλέκονται ενεργά με τον έλεγχο και τη διακυβέρνηση γενικότερα των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται (Grace et al., 2005).

Οι Chung et al., (2002) υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών που κατέχουν μεγάλα ποσοστά αναστέλλουν τη θέληση των διοικούντων να μεταβάλλουν είτε θετικά είτε αρνητικά τα κέρδη , ανάλογα με το επιθυμητό επίπεδο ή εύρος κερδών. Αυτά τα ευρήματα είναι σε παρόμοια κατεύθυνση και με την αναμενόμενη συμπεριφορά επίβλεψης από πλευράς επενδυτών και αυτή της αυτοσυντήρησης από πλευράς των διοικήσεων των εταιρειών. Ο Koh P.(2003) εξετάζει τη σχέση ανάμεσα στους θεσμικούς επενδυτές και στα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα που αυξάνουν τα κέρδη και κατέληξε πως έχουν μια κοίλη σχέση όπου είναι θετική σε χαμηλότερα ποσοστά θεσμικής ιδιοκτησίας και αρνητική στα υψηλότερα επίπεδα θεσμικής ιδιοκτησίας. Σε μια άλλη μελέτη ο Koh S. (2007) επεκτείνει τη βιβλιογραφία κατηγοριοποιεί τους θεσμικούς επενδυτές σε παροδικούς και μακροπρόθεσμους, ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα που έχουν θέσει στις επενδύσεις τους, ώστε να εξετάσει τη σχέση ανάμεσα στους τύπους θεσμικών επενδυτών και στις στρατηγικές χειραγώγησης κερδών μέσω δεδουλευμένων, δημιουργώντας δύο αμοιβαίως αποκλειόμενες ομάδες: τις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα δεδουλευμένα για να επιτύχουν ή και να ξεπεράσουν τους στόχους που αφορούν τα κέρδη και εκείνες που δεν τα χρησιμοποιούν. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές με μακροπρόθεσμους στόχους περιορίζουν τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων στις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα δεδουλευμένα για χειραγώγηση των κερδών τους. Αυτό σημαίνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα μπορούν να κατευνάσουν την επιθετική χειραγώγηση κερδών στις επιχειρήσεις.

Οι εξωτερικοί blockholders θεωρούνται ένας πολύ σημαντικός μηχανισμός που επηρεάζει τη χειραγώγηση κερδών. Σύμφωνα με τους Jensen and Meckling (1976) σε μια από τις πρώτες μελέτες για το συγκεκριμένο θέμα που καταλήγει ότι ο έλεγχος από πλευράς blockholders είναι ένας τρόπος να μειωθούν τα κόστη αντιπροσώπευσης. Αρκετές μελέτες που ακολούθησαν κατέληξαν πως οι εξωτερικοί blockholders θα μπορούσαν να ελέγξουν επαρκώς τις διοικήσεις των εταιρειών (Koch, 1981; Mikkelson and Ruback, 1985l; Shleifer and Vishny 1996 και Barclay and Holderness, 1991).

Το μεγαλύτερο κίνητρο από πλευράς εξωτερικών blockholders να ελέγχουν τις πράξεις των διοικήσεων μειώνει τη χειραγώγηση κερδών από πλευράς διοικήσεων μέσω του περιορισμού της διακριτικής ευχέρειας των διοικούντων σχετικά με τις χρηματοοικονομικές αναφορές και/ή της μείωσης των κινήτρων τους να χειραγωγήσουν τα κέρδη.

Οι Dechow et al., (1996) καταλήγουν ότι οι εξωτερικοί blockholders αποτελούν ένα μέσο αποτελεσματικού ελέγχου των υπερβολών των διοικούντων σε σχέση με τα κέρδη, σε σημεία που παραβιάζουν τις Γενικώς Αποδεκτές Λογιστικές Μεθόδους. Οι Yeo et al., (2002) δείχνουν με τη μελέτη τους μια πολύ ισχυρή θετική σχέση ανάμεσα στην κατοχή από εξωτερικούς blockholders που δεν συνδέονται μεταξύ τους και στην πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη. Ωστόσο οι McEachern (1975), Shleifer and Vishny (1996), Holderness and Sheehan (1988) και Barclay and Holderness (1991) ανάμεσα σε άλλους θεωρούν ότι οι εξωτερικοί blockholders μπορεί να αποτελέσουν επιπλέον πίεση προς τις διοικήσεις ώστε να προβούν σε χειραγώγηση κερδών προς τα πάνω. Οι Zhong et al., (2007) μελετούν τη σχέση ανάμεσα στην κατοχή μετοχών από εξωτερικούς blockholders και τη χειραγώγηση κερδών για εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Τα αποτελέσματά τους καταλήγουν πως η ύπαρξη εξωτερικών blockholders συνδέεται θετικά με τα discretionary accruals στις εταιρείες που αντιμετωπίζουν μείωση στα κέρδη προ-χειραγώγησης. Αυτά τα αποτελέσματα συμβαδίζουν με τη δεύτερη άποψη και αναφέρουν ότι οι εξωτερικοί blockholders δεν αποτελούν αποτελεσματικό έλεγχο στην προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών μέσω δεδουλευμένων που είναι σύμφωνη με τα γενικώς αποδεκτά λογιστικά πρότυπα.

Παρόλο που η εκτενής βιβλιογραφία εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες της χειραγώγησης κερδών, τα ευρήματα είναι ανάμεικτα και το τι αποτελεί καθοριστικό παράγοντα της χειραγώγησης των κερδών των επιχειρήσεων παραμένει ένα εμπειρικό θέμα. Οι blockholders σε αρκετές μελέτες έχουν βρεθεί να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ύπαρξη και στην κατεύθυνση της χειραγώγησης των κερδών με δύο επικρατέστερες απόψεις, την alleviating view σύμφωνα με την οποία οι blockholders κατευνάζουν τα κίνητρα των διοικήσεων για δημοσίευση μεγαλύτερων κερδών από ότι πραγματικά υπάρχουν άρα μειώνουν την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών (Jensen και Meckling ,1976; Koch, 1981; Mikkelson και Ruback, 1985; Shleifer και Vishny, 1986; και Barklay και Holderness, 1991) και την exacerbating view σύμφωνα με την οποία οι blockholders εντείνουν την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών μέσω της πίεσής τους προς τις διοικήσεις όπως υποστηρίζεται από τους Shleifer και Vishny (1986), Holderness και Sheehan (1998), Barklay και Holderness (1991), Bethel et al., (1998), Song (2000) και Zhong et al., (2007). Συνεπώς, αυτή η μελέτη συνεισφέρει στη βιβλιογραφία με το να εξετάζει την επίδραση της ύπαρξης blockholders στη χειραγώγηση κερδών στην Ελληνική αγορά, μια αγορά η οποία ήταν από τις πρώτες που εμφάνισαν τα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο αρχικά αναπτύσσονται οι υποθέσεις οι οποίες στη συνέχεια θα ελεγχθούν με σκοπό να καταλήξουμε στα συμπεράσματα για τον τρόπο με τον οποίο η ύπαρξη blockholders επηρεάζει τη χειραγώγηση κερδών από πλευράς διοικήσεων, ορίζοντας τη χειραγώγηση με αναφορά στην ύπαρξη στατιστικά σημαντικών λογιστικών δεδουλευμένων στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων των επιχειρήσεων (discretionary accruals).

3.1 Ανάπτυξη υποθέσεων

Στα πλαίσια της διερεύνησης της σχέσης της ύπαρξης εξωτερικών blockholders με το ύψος της χειραγώγησης κερδών συνεπώς και της ποιότητας των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων αναπτύχθηκαν οι εξής υποθέσεις:

H_a: Η ύπαρξη blockholders οξύνει την τάση των διοικούντων να κάνουν χειραγώγηση κερδών.

Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, η ύπαρξη blockholders στη σύσταση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας δρα ως μέσο πίεσης προς τη διοίκηση για δημοσίευση υψηλότερων κερδών. Αυτό συμβαίνει γιατί οι blockholders έχοντας συγκεντρωμένη στα χέρια τους μεγάλη δύναμη όσον αφορά τη δυνατότητά τους να ελέγχουν μέσω της ψήφου τους τη σύσταση του διοικητικού συμβουλίου, δύνανται να επηρεάζουν προς όφελός τους τις αποφάσεις που θα λάβουν οι μάνατζερς και συγκεκριμένα τη δημοσίευση υψηλών κερδών για να καλυφθεί η θέληση των μετόχων για καλύτερη απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

H_b: Το ποσοστό συμμετοχής που κατέχεται από όλους τους blockholders μαζί είναι θετικά συνδεδεμένο με την χειραγώγηση κερδών.

Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση όσο αυξάνει το συνολικό ποσοστό συμμετοχής που κατέχουν οι όλοι οι blockholders μιας εταιρείας, τόσο αυξάνει η χειραγώγηση που ασκεί η διοίκηση στα κέρδη. Αυτό σημαίνει πως κατοχή μεγαλύτερου ποσοστού στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου αυξάνει τη δύναμη που έχουν οι blockholders έναντι των διοικήσεων και έτσι οι πρώτοι έχουν την ικανότητα να πιέσουν τις διοικήσεις ώστε να δημοσιεύσουν τα επιθυμητά κέρδη μέσω των λογιστικών επιλογών που θα πάρουν.

Επιχειρείται δηλαδή να γίνει μια σύνδεση της ύπαρξης αρχικά και του ποσοστού συμμετοχής στη συνέχεια των blockholders με το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών στην κατεύθυνση που ερευνήθηκε και από τους Zhong et al., (2007) για να διερευνηθεί αν η υπερισχύουσα δυναμική είναι η θέληση για υψηλότερα κέρδη ή η καλή σχέση κόστους οφέλους στον αποτελεσματικό έλεγχο για τη μείωση της χειραγώγησης κερδών.

3.2 Περιγραφή δείγματος και τρόπος επιλογής δεδομένων

Όπως προαναφέρθηκε η παρούσα εργασία ασχολείται με τη σύνδεση της χειραγώγησης κερδών με την ύπαρξη ή μη καθώς και με το ποσοστό κατοχής μετοχών από blockholders στην Ελληνική αγορά κατά τα έτη 2005 έως και 2013.

Η επιλογή του δείγματος της μελέτης ξεκίνησε από το σύνολο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών όπου στη συνέχεια αποκλείστηκαν οι εταιρείες που ανήκουν στον τραπεζικό, στο χρηματοοικονομικό, στον ασφαλιστικό καθώς και στον κλάδο επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία λόγω του ότι οι δημοσιευμένες καταστάσεις των συγκεκριμένων κλάδων διαφέρουν σημαντικά από αυτές των υπολοίπων εταιρειών λόγω του αντικειμένου και του τρόπου με τον οποίο προκύπτουν τα κέρδη τους, συνεπώς τα αποτελέσματα της έρευνας μέσω της μεθόδου που έχει επιλεγεί δεν θα βοηθούσαν στη λήψη σαφών συμπερασμάτων, κάτι που είναι σύμφωνο με τη μελέτη των Rosenboom et al., (2003). Στη συνέχεια οι υπόλοιπες εταιρείες χωρίστηκαν ανά κλάδο (σύμφωνα με τα sectors και τη μεταβλητή ICBIN). Οι κλάδοι που δημιουργήθηκαν είναι 10 και είναι ο κλάδος των κατασκευών και υλικών, των παραγωγών τροφίμων, της λιανικής πώλησης, των οικιακών ειδών, των βιομηχανικών κατασκευών, των βιομηχανικών μετάλλων και ορυκτών, των ειδών προσωπικής φροντίδας, ο κλάδος παραγωγής λογισμικού και υπολογιστών, ο κλάδος ταξιδιών και αναψυχής και τέλος ο κλάδος των ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών ειδών καθώς και τεχνολογικού εξοπλισμού. Ο τελευταίος κλάδος που αναφέρθηκε δεν αποτελεί έναν ενιαίο κλάδο στην Datastream αλλά κρίθηκε σκόπιμο να ενωθούν οι παρεμφερείς κλάδοι του Ηλεκτρονικού και ηλεκτρολογικού εξοπλισμού με τον κλάδο τεχνολογικού εξοπλισμού ώστε να δημιουργηθεί ένας κλάδος με ικανό αριθμό παρατηρήσεων για να μπορέσουν να πραγματοποιηθούν οι παλινδρομήσεις. Ο κλάδος των κατασκευών και υλικών αποτελείται από 216 παρατηρήσεις, των παραγωγών τροφίμων από 180, των ειδών λιανικής πώλησης από 77, των οικιακών ειδών από 79, των βιομηχανικών κατασκευών από 76, των βιομηχανικών μετάλλων και ορυκτών από 125, των ειδών προσωπικής φροντίδας από 146, ο κλάδος παραγωγής λογισμικού και υπολογιστών αποτελείται από 147 παρατηρήσεις, ο κλάδος ταξιδιών και αναψυχής από 129 παρατηρήσεις και ο κλάδος των ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών ειδών καθώς και τεχνολογικού εξοπλισμού από 87 παρατηρήσεις. Συνεπώς έχουμε σύνολο 1262 παρατηρήσεων για τους 10 κλάδους και για τα έτη 2005 έως 2013.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τη μελέτη και προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και συγκεκριμένα από τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και τέλος την Κατάσταση Ταμειακών Ροών και συλλέχθηκαν από τη βάση Datastream/Worldscope, της εταιρείας Thomson Reuters. Επιπλέον τα δεδομένα που αφορούν στην ύπαρξη blockholders έχουν συλλεχθεί από τη βάση δεδομένων Thomson One Reuters και συγκεκριμένα από τη μεταβλητή holdings in categories of securities. Για την Ελληνική αγορά παρέχονται δεδομένα για το ιδιοκτησιακό καθεστώς μόνο για τα έτη 2012 και 2013 με αποτέλεσμα να χρησιμοποιηθούν στατικά δεδομένα για τη μεταβλητή αυτή που προέρχονται από το μέσο όρο του ποσοστού κατοχής μετοχών για τα δύο αυτά έτη. Τα δεδομένα που συγκεντρώθηκαν κατηγοριοποιήθηκαν ανά εταιρεία και στη συνέχεια έγινε επιλογή των επενδύσεων σε ποσοστά μεγαλύτερα του 5% από κάθε επενδυτή οι οποίες αντιστοιχήθηκαν με τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων τα οποία είχαν ληφθεί από τη βάση Datastream. Τέλος οι εταιρείες για τις οποίες δεν κατέσθη δυνατό να βρεθούν όλα τα απαραίτητα δεδομένα είτε από τις οικονομικές καταστάσεις, είτε σχετικά με τη δομή διακυβέρνησης αποκλείσθηκαν από το δείγμα. Συνεπώς με τους περιορισμούς για τα δεδομένα που τέθηκαν πιο πάνω το τελικό δείγμα που προέκυψε αποτελείται από 145 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες. Τα συγκεντρωτικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται στους μετέπειτα υπολογισμούς (pooled data) αποτελούνται από 1262 παρατηρήσεις. Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η κατανομή των παρατηρήσεων ανά χρονιά.

Πίνακας 1: Κατανομή παρατηρήσεων ανά έτος										
Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Σύνολο
Παρατηρήσεις	129	134	140	143	145	145	145	143	138	1262

3.3 Μεθοδολογία εμπειρικής προσέγγισης και περιγραφή δεδομένων

Το πρώτο στάδιο της επεξεργασία αφορούσε τον υπολογισμό των δεδουλευμένων. Η μεταβλητή που χρησιμοποιείται ως ένδειξη για την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενα κεφάλαια είναι τα δεδουλευμένα τα οποία είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (discretionary accruals).

Για τον υπολογισμό των discretionary accruals αρχικά έπρεπε να υπολογιστούν τα nondiscretionary accruals, των δεδουλευμένων δηλαδή που δεν μπορεί να επηρεάσει η διοίκηση. Αυτό γίνεται μέσω του modified Jones model, το οποίο σύμφωνα με τους Dechow et al., (1995) αποτελεί το πιο αξιόπιστο για τον υπολογισμό των nondiscretionary accruals, και συγκεκριμένα με τη χρήση ενός Performance-Adjusted Modified Jones μοντέλου στη λογική που αναπτύχθηκε το Performance-Matched Modified Jones μοντέλο από τους Kothari et al., (2005) το οποίο πραγματοποιήθηκαν διαστρωματικές παλινδρομήσεις ανά κλάδο, κατ' έτος για τα 9 έτη που προαναφέρθηκαν.

Η έννοια του Performance Adjusted σημαίνει ότι για χρησιμοποιήθηκε και μεταβλητή για την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων με σκοπό να μην επηρεαστούν τα αποτελέσματα από την επήρεια της οικονομικής κρίσης κάτι που θα μπορούσε να οδηγήσει σε εσφαλμένη ένδειξη χειραγώγησης κερδών.

Μέσω της μεθόδου των ταμειακών ροών (Dechow et al., 2003) υπολογίζουμε τα Total Accruals χρησιμοποιώντας δεδομένα που έχουν αντληθεί από την βάση Datastream και αντικαθιωστώντας στη σχέση (1) προκύπτουν τα στοιχεία για το ύψος των συνολικών δεδουλευμένων κάθε εταιρείας για κάθε έτος.

$TA_{it} = NI_{it} – CFO_{it}$ (1)

Όπου:

TA_{it} = τα συνολικά δεδουλευμένα της εταιρείας i, για το έτος t.

NI_{it} = Το καθαρό κέρδος πριν από τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών για την εταιρεία i, τον κλάδο j, το έτος t, που προκύπτει από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. (Κωδικός Datastream WC01551 Net income before extra items/preferred dividends)

CFO_{it} = Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες για την εταιρεία i, το έτος t, που προκύπτουν από την κατάσταση ταμειακών ροών (Κωδικός Datastream WC04860: Net Cash Flow – operating activities)

Σημειώνεται εδώ πως στις περιπτώσεις που ο κωδικός WC04860 για τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες δεν επέστρεφε αποτελέσματα, χρησιμοποιήθηκε το άθροισμα των στοιχείων της Datastream: WC04201 Funds from Operations και WC04831 Funds from Other Operating Activities. Η χρήση αυτών των δύο μεταβλητών σαν εναλλακτική μας δίνει ακριβώς τα ίδια αποτελέσματα με τη διαφορά οτι υπάρχουν δεδομένα για παρατηρήσεις που ο πρώτος τρόπος δεν επέστρεφε αποτελέσματα.

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκαν παλινδρομήσεις μέσω της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) ανά κλάδο και ανά έτος ώστε να υπολογιστούν οι συντελεστές β_0, β_1, β_2 και β_3 της παλινδρόμησης (2) χρησιμοποιόντας το Performance-Adjusted Modified Jones model το οποίο έχει την εξής μορφή:

$$TA_{ijt}/A_{ijt-1} = \beta_0 (1/ A_{ijt-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{ijt}-\Delta REC_{ijt})/A_{ijt-1} + \beta_2 (PPE_{ijt}/A_{ijt-1}) + \beta_3 ROA_{ijt-1} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

Όπου:

TA_{ijt} = Το σύνολο των δεδουλευμένων με βάση τα στοιχεία από την Κατάσταση Ταμειακών Ροών για τον κλάδο j, την εταιρεία i, το έτος t. Η μεταβλητή αυτή υπολογίστηκε προηγουμένως χρησιμοποιώντας τη σχέση (1).

A_{ijt-1} = Το σύνολο του ενεργητικού τέλους της χρήσης για τον κλάδο j, την εταιρεία i, το έτος t-1 που προκύπτει από τον Ισολογισμό και έχει κωδικό στη βάση Datastream WC02999 (Total Assets). Στο συγκεκριμένο σημείο τονίζεται οτι χρησιμοποιείται το υπόλοιπο τέλους της προηγούμενης χρήσης και όχι της τρέχουσας.

ΔREV_{ijt} = Η μεταβολή στα έσοδα από πωλήσεις για τον κλάδο j, την εταιρεία i, το έτος t, το οποίο προκύπτει αφαιρώντας από το υπόλοιπο τέλους της φετινής χρήσης στις πωλήσεις , το αντίστοιχο περσινό υπόλοιπο για να βρεθεί η μεταβολή στις πωλήσεις ανάμεσα στις δύο χρονιές. Το στοιχείο αυτό προκύπτει από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεις και έχει κωδικό στη Datastream WC01001 (Net Sales or Revenues).

ΔREC_{ijt} = Η μεταβολή των λογαριασμών εισπρακτέων για τον κλάδο j, την εταιρεία i, το έτος t, που προκύπτει αφαιρώντας από το υπόλοιπο τέλους της φετινής χρήσης στους λογαριασμούς εισπρακτέους , το αντίστοιχο περσινό υπόλοιπο για να βρεθεί η μεταβολή του λογαριασμού ανάμεσα στις δύο χρονιές. Το στοιχείο αυτό προέρχεται από την τον Ισολογισμό και έχει κωδικό στη Datastream WC02051 (Receivables Net).

PPE_{ijt} = Το σύνολο των παγίων προ αποσβέσεων για τον κλάδο j, την εταιρεία i, το έτος t. Το ποσό αυτό προκύπτει από τον Ισολογισμό και έχει κωδικό στη Datastream WC02301 (Property Plant and Equipment Gross).

ROA_{ijt} = Δείκτης για την αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού που ισούται με NI_{ijt}/A_{ijt}.

και

NI_{ijt} = Το καθαρό κέρδος πριν από τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών για την εταιρεία i, τον κλάδο j, το έτος t, που προκύπτει από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. (Κωδικός Datastream WC01651 Net income before extra items/preferred dividends)

ε_{ijt} = ο διαταρρακτικός όρος

i = ο δείκτης της εταιρείας

j = ο δείκτης του κλάδου

t = ο δείκτης του έτους

Στη συνέχεια, οι συντελεστές αυτοί χρησιμοποιούνται σε κάθε μια επιχείρηση ξεχωριστά ανά έτος και μέσω της εξίσωσης (3) υπολογίζονται τα nondiscretionary accruals της εταιρείας.

Η διαίρεση όλων των μεταβλητών της εξίσωσης με το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης χρήσης γίνεται για να μειωθεί η ετεροσκεδαστικότητα σύμφωνα με τη μεθοδολογία που ακολουθείται από τους Kothari et al., (2005)

Στη συνέχεια και αφού έχουν υπολογιστεί οι συντελεστές β_0, β_1, β_2 και β_3 για κάθε κλάδο και για κάθε έτος, οι ίδιοι συντελεστές χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση των Nondiscretionary accruals με την παρακάτω εξίσωση:

$$NDA_{it} = \beta_0 (1/ A_{ijt-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{ijt}-\Delta REC_{ijt})/A_{ijt-1} + \beta_2 (PPE_{ijt}/A_{ijt-1}) + \beta_3 ROA_{ijt-1} \quad (3)$$

Όπου:

NDA_{it} = τα δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, για την εταιρεία i, τη χρονιά t.

Τα συνολικά δεδουλευμένα διαχωρίζονται όπως προαναφέρθηκε σε αυτά που μπορεί να επηρεάσει η διοίκηση και σε αυτά που δεν μπορεί να επηρεάσει. Συνεπώς σε αυτό το σημείο, αφού έχουν ήδη υπολογισθεί και τα συνολικά δεδουλευμένα για κάθε εταιρεία και κάθε έτος και τα αντίστοιχα δεδουλευμένα που δεν μπορεί να επηρεάσει η διοίκηση, χρησιμοποιώντας τη σχέση:

$$\text{Total Accruals}_{it} = \text{Nondiscretionary accruals}_{it} + \text{Discretionary accruals}_{it} \quad (4),$$

καταλήγουμε στα discretionary accruals, τα δεδουλευμένα τα οποία είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και τα οποία θεωρούμε ότι είναι η ένδειξη αν πραγματοποιείται χειραγώγηση κερδών μέσω δεδουλευμένων ή όχι. Να αναφερθεί εδώ ότι οι υπολογισμοί στα δεδουλευμένα που γίνονται , δίνουν αποτελέσματα για τα κανονικοποιημένα δεδουλευμένα (διαιρεμένα με το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης χρήσης) , τα οποία θα αναφέρονται στο εξής ως scaled accruals.

Στο επόμενο στάδιο γίνεται έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του μέσου και της διάμεσου των scaled discretionary accruals στο σύνολο των στοιχείων μας (pooled data) για να διαπιστωθεί αν οι ενδείξεις χειραγώγησης κερδών που εντοπίστηκαν είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός ή όχι και αν χρήζουν περαιτέρω μελέτης. Η χειραγώγηση των κερδών δεν μπορεί να γίνεται συνεχόμενες χρονιές μιας και τα δεδουλευμένα μπορούν μόνο βραχυπρόθεσμα να επηρεαστούν. Για το λόγο αυτό, στις επόμενες χρονιές από αυτές που έχει πραγματοποιηθεί χειραγώγηση κερδών, παρατηρείται αντίστροφη πορεία στα nondiscretionary accruals που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως «διορθωτικές κινήσεις» ή κυκλικότητα στα δεδουλευμένα. Έτσι για να αποφευχθεί αυτό το ζήτημα ο έλεγχος γίνεται και σε επίπεδο signed scaled discretionary accruals, όπου λαμβάνουμε υπ' όψιν το πρόσημο στα discretionary accruals, αλλά και επίπεδο absolute scaled discretionary accruals, όπου θα χρησιμοποιηθούν οι απόλυτες τιμές των δεδουλευμένων. Επίσης επειδή αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η σχέση της χειραγώγησης κερδών με την ύπαρξη blockholders, το σύνολο των δεδομένων μας θα χωριστεί σε 5 υποκατηγορίες ανάλογα με το αντίστοιχο συνολικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο κατέχεται από blockholders.

Στο τελευταίο στάδιο της μελέτης και συγκεκριμένα στους ελέγχους υποθέσεων χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο παλινδρόμησης στη λογική της μελέτης των Zhong et al., (2007) χρησιμοποιώντας σαν εξαρτημένη μεταβλητή τις απόλυτες τιμές των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης διαιρεμένα με το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης χρονιάς (absolute scaled discretionary accruals) και σαν εξαρτημένες ένα control για την ύπαρξη ή το ποσοστό των blockholders, ένα control για το μέγεθος, ένα control για το χρέος, ένα για την ανάπτυξη και οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Και πάλι η παλινδρόμηση (OLS) έγινε για τα συγκεντρωμένα δεδομένα και όχι ανά κλάδο μιας και ο σχηματισμός των discretionary accruals έγινε λαμβάνοντας υπ' όψιν τα δεδομένα κάθε κλάδου ξεχωριστά συνεπώς η επήρεια του κλάδου έχει ήδη συμπεριληφθεί στο σχηματισμό της μεταβλητής. Επίσης με την ίδια μέθοδο είναι απαλλαγμένα από την επήρεια του κάθε έτους συνεπώς στα pooled data έχουμε δεδομένα για όλους τους κλάδους και όλες τις χρήσεις μαζί. Για την εκτίμηση της σχέσης των discretionary accruals με τους blockholders και τα controls που επιλέχθηκαν, χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα σχετικά με την κατοχή ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου από την βάση Thomson One Reuters και συγκεκριμένα με την επιλογή «Holdings in Categories of Securities» και επιλέχθηκε η Ελλάδα ως αγορά στόχος. Τα δεδομένα σχετικά με την ιδιοκτησία αρχικά ταξινομήθηκαν ανά ποσοστό συμμετοχής και στη συνέχεια αφού αφαιρέθηκαν οι κάτοχοι μετοχών με ποσοστό μικρότερο του 5%, ταξινομήθηκαν ανά εταιρεία ώστε να βρεθεί το συνολικό ποσοστό συμμετοχής που κατέχεται από blockholders σε κάθε εταιρεία. Στη συνέχεια αντιστοιχήθηκε το ποσοστό αυτό με τις υπόλοιπες παρατηρήσεις για τις επιχειρήσεις που είχαμε από τη βάση Datastream. Εκτός από το ποσοστό συμμετοχής που προστέθηκε σαν μεταβλητή, δημιουργήθηκε και μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν η μεταβλητή του ποσοστού συμμετοχής των blockholders είναι μεγαλύτερη του 5% (εξ'ορισμού δεν μπορεί να είναι μικρότερο) αλλιώς λαμβάνει την τιμή 0 όταν δεν υπάρχουν blockholders.

Για τον έλεγχο της υπόθεσης H_a χρησιμοποιήθηκε η σχέση (5):

$$AbsSDA_i = β0 + β1\ DBlock_i + β2\ Size_i + β3\ Debt_i + β4\ Growth_i + β5\ CFO_i + ε_i \quad (5)$$

Όπου:

$AbsSDA_i$ = η απόλυτη τιμή των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (η μεταβλητή για την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών, η οποία υπολογίστηκε προηγουμένως), για την παρατήρηση i.

$DBlock_i$ = ψευδομεταβλητή (dummy variable) που παίρνει την τιμή 1 εάν υπάρχει έστω και ένας blockholder στη συγκεκριμένη παρατήρηση και την τιμή 0 εάν δεν υπάρχει, για την παρατήρηση i.

$Size_i$ = control για το μέγεθος της επιχείρησης της παρατήρησης i που ισούται με το λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού τέλους της χρήσης (lnA_i)

$Debt_i$ = control για τη μόχλευση της επιχείρησης της παρατήρησης i που ισούται με το λόγο του συνόλου του χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού κατά το τέλος της χρήσης. Το σύνολο του χρέους βρίσκεται από τον κωδικό WC03255 (Total Debt) στη βάση Datastream.

$Growth_i$ = control για την ανάπτυξη της επιχείρησης της παρατήρησης i, που ισούται με την market value to book αξία της μετοχής της επιχείρησης, στοιχείο με κωδικό στη βάση Datastream MTBV (Market Value to Book).

CFO_i = οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες στην επιχείρηση της παρατήρησης i

$ε_i$ = ο διαταρρακτικός όρος

Για τον έλεγχο της υπόθεσης Hb χρησιμοποιήθηκε η σχέση (6):

$AbsSDA_i$ = β0 + β1 $BlockPerc_i$ + β2 $Size_i$ + β3 $Debt_i$ + β4 $Growth_i$ + β5 CFO_i + $ε_i$ (6)

Όπου:

$BlockPerc_i$ = το συνολικό ποσοστό συμμετοχής επί του συνόλου των μετοχών που κατέχεται από blockholders στην εταιρεία της παρατήρησης i, δεδομένο που λήφθηκε από τη βάση ThomsonOne με τον τρόπο που περιγράφηκε προηγουμένως.

3.4 Παρουσίαση ευρημάτων

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται τα ευρήματα της στατιστικής μελέτης και του ελέγχου των υποθέσεων που αναλύθηκαν πιο πάνω. Σε πρώτο στάδιο εξετάζεται η στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, η οποία όπως αναφέρθηκε είναι η ένδειξη για τη χειραγώγηση των κερδών. Ο έλεγχος αυτός για τα pooled data δεν θα είχε κάποιο ενδιαφέρον στατιστικά γιατί το δείγμα αποτελείται από μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων της Ελληνικής αγοράς συνεπώς ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας αναμένεται να επιστρέψει μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τη μεταβλητή πράγμα που δεν μεταφράζεται ως μη ύπαρξη χειραγώγησης κερδών αλλά ως αποτελεσματικότητα της αγοράς. Πράγματι αυτό επιβεβαιώνεται με τον έλεγχο του μέσου να δίνει t-statistic ίσο με 0,1784 και τον έλεγχο της διαμέσου (Wilcoxon Signed-rank test) να δίνει Prob > |z| ίσο με 0,8344. Η μέση τιμή για τα Scaled Discretionary Accruals είναι το 0,0002887 ενώ η διάμεσος είναι 0,000484857 τη στιγμή που η μέγιστη τιμή που η μέγιστη τιμή που σημειώνεται είναι 0,316561409 και η ελάχιστη είναι -0,259317423 όπως φαίνεται στον πίνακα 2 ενώ στο παράρτημα παρατίθενται οι πίνακες με τους ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας που αναφέρθηκαν πιο πάνω.

Πίνακας 2: Περιγραφικά Χαρακτηριστικά Μεταβλητών μοντέλου						
Performance-Adjusted Modified Jones						
Μεταβλητή	**Παρατηρήσεις**	**Μέσος**	**Διάμεσος**	**Τυπική Απόκλιση**	**Ελάχιστο**	**Μέγιστο**
Dblock	1262	0.921553	1	0.2689802	0	1
BlockPerc	1262	0.612091	0.6658000	0.2302838	0.0000000	0.9694500
Scaled Discretionary Accruals (S.D.A.)	1262	0.00018	0.0002138	0.0574478	-0.2593174	0.3165614
Absolute SDA	1262	0.040558	0.0286108	0.0406699	0.0000000	0.3165614
Scaled Total Accruals	1262	-0.03852	-0.0388773	0.1303309	-2.1054310	2.2322120
CFO	1262	23441.72	1456.5	135984	-197304.0	1842600.0
Inverted Assets Lag1 ($1/A_{t-1}$)	1262	2.77E-05	0.0000107	0.000605	0.0000001	0.0009158
(DREV-DREC)/A_{t-1}	1262	0.0318	0.0066046	0.5162252	-2.4612000	10.5244100
PPE/ A_{t-1}	1262	0.402604	0.3519989	0.7522524	0.0000660	25.6663400
ROA	1262	-0.00865	0.0019265	0.193678	-5.6143910	2.1933400

Το επόμενο στάδιο της μελέτης πραγματοποιείται χωρίζοντας τα δεδομένα ανάλογα με τα ποσοστά κατοχής από blockholders. Η μεταβλητή αυτή, λόγω του οτι δεν μετράει την κατοχή ποσοστού συμμετοχής από 0 έως 5 μιας και για να θεωρείται blockholder πρέπει να κατέχει τουλάχιστον 5% του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου, παίρνει τιμές 0 και μετέπειτα από 0,24 έως 0,96945. Η μέση τιμή της μεταβλητής των blockholder είναι 0,6121 και η διάμεσος 0,6667 ενώ η τυπική απόκλιση 0,230804 όπως φαίνεται και από τον πίνακα 2. Επίσης παρατηρούμε οτι τα Scaled Discretionary Accruals με μέση τιμή 0,00018 παίρνουν τιμές από -0,2593174 έως 0,3165614. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες παιρνουν τιμές από -197304 έως 1842600 ενώ έχουν μέση τιμή 23441,72.

3.4.1 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας scaled discretionary accruals ανά κατηγορία συμμετοχής

Οι κατηγορίες που δημιουργήθηκαν βάσει του συνολικού ποσοστού με το οποίο οι blockholders συμμετέχουν στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο, είναι οι εξής 5:

Πίνακας 3: Κατηγορίες Discretionary Accruals ανά κατηγορία συμμετοχής	
Κατηγορία	Ποσοστό συμμετοχής
1η	0 έως 5% δηλαδή μη ύπαρξη blockholders
2η	5 έως 25% συνολική συμμετοχή blockholders
3η	25 έως 50% συνολική συμμετοχή blockholders
4η	50 έως 75% συνολική συμμετοχή blockholders
5η	75 έως 100% συνολική συμμετοχή blockholders

Ο λόγος που δημιουργήθηκαν οι πέντε αυτές κατηγορίες είναι για να εξεταστεί η ύπαρξη χειραγώγησης κερδών σε σχέση με την ύπαρξη blockholders και το ύψως του ποσοστού συμμετοχής αυτών. Στην πρώτη κατηγορία (μη ύπαρξη blockholders) παρατηρούμε από τα περιγραφικά στατιστικά οτι η μέση τιμή των scaled discretionary accruals είναι 0,0015028 , η διάμεσος είναι 0,0044724 και η τυπική απόκλιση 0,0491591. Στην κατηγορία 5 έως 25% η μέση τιμή είναι 0,0008377, η διάμεσος 0,0033916 και η τυπική απόκλιση 0,0459802. Στην κατηγορία 25 έως 50 η μέση τιμή είναι 0,0003785, η διάμεσος 0,0181687 και η τυπική απόκλιση 0,0530476. Στην κατηγορία 50 έως 75% η μέση τιμή είναι -0,0028293, η διάμεσος -0,0037196 και η τυπική απόκλιση 0,0580155. Τέλος, στην κατηγορία 75 έως 100% η μέση τιμή είναι 0,0061115, η διάμεσος 0,0041469 και η τυπική απόκλιση 0,0601755. Διακρίνεται συνεπώς μια τάση για προς τα επάνω χειραγώγηση κερδών σε όλες τις κατηγορίες εκτός από την κατηγορία 50 έως 75% που φαίνεται να είναι προς τα κάτω. Τα ευρήματα αυτά θα εξεταστούν για στατιστική σημαντικότητα πιο κάτω. Στον πίνακα 4 δίνονται και παιρετέρω δεδομένα για τα περιγραφικά χαρακτηριστικά.

Πίνακας 4: Περιγραφικά χαρακτηριστικά discretionary accruals ανά κλίμακα συμμετοχής blockholders								
blockholder%	**Obs**	**Mean**	**sd**	**High-Low**		**median**	**skewness**	**kurtosis**
				low	**High**			
0≤Blockh%≤5	100	0.0015028	0.0491591	-0.1696255	0.1410941	0.0044724	-0.8154395	5.0994130
5%≤Blockh%≤25	9	0.0008377	0.0459802	-0.0713604	0.0774095	0.0033916	0.1599204	2.4205110
25≤Blockh%<50	140	0.0003785	0.0530476	-0.1857220	0.2077466	0.0052065	0.0181687	5.7862500
50≤Blockh%<75	678	-0.0028293	0.0580155	-0.2593174	0.2530928	-0.0037196	-0.0580596	5.6622740
75≤Blockh%	339	0.0061115	0.0601755	-0.2137512	0.3165614	0.0041469	0.8453852	7.6659290

Η κατανομή στα τεταρτημόρια των παρατηρήσεων ανά κατηγορία δίνεται από τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5: Κατανομή δεδομένων για τα discretionary accruals στα τεταρτημόρια ανά κατηγορία.			
Blockholder%	**Number of observations**	**Percentile%**	**Observation**
0≤BlockPerc<5	100	25	-0.0143674
		50	0.0044724
		75	0.0274826
		100	0.1410941
5%≤BlockPerc<25	9	25	-0.0298212
		50	0.0033916
		75	0.0319896
		100	0.0774095
25≤BlockPerc<50	140	25	-0.029521
		50	0.0052065
		75	0.0288022
		100	0.2077466
50≤BlockPerc<75	678	25	-0.031185
		50	-0.0037196
		75	0.0288245
		100	0.2530928
75≤BlockPerc	339	25	-0.022487
		50	0.0041469
		75	0.0303286
		100	0.3165614

Η κατανομή των δεδομένων στα τεταρτημόρια γίνεται για να φανεί (σε συνάρτηση με το μέγιστο και το ελάχιστο) η τιμή μέχρι την οποία βρίσκεται το κάθε ποσοστό παρατηρήσεων του δείγματος. Έτσι για παράδειγμα στην κατηγορία συμμετοχών 75% και άνω, βλέπουμε οτι το 25 τοις εκατό των παρατηρήσεων έχουν scaled discretionary accruals μέχρι -0,022487 ενώ το 50% μέχρι 0,0041469 το οποίο είναι και η διάμεσος (εξ ορισμού) για τα scaled discretionary accruals, κάτι που επιβεβαιώνεται και από τον πίνακα 4.

Η συνέχεια της μελέτης για τα scaled discretionary accruals περιλαμβάνει τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του μέσου και του διαμέσου (t-statistic και Wilcoxon test). Τα αποτελέσματα του ελέγχου αυτού μας δείχνουν οτι στατιστικά σημαντική χειραγώγηση κερδών υπάρχει μόνο στην κατηγορία με τα ποσοστά συμμετοχής από 75 έως 100% για τη μέση τιμή των scaled discretionary accruals η οποία είχε αναγνωριστεί προηγουμένως για προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Αυτό προκύπτει από το ότι ο έλεγχος για τον μέσο των scaled discretionary accruals, για διάστημα εμπιστοσύνης 95% δεν απορρίπτει την υπόθεση οτι ο μέσος είναι ίσος με μηδέν άρα στατιστικά τα scaled discretionary accruals για τις 4 πρώτες κατηγορίες δεν είναι σημαντικά, συνεπώς θεωρούμε οτι δεν υπάρχει χειραγώγηση κερδών. Αντιθέτως στην τελευταία κατηγορία (συμμετοχή των blockholders με ποσοστά 75% και άνω) η υπόθεση πως ο μέσος είναι ίσος με μηδέν απορρίπτεται με αποτέλεσμα να θεωρούμε ότι υφίσταται χειραγώγηση κερδών σε αυτά τα επίπεδα συμμετοχής. Ο έλεγχος Wilcoxon δεν επιστρέφει στατιστικά σημαντικά στοιχεία. (Πίνακας 8)

3.4.2 Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας absolute scaled discretionary accruals ανά κατηγορία συμμετοχής

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας στα scaled discretionary accruals έχει τον κίνδυνο να επιστρέψει αρνητικά αποτελέσματα για την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών λόγω του ότι οι διοικήσεις τις επόμενες από τις χρονιές που χειραγώγησαν τα κέρδη τους προβαίνουν σε διορθωτικές κινήσεις με αποτέλεσμα τα δεδομένα της μιας χρονιάς να αναιρούνται από τα δεδομένα της επόμενης. Αυτός είναι και ο λόγος που κρίνεται απαραίτητο να πραγματοποιηθούν οι ίδιοι έλεγχοι για τα absolute scaled discretionary accruals, τις απόλυτες τιμές δηλαδή με σκοπό να μην επηρεάζονται τα αποτελέσματά μας από αυτές τις διορθωτικές κινήσεις. Σύμφωνα με τα περιγραφικά στατιστικά όταν δεν υπάρχουν blockholders η μέση τιμή της απόλυτης τιμής των δεδουλευμένων είναι 0,0335567, η διάμεσος 0,0189937 και η τυπική απόκλιση 0,0357976. Στη δεύτερη κατηγορία η μέση τιμή είναι 0,0322399, η διάμεσος 0,0109448 και η τυπική απόκλιση 0,0307511. Για ποσοστά συμμετοχής 25 έως 50% η μέση τιμή είναι 0,0383990, η διάμεσος 0,0286659 και η τυπική απόκλιση 0,0364569. Για ποσοστά 50 έως 75, η μέση τιμή είναι 0,0416810, η διάμεσος 0,0294695 και η τυπική απόκλιση 0,0404221. Στην τελευταία κατηγορία παρατηρούμε τη μέση τιμή να είναι 0,0414158, την διάμεσο 0,0278295 και την τυπική απόκλιση 0,0440252. Στην μελέτη των περιγραφικών στατιστικών δεν μπορούμε να βγάλουμε συμπεράσματα αν η χειραγώγηση κερδών είναι προς τα πάνω ή προς τα κάτω μιας και τα δεδομένα μας είναι απαλλαγμένα από πρόσημο. Ωστόσο χρήσιμος είναι ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του μέσου και της διαμέσου, που θα πραγματοποιηθεί πιο κάτω.

Πίνακας 6: Περιγραφικά χαρακτηριστικά absolute discretionary accruals ανά κλίμακα συμμετοχής blockholders

blockholder%	Obs	Mean	sd	High-Low		median	skewness	kurtosis
				low	High			
0≤Blockh%≤5	100	0.0335567	0.0357976	0.0000000	0.1696255	0.0189937	1.6108180	5.6150310
5%≤Blockh%≤25	9	0.0322399	0.0307511	0.0033916	0.0774095	0.0109448	0.4059729	1.4176230
25≤Blockh%<50	140	0.0383990	0.0364569	0.0005552	0.2077466	0.0286659	2.1986890	8.6928620
50≤Blockh%<75	678	0.0416810	0.0404221	0.0000815	0.2593174	0.0294695	1.9852360	8.4182170
75≤Blockh%	339	0.0414158	0.0440252	0.0000000	0.3165614	0.0278295	2.5242440	12.5487800

Η κατανομή στα τεταρτημόρια των παρατηρήσεων ανά κατηγορία δίνεται από τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 7: Κατανομή δεδομένων για τα absolute discretionary accruals στα τεταρτημόρια ανά κατηγορία.

Blockholder%	Number of observations	Percentile	Observation
0≤BlockPerc<5	100	25	0.0070191
		50	0.0189937
		75	0.0516991
		100	0.1696255
5%≤BlockPerc<25	9	25	0.0059721
		50	0.0109488
		75	0.0637321
		100	0.0774095
25≤BlockPerc<50	140	25	0.0155382
		50	0.0286659
		75	0.0495726
		100	0.2077466
50≤BlockPerc<75	678	25	0.0126123
		50	0.0294695
		75	0.0569788
		100	0.2593174
BlockPerc≥75	339	25	0.0129135
		50	0.0278295
		75	0.0562226
		100	0.3165614

Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας στο μέσο (t-statistic) και της διαμέσου (Wilcoxon test) με τα absolute δεδομένα είναι πολύ διαφορετικός από ότι με τα ranked. Έτσι διορθώνοντας το φαινόμενο των διορθωτικών κινήσεων βλέπουμε οτι χειραγώγηση κερδών υπάρχει και στις πέντε κατηγορίες μιας και τα t – statistic που μας δίνει ο έλεγχος t-test είναι αρκετά μεγάλα για να πούμε οτι απορρίπτουμε με ασφάλεια την μηδενική υπόθεση H_0: Mean = 0. Παρομοίως ίδια απάντηση παίρνουμε και από το Wilcoxon τεστ όπου το p-value είναι η πιθανότητα να απορρίψουμε εσφαλμένα την υπόθεση οτι H_0: Median = 0. Συνεπώς με τα p-value να είναι όλα ίσα με μηδέν εκτός από την κατηγορία 5 έως 25 όπου και πάλι το 0.0077 μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση H_0: Median = 0 με αρκετά μεγάλη ασφάλεια καταλήγοντας πως υπάρχει τάση χειραγώγηση των κερδών. Τα αποτελέσματα για τους ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας μέσου και διαμέσου παρατίθενται στον πίνακα 8 που ακολουθεί.

Πίνακας 8: Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας μέσου και διαμέσου

	signed			absolute		
BlockPerc	**T-test**	**Wilcoxon Test**	**Wilcoxon p-value**	**T-test**	**Wilcoxon Test**	**Wilcoxon p-value**
0-5	0.3057	1.439	0.1502	9.3740	8.677	0.0000
5-25	0.0547	-0.059	0.9528	3.1452	2.666	0.0077
25-50	0.0844	0.181	0.8564	12.4625	10.265	0.0000
50-75	-1.2698	-1.457	0.1451	26.8494	22.558	0.0000
75-100	1.8699	1.744	0.0812	17.3207	15.956	0.0000

3.4.3 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μεταβλητών παλινδρόμησης για τον έλεγχο των υποθέσεων

Παρατηρώντας τον πίνακα 9 με τα περιγραφικά στοιχεία των δεδομένων της παλινδρόμησης βλέπουμε οτι τα κανονικοποιημένα δεδουλευμένα που βρίσκονται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης παίρνουν τιμές από -0,259317 έως 0,316561 έχοντας μέση τιμή 0,000288 και διάμεσο 0,000326, ενώ η τυπική απόκλιση είναι 0,57402. Η απόλυτη τιμή τους παίρνει τιμές από 0 έως 0,316561 με μέση τιμή 0,040538, διάμεσο 0,028691 και τυπική απόκλιση 0,040625. Η ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη blockholders εξ' ορισμού παίρνει τιμές 0 και 1 με μέση τιμή το 0,921011 που σημαίνει οτι το μεγαλύτερο μέρος του δείγματος έχει blockholders στη σύσταση του μετοχικού κεφαλαίου. Η μεταβλητή για το συνολικό ποσοστό συμμετοχής των blockholders παίρνει τιμές από 0 έως 0,969450 με μέση τιμή 0,612061 και διάμεσο 0,666700. Παρατηρούμε δηλαδή οτι τα ποσοστά συμμετοχής των blockholders έχουν αναμενόμενη τιμή πάνω από 50%. Το control για το χρέος παίρνει τιμές από 0 έως 2,995585 με μέση τιμή το 0,344664 και διάμεσο το 0,641002 ενώ έχει τυπική απόκλιση 0,231958. Το αντίστοιχο control για το μέγεθος παίρνει τιμή από 6,995766 έως 16,334920 με μέση τιμή 11,499460, διάμεσο 11,444410 και τυπική απόκλιση 1,488475. Το control για την ανάπτυξη παίρνει τιμές από -21,33 έως 99,21 με μέση τιμή το 1,275208, διάμεσο το 0,67 και τυπική απόκλιση 3,726946. Τέλος οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες παίρνουν τιμές από -197304 έως 1842600 με μέση τιμή 23406,60, διάμεσο 1456,50 και τυπική απόκλισση 135879,2.

Πίνακας 9: Περιγραφικά στατιστικά δεδομένων ελέγχου υποθέσεων

	Obs	Μέσος	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση	Μέγιστο	Ελάχιστο
Scaled Discretionary accruals	1262	0.000288	0.000326	0.057402	0.316561	-0.259317
Absolute scaled discretionary accrurals	1262	0.040538	0.028691	0.040625	0.316561	0
Blockholders dummy	1262	0.921011	1.000000	0.269828	1.000000	0
Blockholders Percentage	1262	0.612061	0.666700	0.230804	0.969450	0
Debt	1262	0.344664	0.341002	0.231958	2.995585	0
Size	1262	11.499460	11.444410	1.488475	16.334920	6.995766
Growth	1262	1.275208	0.670000	3.726946	99.210000	-21.33
CFO	1262	23406.60	1456.50	135879.2	1842600	-197304

Σύμφωνα με τον Kennedy (1985) και τους Neter et al., (1990) η ύπαρξη πολυσυγγραμικότητας θα επηρέαζε αρνητικά τις εκτιμηθείσες μεταβλητές κατά την παλινδρόμηση μέσω της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων, εάν ο μέγιστος συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι μεγαλύτερος από 0,75. Για το λόγο αυτό γίνεται ο έλεγχος συσχέτισης που παρατίθεται στον πίνακα 10. Σύμφωνα με τον έλεγχο αυτό δεν τίθεται θέμα πολυσυγγραμικότητας ώστε να μας απασχολήσει μιας και ο μέγιστος συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με 0,3803 ανάμεσα στο control του μεγέθους και στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Ο συντελεστής συσχέτισης ανάμεσα στην ψευδομεταβλητή για τους blockholders και στη μεταβλητή του συνολικού ποσοστού κατοχής από blockholders ο οποίος είναι ίσος με 0,7769 δεν είναι κάτι που αξίζει προσοχής μιας και δεν έχει γίνει παλινδρόμηση και με τις δύο μεταβλητές ταυτόχρονα. Είναι άλλωστε αναμενόμενο να υπάρχει συσχέτιση αυτών των δύο μεταβλητών μιας και απεικονίζουν παρόμοια γεγονότα με διαφορετικό ορισμό.

Πίνακας 10: Μήτρα συντελεστή συσχέτισης Pearson

	Blockholders Dummy	Blockholders Percentage	Scaled Discretionary accruals	Absolute Scaled Discr. Accruals	CFO	Debt Control	Size Control	Growth Control
Blockholders Dummy	1.0000							
Blockholders Percentage	0.7769	1.0000						
	0.0000							
Scaled Discretionary accruals	-0.0062	0.0252	1.0000					
	0.8255	0.3698						
Absolute Scaled Discr. Accruals	0.0503	0.0490	0.0378	1.0000				
	0.0733	0.0815	0.1785					
CFO	0.0502	-0.0697	-0.1258	0.0308	1.0000			
	0.0746	0.0131	0.0000	0.2745				
Debt Control	0.1257	0.1833	0.0746	-0.0474	-0.0039	1.0000		
	0.0000	0.0000	0.0080	0.0923	0.8896			
Size Control	0.3357	0.1825	0.0117	-0.0647	0.3803	0.1827	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.6771	0.0215	0.0000	0.0000		
Growth Control	-0.0580	-0.0531	0.0159	0.0207	0.1120	-0.0226	-0.0202	1.0000
	0.0425	0.0629	0.5786	0.4691	0.0001	0.4291	0.4795	

3.4.4 Έλεγχος υπόθεσης Ha: Η ύπαρξη blockholders οξύνει την τάση των διοικούντων να κάνουν χειραγώγηση κερδών

Σε συνέχεια της λογικής που ακολουθήθηκε και στους προηγούμενους ελέγχους, για την αποφυγή προβλημάτων μη ανίχνευσης της χειραγώγησης κερδών λόγω διορθωτικών κινήσεων από τις διοικήσεις, στην παλινδρόμηση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η απόλυτη τιμή των κανονικοποιημένων δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Με αυτόν τον τρόπο έχουμε μια καλύτερη ένδειξη για την σχέση της ύπαρξης χειραγώγησης κεδών αλλά λόγω των απόλυτων τιμών στη μεταβλητή που χρησιμοποιείται ως ένδειξη για τη χειραγώγηση κερδών δεν έχουμε ένδειξη για την κατεύθυνση της χειραγώγησης, αν είναι προς τα πάνω (upwards earning management) ή προς τα κάτω (downwards earnings management) (πίνακας 11). Από τον έλεγχο αυτής της υπόθεσης προέκυψε οτι οι blockholders αυξάνουν την χειραγώγηση των κερδών, εύρημα που εξηγείται στη συνέχεια.

Η παλινδρόμηση των δεδομένων μας επέστρεψε τα εξής δεδομένα:

Ο συντελεστής κλίσης της ψευδομεταβλητής για την ύπαρξη blockholders είναι θετικός και με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας (t-statistic) 3,30. Αυτό επιβεβαιώνει την H_a μας και μας δείχνει οτι όχι μόνο η ύπαρξη blockholders επηρεάζει την χειραγώγηση κερδών αλλά και οτι συγκεκριμένα αυξάνει η χειραγώγηση κερδών όταν υπάρχουν blockholders. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Dechow et al., (1996) και συνάδει με τις αντίστοιχες μελέτες των McEachern (1975), Shleifer and Vishny (1996), Holderness and Sheehan (1988) και Barclay and Holderness (1991) μιας και αποδεικνύεται ουι οι blockholders ασκώντας πίεση για καλύτερα αποτελέσματα, ωθούν τις διοικήσεις προς την κατεύθυνση της χειραγώγησης των κερδών και της εν γένει διάβρωσης των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων.

Ο συντελεστής κλίσης της μεταβλητής του χρέους έχει αρνητικό πρόσημο και επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας -1,77 παρατηρούμε οτι αφ’ενός είναι στατιστικά σημαντικός που σημαίνει οτι το χρέος επηρεάζει τη χειραγώγηση κερδών, ωστόσο το αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει πως όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση της επιχείρησης, τόσο μικρότερη είναι η χειραγώγηση των κερδών. Αυτό θα μπορούσε να ερμηνευτεί πως όσο αυξάνει το χρέος, τόσο μεγαλώνει η πίεση και ο έλεγχος των δανειστών οι οποίοι θα απαιτούν ποιοτικότερα κέρδη ώστε να εξασφαλίσουν τα κεφάλαιά τους και να μην τεθούν σε κίνδυνο οι όροι του δανεισμού με αποτέλεσμα να αναγκάζουν τις διοικήσεις να δημοσιεύουν πιο «καθαρές» καταστάσεις απεικονίζοντας με μεγαλύτερη ακρίβεια την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης.

Ο συντελεστής κλίσης της μεταβλητής του μεγέθους της επιχείρησης έχει και αυτός αρνητικό πρόσημο , όπως επίσης είναι και στατιστικά σημαντικός με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας -3,44. Αυτό αποτελεί ένδειξη πως το μέγεθος της επιχείρησης αφενός επηρεάζει τη χειραγώγηση των κερδών και αφετέρου πως όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο λιγότερη είναι η χειραγώγηση κερδών στην οποία προβαίνουν οι διοικούντες. Αυτό το αποτέλεσμα είναι κάτι το οποίο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως αναμενόμενο μιας και όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο αυξάνει ο αριθμός των ενδιαφερόμενων μερών τα οποία ενδέχεται να εξετάσουν τις δημοσιευμένες καταστάσεις και επίσης όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερα αναμένεται να είναι και τα επενδεδυμένα κεφάλαια με αποτέλεσμα οι μέτοχοι να ασκούν μεγαλύτερο έλεγχο στους διοικούντες ώστε να εξασφαλίσουν πως γίνεται σωστή διαχείρησή τους.

Ο συντελεστής κλίσης του control της ανάπτυξης της επιχείρησης είναι μη στατιστικά σημαντικός (t-statistic = 0,49) οπότε δεν μπορούμε να βγάλουμε κάποιο ασφαλές συμπέρασμα μιας και θεωρούμε οτι δεν επηρεάζει τη χειραγώγηση των κερδών.

Αντιθέτως ο συντελεστής κλίσης των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες είναι στατιστικά σημαντικός (t-statistic = 2,54) και θετικός, κάτι που σημαίνει πως οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες επηρεάζουν την χειραγώγηση κερδών και μάλιστα όσο μεγαλύτερες είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, τόσο μεγαλύτερη είναι η χειραγώγηση κερδών. Το συγκεκριμένο εύρημα είναι κάτι που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μη αναμενόμενο μιας και στην ανάλυση της ποιότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, ένας πρώτος έλεγχος που γίνεται για το κατά πόσο τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ποιοτικά είναι να εξεταστεί ο λόγος των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, προς τα καθαρά κέρδη. Ο εν λόγω δείκτης παίρνοντας θετική τιμή υποδεικνύει «καλή» ποιότητα κερδών πράγμα που σημαίνει οτι αναμένουμε τα ποιοτικά κέρδη και οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες να έχουν την ίδια κατεύθυνση. Ο σταθερός όρος στην εξίσωση είναι και αυτός στατιστικά σημαντικός και θετικός, κάτι που αποτελεί ένδειξη πως ο μέσος όρος των επιχειρήσεων, πραγματοποιεί χειραγώγηση κερδών.

Ταξινομώντας την επίδραση των παραγόντων στη χειραγώγηση των κερδών βάσει των συντελεστών, παρατηρούμε πως από τους παράγοντες που επηρεάζουν θετικά τη χειραγώγηση των κερδών, η ύπαρξη των blockholders είναι που επηρεάζει περισσότερο, με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες να ακολουθούν με σαφώς μικρότερο συντελεστή σε σχέση με τους blockholders, σημειώνοντας ωστόσο πως οι ταμειακές ροές λαμβάνουν αρκετά μεγαλύτερες τιμές σε σχέση με τις υπόλοιπες μεταβλητές. Από τους παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά τη χειραγώγηση των κερδών βλέπουμε πως το χρέος έχει λίγο περισσότερο από τη διπλάσια επίδραση σε σχέση με το μέγεθος.

3.4.5 Έλεγχος υπόθεσης Hb: Το ποσοστό συμμετοχής που κατέχεται από όλους τους blockholders μαζί είναι θετικά συνδεδεμένο με την χειραγώγηση κερδών

Σε αυτό το στάδιο της μελέτης επιχειρείται η σύνδεση της χειραγώγησης κερδών όχι απλά με την ύπαρξη blockholders αλλά με το συνολικό ποσοστό συμμετοχής που κατέχουν οι blockholders. Αυτό σημαίνει ότι η ψευδομεταβλητή που έπαιρνε την τιμή 1 εάν υπάρχουν blockholders αντικαθίσταται με μια νέα μεταβλητή που δείχνει το άθροισμα του ποσοστού επί του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν όλοι οι blockholders της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο θα έχουμε μια καλύτερη πληροφόρηση για την «ένταση» του επηρεασμού που προκαλεί το ποσοστό αυτό συμμετοχής στα absolute scaled discretionary accruals , συνεπώς στη χειραγώγηση κερδών.

Ο συντελεστής κλίσης της μεταβλητής BlockPerc είναι 3,04 με t-statistic 3,04. Άμεσο συμπέρασμα από αυτό είναι πρώτον οτι είναι στατιστικά σημαντικό το ποσοστό συμμετοχής των blockholders και δεύτερον οτι η σχέση του ποσοστού συμμετοχής με τη χειραγώγηση κερδών είναι θετική, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το συνολικό ποσοστό συμμετοχής που κατέχουν οι blockholders τόσο πιο έντονη είναι η χειραγώγηση των κερδών από πλευράς διοίκησης. Αυτό το αποτέλεσμα συμβαδίζει με τα ευρήματα του ελέγχου της πρώτης υπόθεσης και προσθέτει στα ευρήματα το οτι όσο πιο έντονη είναι η παρουσία των blockholders τόσο αυξάνει η πίεση στους διοικούντες για καλύτερα αποτελέσματα τα οποία όπως φαίνεται από την παλινδρόμηση γίνονται πιο διαβρωμένα. Ενδείξεις για αυτό το αποτέλεσμα είχαμε και από τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας των discretionary accruals όταν χωρίστηκαν ανά κατηγορία συμμετοχής των blockholders (βλέπε πίνακα 8).

Ο συντελεστής κλίσης της μόχλευσης και εδώ παραμένει στατιστικά σημαντικός και αρνητικός, με t-statistic -2,04 και ίσος με -0,0093511. Συνεπώς η εξήγηση οτι η πίεση των δανειστών για ποιοτικότερα αποτελέσματα παραμένει και αποδεικνύεται για ακόμη μια φορά μιας και όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος, τόσο μικρότερη είναι η χειραγώγηση κερδών.

Ο συντελεστής κλίσης του μεγέθους της επιχείρησης παραμένει και σε αυτόν τον έλεγχο υπόθεσης ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χειραγώγηση κερδών (t-statistic = -3,14) και με αρνητικό πρόσημο (ίσος με -0,0026484). Αυτό σημαίνει και εδώ οτι όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο αυξάνουν οι απαιτήσεις για ποιοτικότερα κέρδη και συνεπώς κατευνάζεται η τάση των διοικήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη.

Και σε αυτό το μοντέλο παλινδρόμησης η ανάπτυξη της επιχείρησης δεν φαίνεται να επηρεάζει τη χειραγώγηση των κερδών έχοντας t-statistic 0,46 (δεν είναι δηλαδή στατιστικά σημαντική η μεταβλητή).

Οι ταμειακές ροές σύμφωνα με το μοντέλο μας επηρεάζουν τη χειραγώγηση κερδών με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 2,54 και συντελεστή θετικό συνεπώς όσο μεγαλύτερες είναι οι ταμειακές ροές, τόσο μεγαλύτερη είναι η χειραγώγηση κερδών. Τέλος ο σταθερός όρος είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός που σημαίνει οτι κατά μέσο όρο, οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν χειραγώγηση κερδών. Επιχειρώντας και εδώ μια ταξινόμηση των συντελεστών που επηρεάζουν τη χειραγώγηση βλέπουμε από τους παράγοντες που αυξάνουν τη χειραγώγηση των κερδών, κυρίαρχο ρόλο παίζει το ποσοστό συμμετοχής των blockholders με τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και πάλι να ακουθούν με πολύ μικρό συντελεστή (τονίζοντας πάλι τις πολύ μεγαλύτερες τιμές που παίρνει η μεταβλητή αυτή). Στον αντίποδα, από τους παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά τη χειραγώγηση των κερδών βλέπουμε πως όπως και στην πρώτη υπόθεση η επίδραση του χρέους είναι υπερδιπλάσια από αυτή του μεγέθους.

Πίνακας 11: Στατιστική σημαντικότητα και συντελεστές μεταβλητών

Ha	**Ύπαρξη blockholders και Χειραγώγηση κερδών**	
	Coefficient	T-statistic
DBlock	0.0140686000	3.30
Debt	-0.0080538000	-1.77
Size	-0.0030163000	-3.44
Growth	0.0001632000	0.49
CFO	0.0000000196	2.38
constant	0.0641354000	6.62

Hb	Ποσοστό συμμετοχής Blockholders και χειραγώγηση κερδών	
	Coefficient	T-statistic
BlockPerc	0.0148760000	3.04
Debt	-0.0093511000	-2.04
Size	-0.0026484000	-3.14
Growth	0.0001487000	0.46
CFO	0.0000000212	2.54
constant	0.0641971000	6.63

3.4.6 Επιπλέον έλεγχος για τις υποθέσεις Ha και Hb

Όπως είπαμε από τον ορισμό των υποθέσεων, σαν εξαρτημένη μεταβλητή έχουν την απόλυτη τιμή των κανονικοποιημένων δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης (scaled discretionary accruals). Για αυτό το λόγο τα συμπεράσματα που βγήκαν μέχρι στιγμής αφορούσαν την ύπαρξη και την ένταση χειραγώγησης κερδών χωρίς να επιχειρείται να βγει κάποιο συμπέρασμα σχετικά με την κατεύθυνση της χειραγώγησης των κερδών. Σε αυτό το σημείο, προκειμένου να προκύψει κάποιο συμπέρασμα για την κατεύθυνση της χειραγώγησης κερδών, τα pooled data χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Σε εκείνα που τα scaled discretionary accruals είναι θετικά (δηλαδή χειραγώγηση κερδών προς τα πάνω) και σε εκείνα που είναι αρνητικά (χειραγώγηση κερδών προς τα κάτω). Η παρούσα εναλλακτική μέθοδος για τον έλεγχο τον υποθέσεων γίνεται σύμφωνα και με την μελέτη των Cohen et al., (2008) οι οποίοι αναφέρουν οτι μετά την πράξη του Sarbanes-Oxley το 2002, σταμάτησε το accrual based earnings management στις επιχειρήσεις και έγινε η μετάβαση στο real earnings management. Έτσι στη μελέτη τους προτείνεται να γίνεται χωριστά ο έλεγχος για τη χειραγώγηση κερδών προς τα πάνω και προς τα κάτω. Στη συνέχεια οι έλεγχοι υποθέσεων Ha και Hb θα πραγματοποιηθούν για αυτά τα δύο υποσύνολα των παρατηρήσεων.

Σε ότι αφορά το υποσύνολο των παρατηρήσεων που πραγματοποιούν χειραγώγηση προς τα πάνω (upwards earnings management) για τον έλεγχο της υπόθεσης Ha παρατηρούμε οτι η ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη blockholders είναι στατιστικά σημαντική (t-statistic = 3,54) και θετική, κάτι που μας δίνει ενδείξεις πως η ύπαρξη blockholders επηρεάζει θετικά την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Επίσης η ανάπτυξη φαίνεται να επηρεάζει την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών μιας και έχοντας t-statistic 1,71 αποδεικνύεται στατιστικά σημαντικός ο συντελεστής του control και μάλιστα έχοντας θετική τιμή, όσο μεγαλύτερη είναι η ανάπτυξη που σημειώνει η επιχείρηση τόσο αυξάνει η προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Οι υπόλοιπες μεταβλητές φαίνονται να μην επηρεάζουν την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών μιας και οι συντελεστές τους δεν είναι στατιστικά σημαντικοί. Συγκεκριμένα το control της μόχλευσης έχει t-statistic 0,75 , αυτό του μεγέθους -1,12 και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες -0,36.

Σε ότι αφορά το υποσύνολο των παρατηρήσεων που πραγματοποιούν χειραγώγηση προς τα κάτω (downwards earnings management) για τον έλεγχο της υπόθεσης H_a παρατηρούμε οτι η ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη blockholders είναι μη στατιστικά σημαντική. Αυτό σημαίνει οτι η απόφαση των διοικήσεων να προβούν σε προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών δεν επηρεάζεται από την ύπαρξη blockholders. Αντιθέτως φαίνεται να επηρεάζουν οι υπόλοιποι παράγοντες και συγκεκριμένα, το χρέος (t-statistic 3,18) έχοντας θετικό συντελεστή μας δείχνει οτι επηρεάζει θετικά την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση δηλαδή τόσο αυξάνει η προς τα κάτω χειραγώγηση των κερδών. Ακόμη, με παρόμοιο τρόπο φαίνεται να επηρεάζει το μέγεθος της επιχείρησης έχοντας t-statistic 3,57 και συντελεστή κλίσης θετικό. Στον αντίποδα η ανάπτυξη είναι μεν στατιστικά σημαντική (t-statistic 2.39) –άρα επηρεάζει την προς τα κάτω χειραγώγηση – έχει όμως αρνητικό πρόσημο, κάτι που σημαίνει πως όσο αυξάνει η ανάπτυξη της επιχείρησης, τόσο μειώνεται η προς τα κάτω χειραγώγηση των κερδών. Τέλος οι ταμειακές ροές είναι στατιστικά σημαντικές (t-statistic -3,3) και επηρεάζουν και εκείνες αρνητικά την προς τα κάτω χειραγώγηση έχοντας αρνητικό συντελεστή. Αυτό σημαίνει πως όσο αυξάνουν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, τόσο μειώνεται η προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών.

Κατά τον έλεγχο της υπόθεση H_b και συγκεκριμένα για το υποσύνολο των παρατηρήσεων με προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών, παρατηρούμε πως στατιστικά σημαντικές είναι μόνο οι μεταβλητές που αφορούν στο συνολικό ποσοστό συμμετοχής των blockholders στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου και η ανάπτυξη της επιχείρησης. Συγκεκριμένα η μεταβλητή του ποσοστού συμμετοχής έχοντας θετικό συντελεστή μας δείχνει πως όσο αυξάνει το ποσοστό συμμετοχής από blockholders τόσο αυξάνει η προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Επίσης η ανάπτυξη φαίνεται να έχει επήρρεια στη χειραγώγηση κερδών και συγκεκριμένα με θετικό πρόσημο υποδεικνύει πως όσο αυξάνει η ανάπτυψη της επιχείρησης τόσο αυξάνει και η προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν φαίνονται να επηρεάζουν τη χειραγώγηση κερδών όντας μη στατιστικά σημαντικές.

Στο υποσύνολο των εταιρειών με προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών και πάλι φαίνεται οι blockholders –και συγκεκριμένα το ποσοστό συμμετοχής τους – να μην παίζει κάποιο ρόλο. Αντιθέτως οι υπόλοιπες μεταβλητές είναι όλες στατιστικά σημαντικές συνεπώς επηρεάζουν την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Συγκεκριμένα η μόχλευση και το μέγεθος έχοντας θετικό πρόσημο επηρεάζουν θετικά την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Αυτό σημαίνει οτι όσο αυξάνουν αυτές οι μεταβλητές, τόσο αυξάνει η προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Στον αντίποδα οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με αρνητικό συντελεστή και η ανάπτυξη (συντελεστής 0,0002891), όσο αυξάνουν οι ταμειακές ροές, τόσο μειώνεται η προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών.

Σε αυτό το κεφάλαιο προέκυψαν πολύ σημαντικά ευρήματα τα οποία αξίζει να σημειωθούν. Στους μέχρι τώρα ελέγχους είχε προκύψει οτι η ύπαρξη blockholders και το ποσοστό συμμετοχής τους συνδέεται θετικά με την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών. Στο κεφάλαιο αυτό, απομονώθηκε το δείγμα στις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών και σε εκείνες που πραγματοποιούν προς τα κάτω και παρατηρείται πως οι blockholders φαίνεται να επηρεάζουν μόνο την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών, εύρημα έρχεται σε συμφωνία με την exacerbating view και τονίζει την έντονη θέληση των blockholders για περισσότερα δημοσιευμένα κέρδη οι οποίοι ασκούν αρκετή πίεση ώστε να μπορούν να επηρεάζουν τις επιλογές της διοίκησης.

Επίσης από την τιμή που παίρνει ο σταθερός όρος , ο οποίος σύμφωνα με τη στατιστική υποδεικνύει τη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής, παρατηρούμε πως οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν κυρίως προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών κάτι που σημαίνει πως οι blockholders δεν αξιολογούν την σχέση κόστους-οφέλους του αποτελεσματικού ελέγχου όσο αξιολογούν την θέληση τους για μεγαλύτερα κέρδη. Ακόμη αξίζει να τονισθεί πως όλοι οι έλεγχοι υπόθεσης έδειξαν πως το χρέος εντείνει την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών κάτι που θα μπορούσε να σημαίνει προσπάθεια για δημοσίευση υψηλότερων κερδών ενδεχομένως για να καλυφθούν στόχοι που έχουν τεθεί από τους διάφορους δανειστές.

Πίνακας 12: Στατιστική σημαντικότητα και συντελεστές μεταβλητών				
Ha	**Upward Earnings management**		**Downward Earnings Management**	
	Coefficient	T-statistic	Coefficient	T-statistic
Dblock	0.017753	3.54	-0.0090159	-1.26
Debt	0.0060312	0.75	0.0183755	3.18
Size	-0.0018943	-1.41	0.0042369	3.57
Growth	0.0013999	1.76	-0.0002814	2.39
CFO	-3.92E-08	-0.45	-2.86E-08	-3.3
constant	0.423246	3.04	-0.0860408	-6.14
Hb	Upwards Earnings management		Downwards Earnings Management	
	Coefficient	T-statistic	Coefficient	T-statistic
BlockPerc	0.0208374	3.12	-0.0060801	-0.85
Debt	0.0035543	0.44	0.0186903	3.17
Size	-0.0014503	-1.12	0.0039432	3.44
Growth	0.0013359	1.71	-0.0002891	2.37
CFO	-3.08E-08	-0.36	-2.88E-08	-3.27
constant	0.0416368	3.03	-0.0874425	-6.23

4 ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Στη μελέτη που πραγματοποιήθηκε για 10 κλάδους εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2005 έως 2013, αρχικά ερευνήθηκε η ύπαρξη χειραγώγησης κερδών.

Μέσω ελέγχων στο μέσο και τη διάμεσο για το σύνολο των εταιρειών το αποτέλεσμα που προέκυψε ήταν πως δεν πραγματοποιείται χειραγώγηση των κερδών, κάτι που μεταφράζεται ως αποτελεσματικότητα της αγοράς. Χωρίζοντας το δείγμα ωστόσο ανά κατηγορία συνολικής συμμετοχής blockholders και πραγματοποιώντας και πάλι έλεγχο στο μέσο και τη διάμεσο καταλήγουμε πως εκ πρώτης όψεως χειραγώγηση κερδών υπάρχει μόνο στα πολύ συγκεντρωμένα ποσοστά συμμετοχής blockholders (75% και άνω).

Στη συνέχεια ερευνώντας την πρώτη υπόθεση μέσω παλινδρόμησης, επιβεβαιώνουμε πως η ύπαρξη blockholders επηρεάζει τη χειραγώγηση κερδών αυξητικά και χωρίζοντας το δείγμα σε επιχειρήσεις που ασκούν προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών και σε επιχειρήσεις που ασκούν προς τα κάτω χειραγώγηση καταλήγουμε πως η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής από πλευράς blockholders αυξάνει την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών (εμφάνιση υψηλότερων κερδών από ότι πραγματικά ισχύουν) και όχι την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Ακόμη την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών επηρεάζουν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και η ανάπτυξη της επιχείρησης. Στον αντίποδα, βλέπουμε οτι τη χειραγώγηση κερδών , αλλά προς τα κάτω επηρεάζουν παράγοντες όπως η μόχλευση και το μέγεθος. Τέλος παρατηρούμε οτι οι επιχειρήσεις κατά μέσο όρο πραγματοποιούν προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών κάτι που μας κάνει να συμπεραίνουμε οτι η ύπαρξη blockholders, η ανάπτυξη και οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες επηρεάζουν περισσότερο τη χειραγώγηση κερδών από ότι το μέγεθος και η μόχλευση.

Ερευνώντας τη δεύτερη υπόθεση, επιβεβαιώνονται για ακόμη μια φορά τα αποτελέσματα της πρώτης υπόθεσης και παίρνουμε παραπάνω δεδομένα σχετικά με τους blockholders. Συγκεκριμένα διαπιστώνουμε οτι όχι μόνο με την παρουσία τους αλλά και με το ύψος του συνολικού ποσοστού με το οποίο συμμετέχουν στο σύνολο της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου, επηρεάζει την χειραγώγηση κερδών θετικά.

Χωρίζοντας και εδώ το δείγμα σε επιχειρήσεις που ασκούν προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών και σε επιχειρήσεις που ασκούν προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών αποκομίζουμε την πολύ σημαντική πληροφορία οτι το ποσοστό συμμετοχής των blockholders επηρεάζει θετικά μόνο την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών χωρίς να επηρεάζει την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών. Όσο αυξάνει δηλαδή το ποσοστό συμμετοχής τόσο αυξάνει η προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών. Τα υπόλοιπα στοιχεία που αποκομίζουμε από τη δεύτερη υπόθεση, συμβαδίζουν απόλυτα με αυτά της πρώτης.

Έτσι καταλήγουμε πως η πίεση από πλευράς blockholders για καλύτερα αποτελέσματα παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις της διοίκησης οι οποίες για να ικανοποιήσουν τη θέληση των διοικούντων ασκούν προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με τις μέχρι τώρα ακαδημαικές μελέτες οι οποίες αναφέρουν πως η ύπαρξη blockholders λειτουργεί ενθαρρυντικά στην μυωπική αντιμετώπιση των κερδών από πλευράς διοικήσεων επιχειρώντας την διατήρηση των μέχρι τώρα επενδυτών αλλά και την προσέλκυση νέων (Zhong et al., 2007).

5 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η ποιότητα των κερδών, η χειραγώγηση τους και ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζουν οι επενδυτές τα αποτελέσματα έχουν αποτελέσει αντικείμενο τόσο μεγάλου αριθμού μελετών γεγονός που υποδεικνύει τη σημαντικότητα αυτών των μεταβλητών. Πολλές από αυτές τις μελέτες έχουν ασχοληθεί με την ασυμμετρία στην πληροφόρηση ανάμεσα στη διοίκηση και στους λοιπούς ενδιαφερόμενους όπως είναι οι επενδυτές λαμβάνοντας υπόψιν τις διάφορες δομές εταιρικής διακυβέρνησης.

Η βιβλιογραφία εξετάζει την κατεύθυνση της χειραγώγησης των κερδών προσπαθώντας να γίνει σύνδεση με τα κίνητρα από πλευράς διοικήσεων αλλά και με τα κίνητρα των μετόχων. Η μία άποψη αναφέρει πως οι blockholders κρίνουν πως είναι σημαντικότερο για αυτούς να δημοσιεύονται ποιοτικά κέρδη και πως η αναλογία κόστους-οφέλους του ελέγχου τους επιτρέπει να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο στην προσπάθειά τους να περιορίσουν τη χειραγώγηση (alleviating view) κρίνοντας πως το όφελος είναι μικρότερο από τα κόστη ελέγχου, όπως υποστηρίζεται από τους Jensen και Meckling (1976), Koch (1981), Mikkelson και Ruback (1985), Shleifer και Vishny (1986) και Barklay και Holderness (1991). Αντιθέτως η άλλη άποψη κρίνει πως οι blockholders εντείνουν την προς τα πάνω χειραγώγηση μέσω της πίεσής τους προς τις διοικήσεις για δημοσίευση υψηλότερων κερδών (exacerbating view) όπως υποστηρίζεται από τους Shleifer και Vishny (1986), Holderness και Sheehan (1998), Barklay και Holderness (1991), Bethel et al., (1998) και Song (2000). Η έρευνα των Zhong et al., (2007) πάνω στο ζήτημα αυτό παρουσίασε ευρήματα πως η ύπερξη blockholder αυξάνει την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών.

Στην παρούσα μελέτη συνεχίζονται οι έλεγχοι για την επίδραση της δομής διακυβέρνησης στη χειραγώγηση κερδών και συγκεκριμένα το πως οι blockholders επηρεάζουν τη χειραγώγηση κερδών εστιάζοντας στις Ελληνικές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες. Συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκε δείγμα 192 Ελληνικών εισηγμένων εταιρειών και εξετάστηκαν τα αποτελέσματα που δημοσιεύθηκαν τα έτη 2005 έως και 2013. Η μελέτη αυτής της επίδρασης έγινε χρησιμοποιώντας το Modified Jones Model όπως αυτό αναπτύχθηκε από τους Dechow et al., (1995) και επαναδιατυπώθηκε από τους Kothari et al., (2005) ως Performance-Adjusted Modified Jones Model για τον υπολογισμό του δείκτη χειραγώγησης των κερδών.

Στους εμπειρικούς ελέγχους που διεξάχθηκαν στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, επιβεβαιώθηκε η ύπαρξη χειραγώγησης κερδών στις Ελληνικές επιχειρήσεις του δείγματος και αποδεικνύεται στατιστικά η ύπαρξη ουσιαστικής σχέσης της ύπαρξης blockholders στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου με την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών από μέρους των διοικήσεων. Αυτή η σχέση συγκεκριμένα αποδείχθηκε οτι είναι θετική, δηλαδή αυξάνει την προς τα πάνω χειραγώγηση. Επίσης αποδεικνύεται η θετική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών και το συνολικό ποσοστό που κατέχουν οι blockholders. Έτσι συνοψίζοντας αποδεικνύεται οτι όταν υπάρχουν blockholders αυξάνει η προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών η οποία γίνεται πιο έντονη όσο αυξάνει το ποσοστό συμμετοχής αυτών. Αυτά τα ευρήματα είναι συνεπή και με άλλες ακαδημαϊκές μελέτες οι οποίες αποδεικνύουν ότι η παρουσία κατόχων πακέτων μετοχών άνω του 5% σε μια εταιρία αποτελεί ένδειξη πιθανής χειραγώγησης των κερδών μιας και η πίεση προς τις διοικήσεις για την αύξηση της απόδοσης και την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων χωρίς να στοχεύουν στη μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα γιατί έχοντας θέσει βραχυπρόθεσμο ορίζοντα στην επένδυσή τους θεωρούν περιττό το να ασκήσουν οποιοδήποτε έλεγχο και αποφεύγουν να δαπανήσουν χρήματα στην επίβλεψη της διοίκησης. (Levitt, 198l; Francis et al., 2005; Lambert et al., 2007).

Οι έλεγχοι υποθέσεων που τέθηκαν στην αρχή επιβεβαιώθηκαν και παράλληλα με αυτό οι υπόλοιπες μεταβλητές που τέθηκαν ως controls για τη χειραγώγηση των κερδών βρέθηκαν να επηρεάζουν με τη σειρά τους τη χειραγώγηση κερδών. Το χρέος και το μέγεθος αποδείχτηκε οτι αυξάνουν την προς τα κάτω χειραγώγηση κερδών ενώ οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αυξάνουν την προς τα πάνω χειραγώγηση κερδών (μαζί με το ποσοστό συμμετοχής των blockholders που ήδη αναφέρθηκε.

Το δείγμα που έχει επιλεγεί αποτελεί ένα μεγάλο μέρος των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων και συνίσταται από τους μεγαλύτερους (σε αριθμό εταιρειών) κλάδους με τις εταιρείες που τους αποτελούν , λόγω του κανονιστικού πλαισίου που διέπει τις εισηγμένες εταιρείες, να ακολουθούν συγκεκριμένους κανόνες χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης). Επίσης ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιήθηκε η μελέτη υπολογίζοντας τους συντελεστές ανά κλάδο και ανά έτος τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι απαλλαγμένα από γεγονότα που μπορεί βραχυπρόθεσμα να επηρεάσουν την αποτελεσματικότητα μιας αγοράς. Συνεπώς τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την μελέτη τα οποία έδειξαν ύπαρξη χειραγώγησης των κερδών που απεικονίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις τα οποία προέρχονται από επιλογές της διοίκησης αλλά όπως αποδείχθηκε προκύπτουν με τη συνδρομή των επενδυτών με μεγάλα ποσοστά συμμετοχής αποτελούν σημαντικό εύρημα το οποίο θα μπορέσει να αποτελέσει αντικείμενο επόμενων μελετών. Τα ευρήματα αυτά είναι σημαντικά γιατί από ότι προκύπτει η ύπαρξη blockholders επηρεάζει την προς τα πάνω χειραγώγηση των κερδών άρα παρατηρούμε ότι δημιουργεί πιέσεις στις διοικήσεις για δημοσίευση υψηλότερων κερδών. Αυτό για την ελληνική αγορά, η οποία είναι μια αγορά στην οποία υπάρχει πολύ χαμηλή έως ανύπαρκτη προστασία των επενδυτών, είναι ιδιαίτερα ανησυχητικό και θα έπρεπε να ληφθεί σοβαρά υπόψιν όταν αξιολογούνται οι εταιρίες από τους αναλυτές για να ενισχυθεί η πληροφόρηση των υποψήφιων επενδυτών αλλά και όσων ήδη υφίστανται.

6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Ball, R., and Shivakumar, L., 2005, The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, working paper, University of Chicago and London Business School.

Balsam, S., Chen, X. and Sankaraguruswamy S., 2003, Earnings Management prior to stock option grants, Working paper.

Barclay, M., and Holderness, C., 1991, Negotiated block trades and corporate control, The Journal of Finance 46, p. 861-878.

Barth, M., Landsman, W. and Lang, M. 2008, International Accounting Standards and accounting quality, Journal of Accounting Research 46, p. 467-498.

Beneish, M., 2001, Earnings Management: A Perspective, Working Paper, Indiana University – Kelley School of Business – Department of Accounting.

Bhide, A., 1993, The hidden costs of stock market liquidity, Journal of Financial Economics 34, p. 31–51.

Botsari, A. and G.Meeks, 2008. Do acquirers manage earnings prior to a share for a bid?. Journal of Business Finance and Accounting 35, p. 633-670.

Burgstahler, D. C. and Eames M. J. 2003. Earnings management to avoid losses and earnings decreases: are analysts fooled? Contemporary Accounting Research 20, p. 253-276.

Burgstahler, D. C. and Eames, M. J. 2006, Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises, Journal of Business Finance and Accounting 33, p. 633-652.

Burgstahler, D.C. and Dichev, I. 1997, Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, Journal of Accounting and Economics 24, p. 99-126.

Bushee, B., 1998, The influence of institutional inve*stor*s on myopic R&D investment behavior, The Accounting Review 73, p. 305-333.

Cahan, S., 1992, The Effect of Anti-trust Investigation on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political Cost Hypothesis, The Accounting Review 67, p. 77-95.

Chung, R., Firth. M., and Kim, J., 2002, Institutional monitoring and opportunistic earnings management, Journal of Corporate Finance 8, p. 29-48.

Cohen, D., Dey, A., Lys, T., 2008, Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods, The Accounting Review 83 no. 3, p. 757-787.

DeAngelo, L., DeAngelo. H., and Skinner, D., 1994, Accounting Choices of Troubled Companies, Journal of Accounting and Economics 17, p. 113-143.

DeAngelo, L.E., 1986, Accounting Numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders, The Accounting Review 61, p. 400-420.

Dechow, P. and Dichev, I., 2002, The Quality of Accruals and Earnings: The role of Accruals Estimation Errors, The Accounting Review (Supplement), p. 35-59.

Dechow, P. and Sloan G., 1991, Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation.

Dechow, P., Ge, W. and C. Schrand, 2010, Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, Journal of Accounting and Economics 50, p 344-401.

Dechow, P., R.G Sloan and A.P. Sweeney, 1995, Detecting Earnings Management. The Accounting Review 70 (2), p. 193-225.

Dechow, P., R.G Sloan and A.P. Sweeney, 1996, Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by SEC, Contemporary Accounting Research 13, p. 1-36.

DeFond, M. L. and Jiambalvo J. 1994, Debt Covenant Violation and Abnormal Accruals. Journal of Accounting and Economics 117, p. 145-176.

DeFond, M. L. and Park, C. W., 1997, Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings, Journal of Accounting and Economics 23, p. 115-139.

Degeorge, F., Patel, J. and Zeckhauser, R., 1999, Earnings Management to Exceed Thresholds, The Journal of Business 72, p. 1-33.

Dempsey, J., Hunt, H., and Schroeder, N., 1993, Earnings management and corporate ownership structure: An examination of extraordinary item reporting, Journal of Business Finance & Accounting 20, p. 479-500.

El-Gazzar, S., 1998, Pre-disclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluation during earnings announcement periods, The Accounting Review 73, p. 119–129.

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

Field, T.D., Lys, T.Z., and Vincent, L., 2001, Empirical Research on Accounting Choice, Journal of Accounting Economics 31, p. 225-307.

Francis, J., Nanda, D. and P.Olsson, 2008, Voluntary disclosures, earnings quality, and cost of capital, Journal of Accounting Research 46, p. 53-99.

Fridson, M., Alvarez, F., 2002, Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide, 3rd Edition.

Gabrielsen, G., Gramlich, J. and Plenborg, T., 2002, Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting, Journal of Business, Finance and Accounting 29, p. 967–988.

Grace, H., and Koh, P., 2005, Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia, Corporate Governance 13, p. 809-823.

Graham, J., Harvey, C., and Rajgopal, S., 2005, The economic implications of corporate financial reporting, Journal of Accounting and Economics 40, p. 3-73.

Guidry, F., Leone, A. and Rock, S., 1999, Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management by Business-unit Managers, Journal of Accounting and Economics vol 26, p. 113-142.

Guildry, F., Leone A. and S. Rock, 1999 Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management Business Unit Managers. Journal of Accounting and Economics 26, p. 113-142.

Gunny, K., 2005, What are the Consequences of Real Earnings Management? Working Paper, University of California.

Healy, P. 1985, The Effect of Bonus Schemes on Accounting-Based Dividend Covenants, Journal of Accounting and Economics 7, p. 85-107.

Healy, P. and Palepu, K.G., 1990, Effectiveness of Accounting-Based Divident Covenants, Journal of Accounting and Economics 12, p. 97-124.

Healy, P., and Wahlen, J., 1996, A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, Accounting Horizon 13, p. 365-383.

Healy, P., 1985, The effect of bonus schemes on accounting decisions, Journal of Accounting and Economics 7, p. 85-107.

Holderness, C., and Sheehan, D., 1988, The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, Journal of Financial Economics vol 20, p. 317-346.

Holthausen, R. , Larker, D., and Sloan, R., 1995, Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings, Journal of Accounting and Economics 19, p. 29-74.

Jain, P. K., and Z. Rezaee, 2006, The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and capital-market behavior: Early evidence, Contemporary Accounting Research 23 (3), p. 629-654.

Jain, P. K., J. Kim, and Z. Rezaee, 2003, Have the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the CEO certifications made the market participants more informed? Working paper, University of Memphis.

Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review 76, p. 323-329.

Jensen, M., Meckling, W., 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics 3, p. 305-360.

Jones. J.J., 1991. Earnings management during important relief investigations, Journal of Accounting Research 29, p. 193-228.

Karampinis, N. I., and Hevas, D., 2011, Mandating IFRS in an Unfavorable Environment: The Greek Experience, The International Journal of Accounting 46, p. 304-332.

Kennedy, P., 1985, A guide to Econometrics, 2nd edition, Cambridge, MA: MITE press.

Key, K. G. 1997, Political Cost Incentives for Earnings Management in the Cable Television Industry, Journal of Accounting and Economics 3, p. 309-337.

Klassen, K., 1997, The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and Tax reporting, The Accounting Review 72, p. 455-474.

Koch, B.,1981, Income smoothing: An experiment, The Accounting Review 3, p. 574-586.

Koh, S., 2003, On the Association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia, The British Accounting Review 35.

Koh, S., 2007, Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters, Journal of Accounting and Public Policy 26, p. 267–299.

Kothari, S., P., Leone, A., J., and Wasley, C., 2005, Performance Matched Discretionary Accrual Measures, working paper, Simon School of Business and MIT Sloan.

Majumdar, S., and A., Nagarajan, 1997, The impact of changing stock ownership patterns in the United State: Theoretical implications and some evidence. Revue D’Economie Industrielle 82, p. 39–54.

McEachern, W., 1975, Managerial control and performance, Lexington, Mass.: Lexington Books.

McNichols, M. and Wilson, P., 1988, Journal of Accounting Research 26, p. 1-31.

McVay, S. E., 2006. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. The Accounting Review 81, p. 501-531.

Mikkelson, W., and Ruback, R., 1985, An empirical analysis of the inter firm equity investment process, Journal of Financial Economics 14, p. 523-554.

Mitra S., 2002, The Impact of institutional stock ownership on the firm earnings management practices: An empirical investigation, Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College, PhD Thesis

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R., 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, Journal of Financial Economics 20, p. 293-315.

Neter, J., Wasserman, W. and Kutner, M.H., 1990, Applied Linear Statistical Models: Regression Analysis of Variance, and Experimental Designs, 3rd edition, Homewood, IL: Irwin.

Porter, M., 1992, Capital choices: Changing the way America invests in industry". Journal of Applied Corporate Finance 5, p. 4–16.

Rezaee, Z., 2005, Corporate governance role in financial reporting. Research in Accounting Regulation 17, p. 107-149.

Roosenboom, P., T. van der Goot and G. Mertens, 2003, Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands, The International Journal of Accounting 38, p. 243-266.

Roychowdhury, S., 2006, Earnings management through real activities manipulation. Journal of Accounting and Economics 42, p. 335-370.

Sanchez-Ballesta, J. and Garcia-Meca, B., 2007, Ownership structure discretionary accruals and the informativeness of earnings, Corporate Governance 15, p. 677-691.

Shivakumar, L. 2000. Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings before Seasoned Equity Offering? Journal of Accounting and Economics 29, p. 339-371.

Shleifer, A., and Vishny, R., 1996, A Survey of Corporate Governance, working paper, National Bureau of Economic Research.

Siregar, S., and Utama, S., 2008, Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia, The International Journal of Accounting 43, p. 1-27.

Sloan, R., 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, The Accounting Review 71, p. 289-315.

Sweeney, A. P. 1994. Debt-covenant Violations and Managers' Accounting Responses. Journal of Accounting and Economics 17, p. 281-308.

Teoh, S. H., Welch, I. and Wong, T. J. 1998. Earnings Management and the Post-issue Performance of Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics 50, p. 63-99.

Velury, U. and Jenkins, D., 2006, Institutional ownership and the quality of earnings, Journal of Business Research 59, p. 1043-1051

Wahal, S. and McConnell, J., 2000, Do institutionalInvestors Exacerbate Managerial Myopia?", Journal of Corporate Finance 6, p. 307–329**.**

Wang, D., 2006, "Founding family ownership and earnings quality", Journal of Accounting and Research 44, p. 619–655.

Warfield, T., Wild, J. and Wild, K., 1995, Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings, Journal of Accounting and Economics 20, p. 61-91.

Watts, R., and Zimmerman, J., 1986, Positive accounting theory, Eaglewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Yeo, G., Tan, P., Ho, K. and Chen, S., 2002, Corporate ownership structure and the informativeness of earnings, Journal of Business Finance & Accounting vol 29, p. 1023-1046.

Zhang, A. Y., 2012, Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. The Accounting Review 87, issue 2, p. 675-703.

Zhong K. , Gribbin D. and Zheng X., 2007. The effects of monitoring by outside blockholders on earning management, Quarterly Journal of Business & Economics, 46, No.1, p. 37-60.

Γκίκας, Χ. Δημήτριος και Παπαδάκη Ι. Αφροδίτη, 2012, Χρηματοοικονομική Λογιστική (International Financial Reporting Standards), 4η έκδοση, εκδόσεις Μπένου.

www.ifrs.org

7 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται οι έλεγχοι στατιστικής σημαντικότητας των scaled discretionary accruals για το μέσο και τη διάμεσο, στο σύνολο των παρατηρήσεων για τη διερεύνηση της ύπαρξης χειραγώγησης κερδών. Οι έλεγχοι αυτοί όπως αναφέρθηκε στο κεφάλαιο 3.4 δεν επέστρεψαν αποτελέσματα στατιστικής σημαντικότητας, κάτι που μεταφράζεται ως αποτελεσματικότητα της αγοράς.

T-test για τα Scaled Discretionary Accruals (pooled data)						
Variable	obs	mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Scaled D.A.	1262	0.0002887	0.0016184	0.0574927	-0,00289	0,003464
mean = mean (scaled_discretionary_accruals)				t	=	0.1784
Ho: mean = 0				Degr. Of freedom	=	1261

Wilcoxon signed-rank test για τα			
Scaled Discretionary Accruals (pooled data)			
sign	obs	sum ranks	expected
positive	639	401183	398476,5
negative	623	395770	398476,5
zero	0	0	0
all	1262	796953	796953
Ho: scaled_discretionary_accruals = 0			
z=	0,21		
Prob > |z|	0,83		