ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

# Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ (CSR) ΣΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΣΕ ΓΕΡΜΑΝΙΑ ΚΑΙ ΣΟΥΗΔΙΑ

**ΑΓΓΕΛΙΚΗ ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ**

---

**Εργασία υποβληθείσα στο**
**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**
**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**
**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**
**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα
Δεκέμβριος 2021

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εγκρίνουμε την εργασία της φοιτήτριας

**Παπαγεωργίου Αγγελικής**

Ο επιβλέπων καθηγητής

**κος Μπάλλας Απόστολος** .....

&

οι συνεξεταστές καθηγητές

**κος Χέβας Δημοσθένης** .....

**κος Τζόβας Χρήστος** .....



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

**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».

Αγγελική Παπαγεωργίου

Α.Μ. F2711923



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Οικονομικού Πανεπιστήμιου Αθηνών. Η συγγραφή της ολοκληρώθηκε κατά την διάρκεια του προγράμματος του ακαδημαϊκού έτους 2020-2021.

Ολοκληρώνοντας τον κύκλο σπουδών, μπορώ με βεβαιότητα να πω πως η επιλογή αυτή απεδείχθη από τις καλύτερες που έχω κάνει στην μέχρι τώρα ακαδημαϊκή και επαγγελματική μου πορεία, καθώς η φοίτηση στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα αποτέλεσε πηγή γνώσεων υψηλής ποιότητας και με τη συνεργασία συμφοιτητών και την αρωγή των καθηγητών συντέλεσε στην ανάπτυξη της επιστημονικής και κριτικής μου σκέψης.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον υπεύθυνο καθηγητή μου, κύριο Απόστολο Μπάλλα, για την επίβλεψη της διπλωματικής μου εργασίας και την καθοδήγηση στη διάρκεια των σπουδών αλλά και μετά το πέρας των διαλέξεων. Επιπλέον, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στην οικογένειά μου για την σημαντική υλική και ηθική υποστήριξη που μου παρείχαν καθόλη τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών, που πάντοτε είναι δίπλα μου ως στήριγμα.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

*ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ* ..... *4*

*ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ* ..... *5*

*Περίληψη* ..... *7*

*Abstract* ..... *8*

*ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1* ..... *9*

*ΕΙΣΑΓΩΓΗ* ..... *9*

**1.1 Σκοπός εκπόνησης της παρούσας εργασίας** ..... **9**

**1.2 Δομή** ..... **10**

*ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2* ..... *11*

*ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ* ..... *11*

**2.1 Από την κλασσική στην ολιστική προσέγγιση της επιχειρηματικής επίδοσης** ..... **11**

**2.2 Εταιρική κοινωνική ευθύνη & Διαχείριση κερδών** ..... **13**

**2.2.1 Η διαχείριση κερδών εντός του πλαισίου της επιχειρησιακής ηθικής** ..... **14**

**2.2.2 Θεωρητικό πλαίσιο αξιολόγησης των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης** ..... **17**

**2.3 Ανάπτυξη ερευνητικών υποθέσεων** ..... **18**

**2.3.1 Η επίδραση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στην διαχείριση πραγματικών κερδών** .. **18**

**2.3.2 Η επίδραση της επιχειρησιακής ηθικής στην διαχείριση πραγματικών κερδών** ..... **19**

**2.3.3 Σύστημα αμοιβών συνδεμένο με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και η επίδρασή του στη διαχείριση πραγματικών κερδών** ..... **20**

*ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3* ..... *23*

*ΣΧΕΔΙΑΣΗ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ* ..... *23*

**3.1 Εισαγωγικά** ..... **23**

**3.2 Επιλογή δείγματος και δεδομένα** ..... **23**

**3.3 Οι μεταβλητές** ..... **25**



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.3.1 Εξαρτημένη ..... 25
3.3.2 Ανεξάρτητες - επεξηγηματικές ..... 26
**3.4 Το οικονομετρικό υπόδειγμα ..... 27**
***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ..... 29***
***ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ..... 29***
**4.1 Εισαγωγικά ..... 29**
**4.2 Αποτελέσματα εμπειρικής ανάλυσης ..... 29**
***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ..... 33***
***ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ..... 33***
***ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ..... 36***



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# Περίληψη

Η νέα τάση στην κατάταξη των εταιρειών, όχι μόνο σε οικονομικούς όρους αλλά και σύμφωνα με την επίδοσή τους στην ηθική και την εταιρική κοινωνική ευθύνη (ΕΚΕ), εξηγείται από τη σημασία της υπεύθυνης επένδυσης και των κριτηρίων υπεύθυνης διακυβέρνησης στη λήψη αποφάσεων από τους μετόχους και άλλους επενδυτές. Αυτά τα νέα κριτήρια αξιολόγησης των επιχειρήσεων έχουν προσελκύσει την προσοχή πολλών μετόχων, επενδυτών, οικονομικών αναλυτών, ερευνητών αλλά και εξειδικευμένων ομάδων ενδιαφέροντος, που απαιτούν ποιοτικές πληροφορίες με βάση αυτήν την κοινωνική και ηθική προσέγγιση. Ο στόχος αυτού του άρθρου είναι να εξετάσει τη σχέση μεταξύ των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και του επιπέδου διαχείρισης πραγματικών κερδών (REM) ενός δείγματος εταιρειών που ανήκουν στον δείκτη ESG από τη Γερμανία και τη Σουηδία. Οι μεταβλητές που σχετίζονται με την ηθική συμπεριφορά των επιχειρήσεων έχουν στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με το επίπεδο διαχείρισης των πραγματικών κερδών. Πράγματι, όσο πιο σημαντικές είναι οι κοινωνικά υπεύθυνες και ηθικές πρακτικές, τόσο λιγότερο η εταιρεία εμπλέκεται σε μια επιθετική στρατηγική REM. Η ερμηνεία της ποιότητας των αποτελεσμάτων από ηθικές ή κοινωνικές μεταβλητές καθιστά δυνατή την υπέρβαση της κριτικής που ασκείται στις συμβατικές προσεγγίσεις.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# Abstract

The new trend in the ranking of companies, not only in financial terms but also according to their commitment to ethics and corporate social responsibility (CSR), is explained by the importance of responsible investment and responsible governance criteria in the decision making of the shareholders and other investors. These new business evaluation criteria have attracted the attention of several shareholders, such as investors, financial analysts, researchers and also specialized media, that require quality information based on this social and ethical approach. The aim of this article is to examine the link between corporate social responsibility practices and the level of real earnings management (REM) of a sample firms belonging ESG index from five European countries. The variables related to the ethical behavior of companies have a statistically significant and negative relationship with the level of real earnings management. Indeed, the more important the socially responsible and ethical practices are, the less the company engages in an aggressive REM strategy. Thus, the integration of new dimensions in the explanation and determination of the REM in under-explored. The explanation of the quality of the results by ethical or social variables makes it possible to overcome the criticisms addressed to the contractual approaches of companies.


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

# ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Σκοπός εκπόνησης της παρούσας εργασίας

Η ενσωμάτωση των στόχων βιώσιμης ανάπτυξης ή δράσεων που πραγματοποιούνται στο πλαίσιο της ΕΚΕ ή ακόμα και η επιχειρηματική ηθική έχουν ανατρέψει εντελώς την πραγματικότητα των εταιρειών μεταβαίνοντας από ένα κλασικό όραμα, το οποίο θεωρεί ότι η εταιρεία είναι ένα μαύρο κουτί, απομονωμένο, σε μια πλουραλιστική οντότητα που είναι πιο ανοιχτή στο περιβάλλον και την κοινωνία στις διαφορετικές αποδοχές του (Christ et al. 2017).

Οι ηθικοί χρηματιστηριακοί δείκτες, όπως το ESG, βασίζονται στην υψηλή απόδοση των εταιρειών σε όρους βιωσιμότητας. Τα κριτήρια για τη σύνθεση αυτών των δεικτών βασίζονται στο περιβάλλον και το βαθμό εμπλοκής της εταιρείας σε παράνομες δραστηριότητες, συγκεκριμένα το εμπόριο όπλων, πυρηνικής ενέργειας και το βαθμό δέσμευσης της εταιρείας στις πρακτικές ΕΚΕ. Από την άποψη αυτή, η ΕΚΕ θεωρείται κυρίως ως ένα εξαιρετικό εργαλείο για την ενίσχυση της νομιμότητας της εταιρείας των ενδιαφερόμενων μερών του και την ανάπτυξη μιας πραγματικής εικόνας για το τι συμβαίνει εντός της.

Ως μέρος αυτής της εργασίας, επιδιώχθηκε να μελετηθεί η σχέση μεταξύ της ηθικής συμπεριφοράς και της διαχείρισης πραγματικών κερδών των εταιρειών που ανήκουν στον δείκτη ESG περισσότερο εκτενέστερα. Από αυτή την άποψη, οι μέτοχοι που έχουν βραχυπρόθεσμο όραμα αρνούνται να συμμετάσχουν σε αυτό διαδικασία επιχειρηματικής ηθικής καθώς είναι δαπανηρή και λιγότερο επικερδής για αυτούς. Πράγματι, τα στελέχη μπορούσαν χρησιμοποιούν επενδύσεις στην επιχειρηματική ηθική για να επεκτείνουν τον διακριτικό τους χώρο και να χειραγωγήσουν το λογιστικό αποτέλεσμα. Επιπλέον, οι θεσμικοί επενδυτές ενδέχεται να αντιταχθούν σε αυτές τις επενδύσεις λόγω των αβέβαιων επιστροφών τους. Ομοίως, είναι λίγο δύσκολο για τους μετόχους να το εντοπίσουν λογιστική χειραγώγηση που περιλαμβάνει υπεύθυνες επενδυτικές δραστηριότητες, ειδικά όταν η



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εταιρεία αποδίδει καλά (Le et al. 2020). Όλες αυτές οι καταγεγραμμένες απόψεις των ερευνητών οδήγησαν στη συγγραφή της παρούσης εργασίας.

### 1.2 Δομή

Η εργασία μου δομείται στα ακόλουθα κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο, διευκρινίζεται το ακριβές θέμα της εργασίας και ο αντικειμενικός σκοπός της, αιτιολογώντας τη χρησιμότητά της και αναφέροντας το κίνητρο που ώθησε στην επιλογή αυτού του θέματος.

Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τη βιβλιογραφική επισκόπηση. Περιγράφεται η εταιρική κοινωνική ευθύνη και οι πρακτικές με τις οποίες εμφανίζεται, η επιχειρησιακή ηθική και προσδιορίζεται η έννοια της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών, καθώς και η σύνδεση αυτών των εννοιών μεταξύ τους. Τέλος, αναπτύσσονται τρεις ερευνητικές υποθέσεις που θα εξεταστούν σε επόμενη ενότητα, οι οποίες κατασκευάζονται βάσει προηγούμενων ερευνών.

Στο τρίτο κεφάλαιο, καταγράφεται η σχεδίαση και η μεθοδολογία της έρευνας που ακολουθήθηκε, η επιλογή δείγματος και ο τρόπος συλλογής των δεδομένων. Ταυτόχρονα, παρατίθεται αναλυτική περιγραφή και ορισμός των μεταβλητών οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνάς μας στις εταιρίες της Γερμανίας και Σουηδίας. Ειδικότερα, αναλύονται οι σχέσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών και της εξαρτημένης και συγκρίνονται σε κάθε περίπτωση με τα αναμενόμενα αποτελέσματα σύμφωνα με τη διαθέσιμη βιβλιογραφία.

Στο τελευταίο κεφάλαιο, αναφέρονται οι περιορισμοί, συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης και προτείνονται θέματα που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο για μελλοντική έρευνα.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

## 2.1 Από την κλασσική στην ολιστική προσέγγιση της επιχειρηματικής επίδοσης

Η κλασική, μέχρι πρόσφατα εδραιωμένη, θεώρηση της χρηματοοικονομικής, όπως τη διδαχτήκαμε στα πανεπιστημιακά εγχειρίδια μελετούσε την επιχειρηματική οντότητα μεμονωμένα, αποκλειστικά με βάση τον υπολογισμό χρηματοοικονομικών δεικτών. Σύμφωνα με αυτή τη σχολή σκέψης, η κάθε επιχείρηση αξιολογείται με βάση τους αριθμοδείκτες, σύμφωνα με τους τύπους της χρηματοοικονομικής και βάσει αυτών συγκρίνονται με τις υπόλοιπες του κλάδου και κατατάσσονται.

Στη δεύτερη, πρόσφατα διαμορφωμένη, σχολή σκέψης ανήκουν οι υποστηρικτές του ολιστικού μοντέλου, οι οποίοι παρουσιάζουν μια πιο πλουραλιστική οπτική της δραστηριότητας και συνεπαγωγικά αξιολόγησης της επιχείρησης. Η νέα αυτή τάση δεν περιορίζεται σε χρηματοοικονομικούς όρους αλλά αναγνωρίζει ότι οι ενέργειες βιώσιμης ανάπτυξης (sustainable development) που διενεργούνται στο πλαίσιο της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR - Corporate Social Responsibility) και της επιχειρηματικής ηθικής δεοντολογίας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο και θα πρέπει να ενσωματωθούν ως κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης της κάθε επιχείρησης.

Στη σχολή αυτή των υποστηρικτών της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, ιδιαίτερα δημοφιλής είναι η έρευνα του Frederick (1986), σύμφωνα με τον οποίο κάθε επιχειρηματική οντότητα οφείλει να επιδεικνύει κοινωνική απόκριση και να συνεισφέρει στην βελτίωση και ανάπτυξη της κοινωνίας. Πέρα από την ηθική διάσταση των επιχειρημάτων του, συμπληρώνει ότι δραστηριότητες που εκφράζουν κοινωνική απόκριση μπορούν αντικειμενικά να αποφέρουν κέρδος και για την επιχείρηση. Υπέρμαχοι της ίδιας άποψης ήταν αργότερα οι Soloman και Hansen (1985), αποδεικνύοντας ότι μια επιχειρηματική οντότητα που εφαρμόζει συστηματικά πρακτικές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης αναμένεται να έχει καλύτερο εργασιακό περιβάλλον, υψηλότερη αποδοτικότητα εργαζομένων και περισσότερο ευχαριστημένους πελάτες, με αποτέλεσμα την αύξηση του κύκλου εργασιών της.

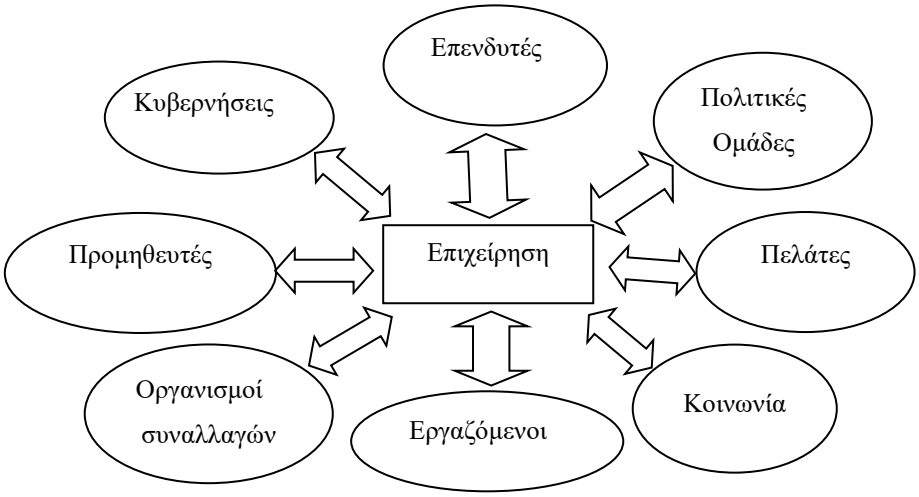


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Επιπλέον, η υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης έχει αποδειχθεί ότι επιφέρει βελτίωση των σχέσεων της επιχειρηματικής οντότητας με τους υποψήφιους επενδυτές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις κυβερνήσεις, προκαλώντας αύξηση της αποδοτικότητάς της (Moussavi & Evans, 1986).

Σημείο-σταθμός είναι η θεωρία των ομάδων ενδιαφέροντος (Stakeholder theory). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή (Freeman, 1984), εκτός από τους μετόχους που είναι δεδομένο πως έχουν προσδοκίες και απαιτήσεις να ικανοποιηθούν από την εταιρία, υπάρχουν και οι ομάδες ενδιαφέροντος (stakeholders), στους οποίους πρέπει επίσης να επιδειχθεί ανάλογο ενδιαφέρον ώστε να είναι ικανοποιημένοι. Μια ομάδα ενδιαφέροντος ορίζεται ως «μια ομάδα ή ένας ιδιώτης που μπορεί να επηρεάσει ή επηρεάζεται από την επίτευξη ενός επιχειρησιακού σκοπού. Ομάδα ενδιαφέροντος μπορεί να είναι εργαζόμενοι, πελάτες, προμηθευτές, μέτοχοι, τράπεζες, το τοπικό περιβάλλον, η κυβέρνηση, και κάθε άλλη ομάδα που μπορεί να βοηθήσει ή να βλάψει την εταιρία» (Freeman, 1984). Στο ακόλουθο Γράφημα 2.1 απεικονίζεται ένα μοντέλο με επίκεντρο μία επιχείρηση που αλληλοεπιδρά με τις διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος (Γράφημα 2.1). Η ανάπτυξη του μοντέλου αυτού από τους Donaldson και Preston (1995) συμβάλει στην χάραξη στρατηγικής από μέρους της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν τις σχέσεις της επιχείρησης με τις ομάδες αυτές, εφαρμόζοντας τις εκάστοτε κατάλληλες πρακτικές.

**Γράφημα 2.1** Μοντέλο Ομάδων Ενδιαφέροντος




(Πηγή: Donaldson & Preston, 1995)



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Σημαντική έρευνα στη διεθνή βιβλιογραφία απέδειξε ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη μπορεί να δημιουργήσει αξία μακροπρόθεσμα μέσω συγκεκριμένου μηχανισμού, καθώς μειώνονται οι περιορισμοί που αντιμετωπίζει για τη χρηματοδότηση των λειτουργιών της και τα διάφορα στρατηγικά πλάνα δράσης και διευκολύνεται η ανάληψη επικερδών επενδύσεων, που υπό άλλες συνθήκες δεν θα είχε επιλέξει (Cheng et al, 2014). Οι συγκεκριμένοι ερευνητές απέδειξαν ότι οι εταιρίες με καλύτερη επίδοση στον τομέα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης αντιμετωπίζουν λιγότερους περιορισμούς στη χρηματοδότηση κεφαλαίων, λόγω του ευνοϊκότερου κλίματος που διαμορφώνεται με τις ομάδες ενδιαφερομένων, με αποτέλεσμα να μειώνεται η πιθανότητα καιροσκοπικών ενεργειών βραχυπρόθεσμα, όπως και τα κόστη συναλλαγών (Benabou and Tirole, 2010). Επίσης, ένας ακόμη λόγος που η εταιρική κοινωνική ευθύνη οδηγεί σε λιγότερους περιορισμούς κεφαλαίων είναι η τάση των εταιριών αυτών να προβούν σε γνωστοποίηση των πρακτικών αυτών στο αγοραστικό κοινό (Dhaliwal et al, 2011), με στόχο να αναδειχθεί ο προσανατολισμός της στην κοινωνία και το περιβάλλον, η έμφασή της στην ποιότητα για να γίνει πιο ελκυστική, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγαλύτερη διαφάνεια και να μειώνεται η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ εταιρίας – επενδυτών και έτσι να μειώνονται οι περιορισμοί στη χρηματοδότηση κεφαλαίων (El Ghoul et al., 2011).

## 2.2 Εταιρική κοινωνική ευθύνη & Διαχείριση κερδών

Πέρα από την συμβολή των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στην επίδοση των επιχειρήσεων, σημαντικό θέμα το οποίο ανέκυψε τα τελευταία χρόνια είναι η σύνδεση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) με την διαχείριση των κερδών. Με αφορμή την πλούσια και πρόσφατη σχετική βιβλιογραφία επιλέχθηκε ως κεντρικό θέμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας να είναι η μελέτη της επίδρασης της «ηθικής» και «κοινωνικά υπεύθυνης» εταιρικής συμπεριφοράς στην διαχείριση (χειραγώγηση) των πραγματικών κερδών επιχειρήσεων που ανήκουν σε δείκτη ESG, δηλαδή επιχειρήσεων που έχουν καλές επιδόσεις σε θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης.

Αφού έχει δοθεί ο εννοιολογικός προσδιορισμός της *διαχείρισης κερδών* (earnings management) και της *επιχειρησιακής ηθικής* (business ethics) στο προηγούμενο κεφάλαιο, στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστεί η διαχείριση των κερδών εντός του πλαισίου της επιχειρησιακής ηθικής. Θα αναλυθεί δηλαδή το θεωρητικό υπόβαθρο, το οποίο μας επιτρέπει την αξιολόγηση των επιπτώσεων που έχει η υιοθέτηση κοινωνικής-ηθικής προσέγγισης από



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

την πλευρά των επιχειρήσεων. Στο τέλος του κεφαλαίου, θα αναπτυχθούν οι ερευνητικές υποθέσεις σχετικά με την επίδραση της ηθικής προσέγγισης των επιχειρήσεων στη διαχείριση των κερδών.

### 2.2.1 Η διαχείριση κερδών εντός του πλαισίου της επιχειρησιακής ηθικής

Το περιβάλλον που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις και η διακυβέρνησή τους έχουν υποστεί ριζικές αλλαγές τις τελευταίες δεκαετίες μετά τα χρηματοοικονομικά σκάνδαλα που ήρθαν στο φως, όπως αυτό της Enron στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, της WorldCom, της France Telecom στη Γαλλία, της Parlamat στην Ιταλία ή το θηριώδες σκάνδαλο με ντόμινο επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο αυτό της χρεοκοπίας της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008. Τα σκάνδαλα αυτά - αποτυχίες, δημιούργησαν την αναγκαιότητα τα διευθυντικά στελέχη να μελετήσουν τη διαχείριση κινδύνων αντίστοιχης αποτυχίας και να διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεών τους. Ως εκ τούτου, πολλές έρευνες επισημαίνουν την σημαντικότητα των λογιστικών αποτελεσμάτων ως δείκτη της επίδοσης και της καλής διοίκησης των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό, τα διευθυντικά στελέχη πολλές φορές "παρεμβαίνουν" στην παρουσίαση των λογιστικών και χρηματοοικονομικών γνωστοποιήσεων, με στόχο να παρουσιάσουν πιο ελκυστική εικόνα των λογιστικών στοιχείων, τα οποία θα παρακινήσουν θετικά τους μετόχους και θα μειώσουν τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένες. Με άλλα λόγια, το φαινόμενο αυτό είναι η διαχείριση των κερδών.

Η διεθνής βιβλιογραφία διατυπώνει δύο μεθόδους χειραγώγησης των αποτελεσμάτων. Η πρώτη μέθοδος που μελετάται επισταμένα στην ακαδημαϊκή κοινότητα από τα τέλη της δεκαετίας '80 αντιστοιχεί σε διαχείριση των αποτελεσμάτων μέσω των δεδουλευμένων (accruals), καθότι θεωρείται ότι είναι πιο δύσκολο να παρέμβουν και να επηρεάσουν τις πραγματικές ροές (Schipper, 1989). Στην περίπτωση αυτή τα διευθυντικά στελέχη εξασκούν στρατηγικά την διακριτική τους ευχέρεια επί της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που γνωστοποιείται με σκοπό να επηρεάσουν τα κέρδη που παρουσιάζει η επιχείρηση στα εξωτερικά ενδιαφερόμενα μέρη (πιστωτές, προμηθευτές, κυβερνήσεις, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εποπτικές αρχές). Με άλλα λόγια, εκμεταλλεύονται, με τη διακριτική του ευχέρεια, κενά (discretionary accruals) που δημιουργούνται από τη λογιστική αρχή βάσει δεδουλευμένων (accrual-based accounting) προς όφελός τους. Τα κενά αυτά δημιουργούνται από την επιλογή συγκεκριμένων πολιτικών, όπως αποτίμηση μετοχών,



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αποσβέσεις ή λογιστικών εκτιμήσεων, όπως πρόβλεψη κινδύνου και ποσοστό πρόβλεψης για τις εμπορικές απαιτήσεις.

Η δεύτερη μέθοδος διαχείρισης των αποτελεσμάτων είναι η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών (real earnings management). Η μελέτη αυτής της μεθόδου απέκτησε τεράστιο επιστημονικό ενδιαφέρον μετά την έρευνα του Roychowdhury (2006). Η σχετική αρθρογραφία αναφέρει στα συμπεράσματα των επιστημονικών δημοσιεύσεων ότι η συμμετοχή της ομάδας διοίκησης στην διαδικασία διαχείρισης των κερδών μπορεί να συμβεί όχι μόνο μέσω των λογιστικών εκτιμήσεων και επιλογής λογιστικών πολιτικών αλλά επίσης μέσω της λήψης αποφάσεων σε επιχειρησιακό - λειτουργικό επίπεδο. Ο Roychowdhury (2006) διέκρινε τρεις σχετικές πρακτικές : τη διαχείριση της παραγωγής, την μείωση των εξόδων που είναι διακριτικής ευχέρειας και τη διαχείριση των πωλήσεων. Αν και η δεύτερη αυτή μέθοδος της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών είναι ένα θέμα που πρόσφατα ξεκίνησε να μελετάται στην διεθνή βιβλιογραφία, ήδη αρκετές έρευνες την έχουν προσεγγίσει διερευνώντας τη σχέση της με μηχανισμούς διακυβέρνησης και όρια λογιστικών αποτελεσμάτων (Blkasem & Noorhayati, 2019) καθώς και με το κόστος των ομολόγων (Ge & Kim, 2014). Επίσης, μελετάται η επίδραση της διαχείρισης των πραγματικών αποτελεσμάτων με την επιχειρηματική επίδοση (Zang, 2012) και οι περισσότερες από τις σχετικές έρευνες λαμβάνουν υπόψη τον δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA - Return on Assets) ως δείκτη της επίδοσης μιας επιχείρησης. Μια ακόμη μερίδα ερευνητών έχει ασχοληθεί με τη σχέση της διαχείρισης των πραγματικών κερδών με τη διαχείριση των δεδουλευμένων (Matsuura, 2008).

Σύμφωνα με την υπόθεση των Chih et al.(2008), την ‘myopia avoidance hypothesis’ όπως την αναφέρουν στη μελέτη τους, οι κοινωνικά ευαισθητοποιημένες επιχειρήσεις είναι λιγότερο πιθανό να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους γιατί είναι πιο επικεντρωμένες στον θεσμικό τους ρόλο, να δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους, και στη διαφάνεια των λογιστικών και οικονομικών πληροφοριών που γνωστοποιούν.

Έτσι, το βασικό επιχείρημα είναι ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη (CSR) συμβάλει στη διαφάνεια και μειώνει την τάση για πρακτικές χειραγώγησης των κερδών. Εκτός αυτών, σε εμπειρικές έρευνες έχει αποδειχθεί ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και της διαχείρισης κερδών.

Στην συγκεκριμένη έρευνα των Chih et al.(2008) εξετάστηκε η σύνδεση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και διαχείρισης κερδών, χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο κατά την περίοδο 1993-2002. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι συνδεμένη με λιγότερη ‘ομαλότητα’ (smoothness) και



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περισσότερη ‘επιθετικότητα’ στα κέρδη ενώ αντιθέτως λιγότερες ζημίες και συνεπώς παρήγαγαν συμπεράσματα αμφιλεγόμενα, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν από άλλους ερευνητές για την διατύπωση εναλλακτικής θεωρίας.

Στην εναλλακτική αυτή πλευρά, αρχικά οι Prior et al. (2008) υποστήριξαν ότι τα διευθυντικά στελέχη κάνουν χρήση των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα να ασκηθεί έλεγχος - εποπτεία από τους ήδη ικανοποιημένους μετόχους. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, η εταιρική κοινωνική ευθύνη (CSR) είναι “το αποτέλεσμα του προβλήματος εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent problem), όπου τα στελέχη - μάνατζερ είναι εντολοδόχοι, που χρησιμοποιούν τις συγκεκριμένες πρακτικές CSR ως ένα εργαλείο να μεγιστοποιήσουν τα οφέλη τους” (Calegari et al, 2010).

Επίσης, οι ίδιοι υποστήριξαν ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη μπορεί να είναι τμήμα της εταιρικής κουλτούρας και συνεπώς να εδραιωθεί εντός μιας επιχείρησης, άσχετα με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (εντολέα-εντολοδόχου). Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα αμερικανικών εταιριών για την περίοδο 1991 μέχρι 2008, εξήγαγαν το συμπέρασμα ότι η εταιρική κοινωνική ευθύνη βελτιώνει την ποιότητα στην επιχείρηση. Ομοίως, οι Litt et al. (2014), διερευνώντας το σχετικό θέμα προχώρησαν και απέδειξαν ότι επιχειρήσεις με περιβαλλοντικά φιλικές πρωτοβουλίες και δράσεις, όπως πρόληψη της μόλυνσης του περιβάλλοντος και του κλίματος, εμφανίζουν ασθενέστερη χειραγώγηση κερδών. Ακόμη, και ως προς την χειραγώγηση των πραγματικών αποτελεσμάτων, αποδείχτηκε ότι και σε αυτή την περίπτωση η σχέση με την εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι επίσης αντίστροφη (Kim et al., 2012; Faisal et al.,2018).

Τέλος, αρκετές έρευνες έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να ακολουθήσουν στρατηγικές χειραγώγησης αποτελεσμάτων που δεν είναι εύκολα ανιχνεύσιμες αλλά είναι πιο ακριβές, όταν ειδικά το επίπεδο ελέγχου είναι υψηλό (Zang, 2012). Βασιζόμενη σε αυτή την άποψη, θα εξεταστεί στην παρούσα διπλωματική εργασία αν ο προσανατολισμός μιας επιχείρησης προς πρακτικές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης διαδραματίζει κάποιο ρόλο στην διαμόρφωση της στάσης της προς μια στρατηγική χειραγώγησης που είναι λιγότερο ανιχνεύσιμη αλλά περισσότερο δαπανηρή, ενόψει αυστηρού νομοθετικού πλαισίου.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 2.2.2 Θεωρητικό πλαίσιο αξιολόγησης των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης

Η υφιστάμενη βιβλιογραφία αναφέρει αρκετές θεωρίες σχετικά με τη σύνδεση της επιχειρησιακής ηθικής με την διαχείριση των πραγματικών κερδών. Μερικές από αυτές είναι η θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), θεωρία της σηματοδότησης (signaling theory), θεωρία της νομιμότητας (legitimacy theory) και τέλος αυτή των ενδιαφερόμενων μερών (stakeholder theory). Στα πλαίσια της εργασίας, θα εστιάσουμε στην θεωρία της νομιμότητας, λαμβάνοντας υπόψη και το πλαίσιο της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών, με βάση το επιχείρημα ότι η εταιρική κοινωνική υπευθυνότητα εστιάζει όχι μόνο στις ανάγκες και τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών αλλά και σε αρχές που υπηρετούν ένα σύστημα κοινωνικών κανόνων, αξιών και πεποιθήσεων (Gray et al.,2009). Η υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ευνοούν την ανάπτυξη κλίματος νομιμότητας και αμοιβαίας υποστήριξης μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών και των ενδιαφερόμενων μερών, ενώ επίσης αποτρέπουν την παρέμβαση συμφερόντων των ομάδων ενδιαφερομένων και αυξάνουν την εργασιακή ικανοποίηση και την εμπιστοσύνη των πελατών (Hong & Andersen, 2011).

Η θεωρία της νομιμότητας (legitimacy theory) περιγράφει την κατάσταση που επιτυγχάνεται όταν το σύστημα αξιών μιας επιχείρησης εναρμονίζεται με το σύστημα των αξιών της ευρύτερης κοινωνίας στο πλαίσιο της οποίας ο οργανισμός δραστηριοποιείται. Με άλλα λόγια, η νομιμότητα ενός οργανισμού επιτυγχάνεται όταν οι δράσεις του υπαγορεύονται και κινούνται εντός ενός πλαισίου κοινωνικού συστήματος κανόνων κι αξιών. Έτσι, η γνωστοποίηση πληροφοριών που αφορούν την επίδοση των επιχειρήσεων σε θέματα συμπεριφοράς σχετικά με το φυσικό περιβάλλον και την κοινωνία έχει ουσιαστικά στόχο να ανταποκριθεί στο αίτημα της κοινωνίας για ειλικρινή ενημέρωση για το κατά πόσο οι επιχειρήσεις συμμορφώνονται με τις αξίες της κοινωνίας, ώστε με τη σειρά της να επιτρέψει (νομιμοποιήσει) την εύρυθμη κι απρόσκοπτη λειτουργία τους.

Ο Dendler (2014) ισχυρίστηκε ότι η νομιμότητα διαδραματίζει ουσιώδη ρόλο στην εδραίωση της θεσμοθέτησης της ετικέτας του προϊόντος και στην εναρμόνιση μεταξύ κατανάλωσης και συστημάτων παραγωγής. Έτσι, συνάγεται ότι η λήψη αποφάσεων εξαρτάται από την εν λόγω νομιμότητα. Σύμφωνα με τη θεωρία της νομιμότητας, ο οργανισμός - επιχείρηση και η κοινωνία δεν μπορούν να διαχωριστούν εντελώς γιατί υπάρχει αντιστοιχία και αλληλεπίδραση μεταξύ της συμπεριφοράς του οργανισμού και τους συστήματος αξιών και πεποιθήσεων των κοινωνικών ομάδων. Οι δυνάμεις της αγοράς και οι προσδοκίες του κοινωνικού συνόλου είναι παράγοντες που καθορίζουν την επιβίωση του



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οργανισμού. Συνεπώς, ο οργανισμός θα πρέπει να λειτουργεί έτσι ώστε να διασφαλίζεται η μακροπρόθεσμη επιβίωσή του.

## 2.3 Ανάπτυξη ερευνητικών υποθέσεων

Ο σκοπός της παρούσης διπλωματικής εργασίας, και συγκεκριμένα της ενσωματωμένης εμπειρικής διερεύνησης, είναι να ελέγξει την επίδραση της ηθικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων, όπως εκφράζεται από την υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR), επιχειρησιακής ηθικής και τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών στην διαχείριση των πραγματικών κερδών.

### 2.3.1 Η επίδραση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στην διαχείριση πραγματικών κερδών

Όπως αναφέρθηκε και στην ανασκόπηση των ερευνών στην προηγούμενη υποενότητα, η εταιρική κοινωνική ευθύνη θεωρείται παράγοντας που μπορεί είτε να προκαλέσει, είτε να αποθαρρύνει την διαχείριση κερδών. Έχουν διατυπωθεί διάφοροι ορισμοί και από την σταχυολόγησή τους προκύπτει ότι έχει πέντε βασικές διαστάσεις: τη διάσταση των ενδιαφερόμενων μερών, την κοινωνική, την οικονομική, την εθελοντική και την περιβαλλοντική διάσταση.

Ο βασικός στόχος της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι να συνεισφέρει στην αξία της κοινωνίας ταυτόχρονα με την μεγέθυνση της αξίας της επιχείρησης. Έχει αποδειχθεί ότι κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες λειτουργούν επίσης υπεύθυνα στην κατάρτιση των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων (Malik, 2015). Η υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης αναμένεται να συμβάλουν θετικά στον επιχειρησιακό κώδικα ηθικής, τη φήμη - εικόνα, την χρηματοοικονομική επίδοση και τις σχέσεις των ομάδων ενδιαφερομένων, παράγοντας χρηματοοικονομικές αναφορές υψηλής ποιότητας και διαφάνειας, χρήσιμες για τη λήψη αποφάσεων (Salweski & Zulch, 2014).

Πολλοί ερευνητές απέδειξαν ότι η δημοσίευση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων και γνωστοποιήσεων αποτελεί περιοριστικό παράγοντα για την χρήση χειραγώγησης των πραγματικών κερδών και έτσι διασφαλίζεται η διατήρηση της αξίας της επιχείρησης. Δεδομένου ότι έχει αποδειχθεί πως η χρήση της διαχείρισης των πραγματικών κερδών αποτελεί τη βάση για την μακροπρόθεσμη επίδοση της επιχείρησης και από την άλλη οι δράσεις CSR είναι θετικά συνδεδεμένες με την επίδοση, συνεπάγεται ότι εταιρίες που



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

παρουσιάζουν υψηλής ποιότητας εταιρική υπευθυνότητα είναι λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε διαχείριση των πραγματικών αποτελεσμάτων (Bozzolan et al., 2015).

Ακόμη, σε διεθνή μελέτη των Bozzolan et al. (2015) σε δείγμα 24 χωρών αποδείχθηκε ότι οι δράσεις CSR αποτελούν περιοριστικό παράγοντα για τη διαχείριση πραγματικών κερδών - αλλά όχι και για αυτή μέσω των δεδουλευμένων. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών έχει αρνητικό αντίκτυπο στη μελλοντική χρηματοοικονομική επίδοση και οι επιχειρήσεις προσπαθούν να αποφύγουν τη μέθοδο αυτή.

Επιπλέον, αρκετές έρευνες έχουν δείξει ότι θεσμικοί παράγοντες επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ πρακτικών CSR και διαχείρισης κερδών. Συγκεκριμένα, η εταιρική κοινωνική ευθύνη έχει ευνοϊκή επίδραση στο κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης - και ιδιαίτερα αυτό αποδείχτηκε να ισχύει στις επιχειρήσεις όπου ανιχνεύεται χειραγώγηση κερδών. Το εύρημα αυτό υποδεικνύει ότι τα ενδιαφερόμενα μέρη δεν μπορούν να ανιχνεύσουν τις πρακτικές χειραγώγησης των πραγματικών κερδών όταν η εταιρική κοινωνική ευθύνη χρησιμοποιείται ως προκάλυμμα της χειραγώγησης.

Εν κατακλείδι, η σχέση αυτή μέχρι σήμερα είναι αμφιλεγόμενη και τα στοιχεία δεν εμφανίζουν συνέπεια. Με βάση τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών, η πρώτη ερευνητική υπόθεση που θα εξεταστεί είναι :

**Η1: Εταιρίες με *υψηλό* επίπεδο εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) είναι *λιγότερο* πιθανό να εμπλακούν σε διαχείριση πραγματικών κερδών σε σχέση με εταιρίες που υστερούν σε CSR.**

### 2.3.2 Η επίδραση της επιχειρησιακής ηθικής στην διαχείριση πραγματικών κερδών

Ένας από τους πρωταρχικούς ορισμούς της επιχειρηματικής ηθικής δόθηκε από τον Lewis (1985), ο οποίος ισχυρίστηκε ότι η ηθική είναι κάτι παραπάνω από αξία, ακεραιότητα και χαρακτήρα. Περιλαμβάνει την εφαρμογή της κατανόησης του τι είναι ηθικά ορθό σε περίπτωση ηθικού διλήμματος. Αν και αρχικά ο ορισμός φαίνεται αρκετά αόριστος, αφηρημένος και ασαφής, επόμενες έρευνες ορίσανε πιο συγκεκριμένα ποια είναι αυτή η ηθικά ορθή συμπεριφορά των ασκούντων τη διοίκηση των εταιριών. Ορίστηκε λοιπόν, η επιχειρησιακή ηθική ως ένα σύνολο ηθικών κανόνων, ορίων, κώδικα και αρχών που εφαρμόζουν τα διοικητικά στελέχη στην προσωπική και επαγγελματική τους ζωή. Έτσι, η επιχειρησιακή ηθική ορίζεται με πιο ενεργητικό τρόπο, παρά ως παθητική τήρηση γραμμένου ηθικού κώδικα.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Βασικό μέλημα της επιχειρησιακής ηθικής είναι τα διοικητικά στελέχη να συμπεριφέρονται με εντιμότητα , ηθική και διαφάνεια στην κατάρτιση και παρουσίαση των οικονομικών στοιχείων και με υπευθυνότητα προς την κοινωνία και το περιβάλλον. Αν οι ομάδες ενδιαφερομένων έχουν την εντύπωση ότι τα κέρδη χειραγωγούνται ή ότι η επιχείρηση δεν είναι κοινωνικά υπεύθυνη, τότε χάνει αξία στην αγορά. Έχει αποδειχθεί ότι η πρακτικές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης συμβάλλουν στην ανταγωνιστικότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και λόγω της βελτίωσης που προκαλείται στη εικόνα και φήμη τους μειώνεται το κόστος κεφαλαίου τους , ενώ αντίθετα η χειραγώγηση κερδών προκαλεί βλάβη στην φήμη τους και αυξάνει το κόστος κεφαλαίου (Martinez-Ferrero et al,2016).

Αρκετές έρευνες έδειξαν ότι οι μέτοχοι πολλές φορές επιθυμούν ή και απαιτούν να προβούν σε διαχείριση κερδών ώστε να επηρεάσουν θετικά την αξία της εταιρίας τους (Dye, 1988) και έτσι σε πολλές περιπτώσεις οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την χειραγώγηση των αποτελεσμάτων ως κατάλληλη και ηθική συμπεριφορά. Τα οφέλη της χειραγώγησης και από την άλλη πλευρά η αρνητική της επίδραση στην αξιοπιστία της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης αποτέλεσαν αντικείμενο έρευνας στο πλαίσιο της ηθικής της διαχείρισης κερδών.

Έχει αποδειχθεί ότι εταιρίες που προωθούν τη βελτίωση της ποιότητας των χρηματοοικονομικών αναφορών είναι πιο πιθανό να δημοσιεύσουν εθελοντικά αναφορές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Έτσι, αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ της δημοσίευσης πρακτικών CSR και της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων. Με βάση τα ανωτέρω στοιχεία, κατασκευάζεται η δεύτερη υπόθεση προς διερεύνηση:

**H2: Εταιρίες που δεσμεύονται σε κώδικα ηθικής δεοντολογίας είναι *λιγότερο* πιθανό να προβούν σε διαχείριση των πραγματικών κερδών.**

### 2.3.3 Σύστημα αμοιβών συνδεμένο με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και η επίδρασή του στη διαχείριση πραγματικών κερδών

Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα των Derchi et al (2020), σε δείγμα 746 εισηγμένων στο χρηματιστήριο αμερικανικών εταιριών για την χρονική περίοδο 2002-2013, η χρήση συστήματος αμοιβών της διοίκησης που συνδέεται με τους στόχους της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης προωθεί την καλύτερη επίδοση των εταιριών σε όρους εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Πλήθος προηγούμενων ερευνών που είχαν ως αντικείμενό τους να εξετάσουν ποια είδη μάνατζερ, με ποια χαρακτηριστικά και με ποια κίνητρα είναι πιο ‘επιρρεπή’ στην



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

απόφαση να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα. Τα ευρήματα έδειξαν ότι τα διοικητικά στελέχη εμπλέκονται σε χειραγώγηση των κερδών διότι θέλουν να μεγιστοποιήσουν τις απολαβές τους, καθώς οι περισσότερες εταιρίες παρέχουν στους μάνατζερ συμβόλαια μισθοδοσίας που συνδέονται με τα καθαρά κέρδη. Με αφορμή αυτές τις έρευνες θα διερευνηθεί στην παρούσα εργασία ως τρίτο ερώτημα, ποια είναι η επίδραση της βαθμονόμησης μιας εταιρίας ως προς το επίπεδο πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που ακολουθεί επί του επιπέδου χειραγώγησης των κερδών, σε περίπτωση διοίκησης συνδεμένης με CSR αλλά και μη-συνδεμένης.

Τα συστήματα αμοιβής των διοικητικών στελεχών συμπεριλαμβάνουν μισθούς, ετήσια μπόνους και μακροπρόθεσμα κίνητρα. Ωστόσο, αυτά τα συστήματα αμοιβής δεν συμπεριλαμβάνουν ρητά και κίνητρα στο πλαίσιο της βιώσιμης ανάπτυξης. Προηγούμενες έρευνες έχουν δείξει ότι μισθοί και κίνητρα που συνδέονται με μακροπρόθεσμους στόχους οδηγούν σε χαμηλή κοινωνική και περιβαλλοντική επίδοση (Li & Thibodeau, 2019). Έτσι, η πολιτική απολαβών με βάση κίνητρα υπόκειται σε πλήθος περιορισμών και αντικρουόμενων στόχων, με τους βραχυπρόθεσμους χρηματοοικονομικούς στόχους να επισκιάζονται. Η πιο μακροπρόθεσμη χρήση συστήματος αμοιβών με βάση την υιοθέτηση πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης προκαλεί συσσώρευση εμπειρίας, προσφέροντας οικονομικά οφέλη (Derchi et al, 2020). Ως εκ τούτου, μπορούμε να πούμε ότι σύστημα αμοιβών των μάνατζερ με βάσει κίνητρα είναι ένας μηχανισμός που χρησιμοποιείται από τις εταιρίες προκειμένου ο μάνατζερ να λειτουργεί υπεύθυνα, σύμφωνα με τα χρηστά ήθη και να ενδυναμώνει τις πρακτικές CSR. Ακόμη, για να αποφευχθούν περιπτώσεις εκμετάλλευσης της εταιρική κοινωνικής ευθύνης ως προκάλυμμα ‘ανήθικης’ συμπεριφοράς των διοικητικών στελεχών συστήνεται τα αρμόδια όργανα και επιτροπές να παρακολουθούν στενά τα κίνητρα που παρέχονται (Li & Thibodeau, 2019). Το αποτέλεσμα είναι τα διοικητικά στελέχη να δουλεύουν σκληρότερα και καλύτερα, αποφεύγοντας παράλληλα ‘ανήθικες’ δραστηριότητες. Συνεπώς, παρατηρείται ότι στελέχη με συμβόλαιο απολαβών που συνδέονται με την επίδοση σε πρακτικές CSR είναι λιγότερο πιθανό να χειραγωγήσουν τα κέρδη (αρνητική σχέση). Έτσι, προκύπτει η τρίτη ερευνητική υπόθεση:

**Η3: Το σύστημα αμοιβής των διοικητικών στελεχών που συνδέεται με στόχους βιώσιμης ανάπτυξης έχει *αρνητικό* αντίκτυπο στην διαχείριση των πραγματικών κερδών.**



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

# ΣΧΕΔΙΑΣΗ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

## 3.1 Εισαγωγικά

Αφού στα προηγούμενα κεφάλαια έγινε εκτενής αναφορά έγινε αναφορά στο γενικό θεωρητικό υπόβαθρο, στο παρόν κεφάλαιο θα πραγματοποιηθεί η λεπτομερής ανάλυση, η συλλογή των δεδομένων και η επεξεργασία τους. Συγκεκριμένα, θα παρουσιαστή η μέθοδος συλλογής των δεδομένων, επιλογής των μεταβλητών και ανάλυσής τους μέχρι την εξαγωγή των αποτελεσμάτων, τα οποία θα παρουσιαστούν και ερμηνευτούν στο επόμενο κεφάλαιο.

## 3.2 Επιλογή δείγματος και δεδομένα

Η εμπειρική έρευνα που θα ακολουθήσει εξετάζει την επίδραση της υιοθέτησης πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (CSR) στο επίπεδο διαχείρισης των πραγματικών κερδών σε ένα δείγμα εταιριών οι οποίες ανήκουν στο δείκτη ESG (Environmental Social Governance), ο οποίος -όπως είναι γνωστό- καταγράφει τις επιδόσεις των επιχειρήσεων σε θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης και μέσω αυτού αποτυπώνεται η ικανότητα των εταιρειών να δημιουργούν αξία και να διαμορφώνουν αποτελεσματικές στρατηγικές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Το δείγμα που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία προέρχεται από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters DataStream και περιλαμβάνει εισηγμένες επιχειρήσεις στα χρηματιστήρια Γερμανίας και Σουηδίας κατά τα έτη 2010 – 2019, με *βασικό κριτήριο* την δέσμευση και δημοσιοποίηση των πρακτικών βιώσιμης ανάπτυξής τους. Οι συγκεκριμένες χώρες επιλέχθηκαν έπειτα από προτροπή του επιβλέποντος καθώς η Γερμανία αποτελεί χώρα της Ευρώπης ανεπτυγμένη με τις περισσότερες εταιρίες και η Σουηδία, αν και δεν έχει τόσο μεγάλης κλίμακας οικονομία, επιλέχθηκε διότι έχει θεσπίσει υποχρεωτική δημοσίευση των πρακτικών CSR που υιοθετούνται. Οι σχετικές πληροφορίες για την υλοποίηση της ανάλυσης στην διπλωματική εργασία συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων του εργαστηρίου



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

του πανεπιστημίου μας. Τα δεδομένα μετρώνται σε ετήσια βάση και συνεπώς η εξεταζόμενη περίοδος είναι 10 έτη.

Το δείγμα περιλαμβάνει μετά από αναγκαίες διαμορφώσεις συνολικά 289 γερμανικές και σουηδικές εταιρίες, αφού έχουν προηγουμένως αποκλειστεί παρατηρήσεις οι οποίες αναφέρονται σε τράπεζες, χρηματιστηριακές εταιρείες, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές, καθώς και εκείνες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των ακινήτων (real-estate). Η εξαίρεση των εταιρειών αυτών που δραστηριοποιούνται στους συγκεκριμένους τομείς έγινε διότι διέπονται από ιδιαίτερο θεσμικό πλαίσιο και υπόκεινται σε κανονιστική εποπτεία που επηρεάζει το σύστημα διακυβέρνησής τους. Επίσης, αφαιρέθηκαν από το δείγμα εταιρίες που δεν είχαν διαθέσιμα δεδομένα ή ήταν ελλιπή, καταλήγοντας έτσι στο τελικό δείγμα των 289 εταιριών και 2890 παρατηρήσεων.

Οι κλάδοι στους οποίους ανήκουν οι εταιρείες αναφέρονται συνοπτικά στον πίνακα 1 και διακρίνονται στις εξής κατηγορίες: εναλλακτικής ενέργειας, αεροδιαστημικής και άμυνας, αυτοκινητοβιομηχανίες, λιανικού εμπορίου, εταιρείες εστίασης, ηλεκτρικής ενέργειας και ηλεκτρονικού εξοπλισμού, εταιρείες τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών, ειδών οικιακής χρήσης και κατασκευής, βιομηχανίες χημικών, δασοκομίας και παραγωγής χαρτιού, εταιρείες παροχής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, βιομηχανικών προϊόντων, εταιρίες προσωπικών ειδών, παροχής ιατρικών υπηρεσιών, μέσων μαζικής ενημέρωσης και βιομηχανίες εξόρυξης.

**Πίνακας 1.** Κλάδοι εταιριών του δείγματος

| | |
|---|---|
| Alternative Energy | Technology |
| Aerospace and Defense | Household Goods and Home Construction |
| Automobiles and Parts | Chemicals |
| General Retailers | Forestry and Paper |
| Beverages | Gas, Water and Multiutilities |
| Food Producers | General Industrials |
| Food & Drug Retailers | Personal Goods |
| Electricity | Health Care Equipment and Services |
| Electronic and Electrical Equipment | Media |
| Telecommunications | Mining |



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## 3.3 Οι μεταβλητές

### 3.3.1 Εξαρτημένη

Ως εξαρτημένη μεταβλητή έχει οριστεί η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών (REM - Real Earnings Management), ακολουθώντας τη μεθοδολογία του Roychowdhury (2006). Για να προκύψει ο δείκτης χειραγώγησης των κερδών (REMI) συνδυάζονται τρεις διαφορετικοί και προκύπτει από το άθροισμα των μη κανονικών λειτουργικών ταμειακών ροών (AbnCFO), του μη κανονικού κόστους παραγωγής (AbnPR) και των μη κανονικών εξόδων διακριτικής ευχέρειας (AbnDE). Τελικά, ο δείκτης REMI προκύπτει ως εξής (Zang,2012):

$$REMI = (-1)*AnbCFO + AbnPR + AbnDE*(-1)$$

όπου

$AbnCFO_t = CFO_t/A_{t-1} - NCFO/A_{t-1}$

$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

$NCFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1}) + b_2(\Delta S_t/A_{t-1})$

και

$CFO_t$ : ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες το χρόνο t

$NCFO_t$ : κανονικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες το χρόνο t

$\Delta S_t$ : η μεταβολή των πωλήσεων

$AbnPROD_t = PROD_t/A_{t-1} - NPROD/A_{t-1}$

$PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

$NPROD/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1}) + b_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + b_3(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

$COGS_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ *(i)*

$\Delta INV_t/ A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$. *(ii)*

Από την παλινδρόμηση των σχέσεων *(i)* και *(ii)* προκύπτουν οι εκτιμώμενοι συντελεστές και με βάση αυτούς υπολογίζονται τα κανονικά μεγέθη ως εξής:

$COGS_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_t/A_{t-1})$

$\Delta INV_t/ A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + b_1(\Delta S_t/A_{t-1}) + b_2(\Delta S_{t-1}/A_{t-1})$

Έτσι : $PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_3(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

και

$NPROD_t$ : το κανονικό κόστος παραγωγής το χρόνο t

$COGS_t$ : κόστος πωληθέντων την περίοδο t

$\Delta INV_t$ : μεταβολή των αποθεμάτων



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

$DISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

Μετά την εκτίμηση των συντελεστών προκύπτει :

$NDISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + b_1(S_{t-1}/A_{t-1})$

$AbnDISEXP_t = DISEXP_t/A_{t-1} - NDISEXP_t/A_{t-1}$

και

$NDISEXP_t$ : τα κανονικά κόστη διακριτικής ευχέρειας το χρόνο t

$DISEXP_t$ : τα κόστη διακριτικής ευχέρειας την περίοδο t

i : επιχειρήσεις

t: έτη

### 3.3.2 Ανεξάρτητες - επεξηγηματικές

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στο υπόδειγμα ως ανεξάρτητες μεταβλητές (επεξηγηματικές) παρουσιάζονται στον πίνακα 2. Οι τρεις πρώτες είναι οι βασικές ανεξάρτητες μεταβλητές που χρειάζονται για τον έλεγχο των ερευνητικών υποθέσεων και οι υπόλοιπες είναι μεταβλητές ελέγχου, οι οποίες είναι χρήσιμες ώστε να μετριαστεί η επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή. Οι μεταβλητές αυτές αφορούν χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και του περιβάλλοντός τους.

**Πίνακας 2.** Ανεξάρτητες μεταβλητές

| Συμβολισμός | Ονομασία | Πηγή |
|---|---|---|
| **CSR_SCO** | Corporate Social Responsibility | DataStream ASSET4 |
| **ETH_SCO** | Firm's Ethics score | DataStream ASSET4 |
| **CSR_COMP** | CSR_Linked executive compensation | DataStream ASSET4 |
| ETH_COUN | Ethics country | World economic Forum(2008) |
| FIRM_LEV | Leverage | DataStream ASSET4 |
| FIRM_LIQT | Firm Liquidity | DataStream ASSET4 |
| FIRM_SIZE | Firm Size | DataStream ASSET4 |
| ROA | Firm Profitability | DataStream ASSET4 |



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

### 3.4 Το οικονομετρικό υπόδειγμα

Ο κύριος στόχος είναι να διερευνηθεί εμπειρικά η σύνδεση μεταξύ των μεταβλητών που αντιπροσωπεύουν την ηθική συμπεριφορά των επιχειρήσεων και την επίδρασή τους στον δείκτη διαχείρισης των πραγματικών κερδών (REMI), ενώ ταυτόχρονα ελέγχεται η επίδραση συγκεκριμένων μεταβλητών ελέγχου.

$$REMI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_SCO_{i,t} + \beta_2 ETH_SCO_{i,t} + \beta_3 CSR_COMP_{i,t} + \beta_4 FIRM_LEV_{i,t} + \beta_5 FIRM_LIQT_{i,t} + \beta_6 FIRM_SIZE_{i,t} + \beta_7 ETH_COUN_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t.} \quad (1)$$



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

# ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

## 4.1 Εισαγωγικά

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που πραγματοποιήθηκε βασιζόμενη στην θεωρία και την βιβλιογραφία που αναφέρθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια, στο υπόδειγμα που αναπτύχθηκε. Τα δεδομένα της έρευνας επεξεργάστηκαν με το πρόγραμμα στατιστικής ανάλυσης STATA 17.0 και στη συνέχεια πραγματοποιείται ανάλυση και σχολιασμός των ευρημάτων.

## 4.2 Αποτελέσματα εμπειρικής ανάλυσης

Για να μετρήσουμε την επίδραση των διαφορετικών επεξηγηματικών μεταβλητών στη διαχείριση πραγματικών κερδών, χρησιμοποιήθηκε ανάλυση οικονομετρικού υποδείγματος στα διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data). Τα αποτελέσματα της πολυμεταβλητής ανάλυσης καθώς και της στατιστικής. Τα αποτελέσματα της εκτίμησης φαίνονται στον Πίνακα 3 και τα κύρια ευρήματα μπορούν να ερμηνευθούν ως εξής:

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 3, η μεταβλητή που σχετίζεται με την ΕΚΕ (CSR_SCO) καθιστά δυνατή τη μείωση του βαθμού διαχείρισης πραγματικών κερδών (REM), όπως αναμενόταν. Όταν η δέσμευση της εταιρείας στην ΕΚΕ είναι υψηλή, τα διοικητικά στελέχη παρακινούνται να μειώσουν τις πρακτικές REM (β=−2.421, p=0,000). Η σχέση είναι δηλαδή αρνητική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% . Ο εκτιμώμενος αυτός συντελεστής επαληθεύει την πρώτη υπόθεση Η1.

Από τον ίδιο πίνακα προκύπτει ότι η ηθική συμπεριφορά των εταιρειών έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με το επίπεδο REM σε επίπεδο σημαντικότητας 1%
(β = -4,81, p=0,000). Συνεπώς, όσο πιο σημαντικές είναι οι κοινωνικά υπεύθυνες και ηθικές πρακτικές, τόσο λιγότερο η εταιρεία εμπλέκεται σε μια επιθετική στρατηγική REM. Άρα και η δεύτερη υπόθεσή μας Η2 επαληθεύεται. Με άλλα λόγια, η ηθική συμβάλλει στην ενίσχυση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

της οικονομικής ασφάλειας των επενδυτών. Πράγματι, προηγούμενες μελέτες υποδηλώνουν ότι η κεφαλαιαγορά ορίζει χαμηλότερη τιμή για εταιρείες που θεωρούνται ανήθικες (Orlitzky, 2003) ενώ αντίθετα έχει αποδειχθεί από την επιστημονική κοινότητα και την επαγγελματική πρακτική ότι η χρηματοπιστωτική αγορά ανταμείβει τις ηθικές εταιρείες αυξάνοντάς τους αποτίμηση (Verschoor,1999).

**Πίνακας 3.** Αποτελέσματα εμπειρικής ανάλυσης

| Variables | Coef. | p-value |
|---|---|---|
| Constant | 51,2 | (0,563) |
| CSR_SCO | -2,421 | 0,000*** |
| ETH_SCO | -4,81 | 0,000*** |
| CSR_COMP | -1,329 | 0,449 |
| FIRM_LEV | -0,12 | 0,006*** |
| FIRM_LIQT | -0,012 | 0,130 |
| FIRM_SIZE | 1,667 | 0,028** |
| ETH_COUN | -3,894 | 0,777 |
| ROA | -0,44 | 0,19 |
| Year Fixed effects | Yes | |
| Industry Fixed effects | Yes | |
| No of Observations | 2.890 | |
| R-squared | 0,11 | |

*p<0,1
**p<0,05
***p<0,01

Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν την απουσία σημαντικής σχέσης μεταξύ των αμοιβών των στελεχών που συνδέονται με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και REM (β= −0,715, p=0,449). Συνεπώς, η τρίτη υπόθεση H3 απορρίπτεται καθώς φαίνεται ότι η αποζημίωση-αποδοχές των στελεχών με βάση την επίτευξη των στόχων βιώσιμης ανάπτυξης παραμένει δύσκολο να εφαρμοστεί στις εταιρίες του δείγματός μας.

Όσον αφορά τις μεταβλητές ελέγχου, βρίσκουμε μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του δείκτη διαχείρισης πραγματικών κερδών σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (β=1,667, p=0,028). Αυτά τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν αυτά που βρέθηκαν από τους Bozzolan et al. (2015). Στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση προκύπτει μεταξύ της μόχλευσης και του δείκτη διαχείρισης πραγματικών κερδών (β =−0,12,



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

p=0,006). Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει ότι οι γερμανικές και σουηδικές εταιρείες που ανήκουν στον δείκτη ESG του δείγματός μας έχουν υψηλότερο δείκτη χρέους και σημαντικούς περιοριστικούς όρους από την πλευρά των τραπεζών για τον περιορισμό του περιθωρίου διακριτικής ευχέρειας των διοικητικών στελεχών. Αυτές οι εταιρείες αναγκάζονται να περιορίσουν τη χειραγώγηση του αποτελέσματος μέσω της πραγματικής δραστηριότητας, όπως επενδύσεις, χρηματοδότηση και λειτουργία. Επίσης, οι συμβατικές ρήτρες ωθούν το εταιρεία να σέβεται μερικές αναλογίες και να περιορίζει το περιθώριο διακριτικής ευχέρειας του διαχειριστή.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

# ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Η διαχείριση των κερδών εμπίπτει στο ζήτημα της μη ουδετερότητας των λογιστικών πληροφοριών. Ωστόσο, στη βιβλιογραφία εκλείπουν προσεγγίσεις για την εξήγηση των λογιστικών επιλογών που επηρεάζουν την ποιότητα των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, και κρίνεται απαραίτητη μια συμπληρωματική προσέγγιση. Έτσι, η προσφυγή σε συμπεριφορικές και γνωστικές προσεγγίσεις θα καταστήσει δυνατή την εξήγηση της προέλευσης αυτής της υποκειμενικότητας των λογιστικών πληροφοριών.

Επειδή η απόφαση για την επιλογή των λογιστικών πολιτικών είναι ευθύνη των διοικητικών στελεχών που μπορούν να προβούν σε αυτές τις επιλογές σύμφωνα με τους στόχους τους, θα πρέπει να ασκείται αυστηρός έλεγχος - εποπτεία στους διευθυντές για να διασφαλιστεί ότι λαμβάνονται αποτελεσματικές λογιστικές αποφάσεις. Για το λόγο αυτό οι εταιρείες ενθαρρύνονται να ενσωματώσουν μια συνιστώσα κοινωνικά υπεύθυνων πρακτικών σε αυτές επιχειρηματικές στρατηγικές. Έτσι, το επίπεδο της δέσμευσης της εταιρείας στην επιχειρηματική ηθική μπορεί να αντικατοπτρίζεται στις επιλογές της για χρηματοοικονομική αναφορά· ως εκ τούτου, η ποιότητα της χρηματοοικονομικής αναφοράς μπορεί να ενισχύεται από την λήψη ηθικών επιχειρηματικών αποφάσεων.

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι η δέσμευση μιας εταιρίας στην επιχειρηματική ηθική θα είναι αποτελεσματική μόνο όταν εφαρμοστεί σωστά. Πράγματι, αν θεωρήσουμε ότι τα διοικητικά στελέχη είναι καλύτερα ενημερωμένα από τους επενδυτές για τις προοπτικές εταιρείας, είναι προς το συμφέρον τους να κοινοποιούν στην αγορά τις ιδιωτικές αυτές πληροφορίες που κατέχουν μέσω της κατάλληλης διαχείρισης του λογιστικού αποτελέσματος (Janin & Piot,2008). Ωστόσο, ακόμη και αν οι περισσότεροι επενδυτές και χρήστες των οικονομικών καταστάσεων έχουν μια σχετικά εξελιγμένη ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων, δεν είναι πάντα εύκολο να διακρίνει κανείς εάν τα διοικητικά στελέχη διαχειρίζονται τα δημοσιευμένα στοιχεία σε ωφελιμιστικό τρόπο και επομένως παραπλανητικό ή αν, αντίθετα, στοχεύουν με την παρέμβασή τους στην ενίσχυση του

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ενημερωτικού περιεχομένου των λογιστικών μεγεθών για την ενημέρωση της αγοράς σχετικά με τις προοπτικές της εταιρείας. Αυτός είναι ο λόγος για το επιστημονικό ενδιαφέρον για την εξέταση της διαχείρισης κερδών από την οπτική της επιχειρηματικής ηθικής. Υπό αυτή την έννοια, η δέσμευση στην επιχειρηματική ηθική ή την ΕΚΕ (CSR) δεν πρέπει να υλοποιούνται για την εκπλήρωση άμεσων υποχρεώσεων, όπως η εγγύηση για αύξηση της χρηματιστηριακής αποτίμησης αλλά ως στρατηγικό όραμα για τη βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών.

Η συμβολή αυτής της μελέτης εστιάζει στο γεγονός ότι η ανάλυση της διαχείρισης των πραγματικών κερδών διαφέρει μεταξύ της συμβατικής προσέγγισης και της ηθικής συμπεριφοράς των εταιρειών. Έτσι, η ενσωμάτωση νέων διαστάσεων στην ερμηνεία και τον προσδιορισμό της διαχείρισης των πραγματικών κερδών παραμένει υπό μελέτη, με περιορισμένο μέχρι στιγμής αριθμό μελετών. Η ερμηνεία της ποιότητας των αποτελεσμάτων από ηθικές ή κοινωνικές μεταβλητές συμβάλλει στην υπέρβαση των επικρίσεων των συμβατικών προσεγγίσεων. Πράγματι, αυτό είναι χρήσιμο για όσους χρησιμοποιούν οικονομικές αναφορές συχνά, ιδίως επενδυτές που αναζητούν κερδοφόρες αλλά υπεύθυνες επενδυτικές ευκαιρίες.

Συνοψίζοντας, στόχος αυτής της εργασίας ήταν να εξετάσει τη σχέση μεταξύ των πρακτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και του επιπέδου διαχείρισης πραγματικών κερδών ενός δείγματος επιχειρήσεων που ανήκουν στον δείκτη ESG από τη Γερμανία και τη Σουηδία. Η πρωτοτυπία αυτής της μελέτης έγκειται, ουσιαστικά, στην αλληλεπίδραση μεταξύ δύο πεδίων έρευνας για την ερμηνεία της ποιότητας των οικονομικών πληροφοριών *(λογιστική)* από την προσέγγιση της ηθικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων (*ψυχολογία).* Πράγματι, η εξέταση των ηθικών και κοινωνικών διαστάσεων συμβάλλει στον εμπλουτισμό της θετικής θεωρίας της λογιστικής και ανοίγει νέες προοπτικές στη λογιστική μέσω της αναθεωρημένης διερεύνησης θεμάτων που σχετίζονται με τις λογιστικές επιλογές των διοικητικών στελεχών και, κατά συνέπεια, με την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Η έρευνα επαλήθευσε τις θεωρητικές υποθέσεις, μέσω εμπειρικής ανάλυσης σε δείγμα 289 εταιριών που ανήκουν στον δείκτη ESG κατά την περίοδο 2010–2019. Για την έρευνα, χρησιμοποιήσαμε την πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση που εφαρμόζεται στα διαστρωματικά στοιχεία χρονολογικών σειρών (panel data). Η χρήση αυτής της ανάλυσης μας επέτρεψε να διαπιστώσουμε την επίδραση της ΕΚΕ, της ηθικής και της αποζημίωσης κινήτρων στελεχών στην έκταση της διαχείρισης πραγματικών κερδών.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα εμπειρικά μας αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την πλειοψηφία των αναμενόμενων αποτελεσμάτων. Ο μεταβλητές που σχετίζονται με την ηθική συμπεριφορά των εταιρειών έχουν στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με το επίπεδο διαχείρισης των πραγματικών κερδών. Αποδεικνύεται ότι όσο περισσότερο σημαντικές οι κοινωνικά υπεύθυνες και ηθικές πρακτικές, τόσο λιγότερο η εταιρεία εμπλέκεται σε επιθετική στρατηγική REM.

Η συνεισφορά της έρευνας αυτής όμως υπόκειται σε δύο βασικούς περιορισμούς που σχετίζεται με τους περιορισμούς που έχουν αντίστοιχες εργασίες. Ο πρώτος περιορισμός είναι η φύση του δείγματος μας και το μέγεθός του, που είναι σχετικά μικρό. Ο δεύτερος περιορισμός σχετίζεται με το γεγονός ότι το προφίλ των διοικητικών στελεχών δεν λαμβάνεται υπόψη στο οικονομετρικό μας υπόδειγμα ενώ κατέχουν καίρια θέση στη χρηματοοικονομική και λογιστική πολιτική της εταιρείας, ιδιαίτερα σε ένα πλαίσιο όπου οι διαστάσεις του περιβάλλοντος, της κοινωνικής και της διακυβέρνησης (ESG) είναι μείζονος σημασίας. Η έλλειψη μεταβλητών που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των διοικητικών στελεχών - μάνατζερ αντιπροσωπεύει έναν σημαντικό περιορισμό αυτής της εργασίας.

Η μελλοντική έρευνα θα μπορούσε στο εξής να διεξαχθεί σε περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες και να εξετάσει τον αντίκτυπο της διακυβέρνησης των εταιρειών τους στην διαφάνεια της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για εταιρίες που ανήκουν στον δείκτη ESG.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ


Benabou, R, & Tirole, J. (2010). 'Individual and corporate social responsibility'. *Economica,* 77 (305), pp. 1–19.

Bozzolan, S., Fabrizi, M., Mallin, C., Michelon, G. (2015). 'Corporate Social Responsibility and Earnings Quality: International evidence'. *The International Journal of Accounting,* 50 (4), pp.361-396.

Calegari, M., Chotigeat, T. & Harjoto, M. (2010). 'Corporate Social Responsibility and Earnings Reporting'. *Journal of Current Research in Global Business',* 13 (20), pp.1-14.

Chen, L., Srinidhi, B., Tsang, A. & Yu, W. (2016). 'Audited financial reporting and voluntary disclosure of corporate social responsibility (CSR) reports'. *Journal of Management Accounting Research*, 28 (2), pp. 53-76.

Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. (2014). 'Corporate social responsibility and access to finance'. *Strategic Management Journal*, 35 (1), pp. 1-23.

Chih, L., Shen, C., and Kang, C. (2008). 'Corporate Social Responsibility, investor protection, and Earnings Management: Some international evidence'. Journal of Business Ethics, 79 (12), pp.179-198.

Deegan, C.M. (2019). 'Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32 (8), pp.2307-2329.

Deendler, L. (2014). 'Sustainability meta labelling: An effective measure to facilitate more sustainable consumption and production?'. *Journal of Cleaner Production*, 63, pp.74-83.

Derchi, G. & Zoni, L. & Dossi, A. (2020). 'Corporate Social Responsibility performance, incentives and learning effects'. *Journal of Business Ethics.*


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Dhaliwal D, Li OZ, Tsang AH, Yang YG. (2011). 'Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility reporting'. *Accounting Review*, 86(1), pp. 59–100.

Donaldson T. and Preston L.E. (1995). 'Stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications'. *The Academy of Management Review*, Vol.20 (1), pp. 65 – 91

Dye, R. (1988). 'Earnings management in an overlapping generations model'. *Journal of Accounting Researc*h, 26 (2), pp.195-235.

El Ghoul S, Guedhami O, Kwok CCY, Mishra DR. (2011). ΄Does corporate social responsibility affect the cost of capital?'. *Journal of Banking and Finance*, 35 (9), pp. 2388–2406

Elhaj, E., & Mansor, N. (2019). 'Earnings Management in Developed and Developing Countries: A Review Of Recent Literature'. *American Based Research Journal*, 8 (1).

Faisal, F., Prasetya, R., Chariri, A. & Haryanto, H. (2018). 'The relationship between corporate social responsibility disclosure and earnings management: It is a complement mechanism or a substitute mechanism?'. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 13 (1), pp.1-14.

Frederick, W. C. (1986). 'Toward CSR3: why ethical analysis is indispensable and unavoidable in corporate affairs'. *California Management Review*, Vol.28 (2), pp. 126 – 141

Freeman, R.E. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach. *Massachusetts: Pitman*

Ge, W., and Kim, J., (2014). 'Real Earnings Management and the Cost of new corporate bonds'. Journal of Business Research, 67 (4), pp.641-647.

Gray, P., Koh, S., & Tong, Y. (2009). 'Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia', *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), pp.51-72.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Hong, Y., & Andersen, L., (2011). 'The Relationship between Corporate Social Responsibility and Earnings Management: An exploration Study', *Journal of Business Ethics*, 104 (4), pp.461-471.

Kim, Y., Park, M., & Wier, B. (2012). 'Is Earnings Quality associated with Corporate Social Responsibility?', *The Accounting Review*, 87 (3), pp.761-796.

Lewis, P.V. (1985). Defining 'business ethics': Like nailing jello to a wall. *Journal of Business Ethics*, 4, pp. 377–383.

Li, Z. & Thibodeau, C. (2019). 'CSR-contingent executive compensation incentive and Earnings Management'. *Sustainability*, 11 (12) 3421.

Litt, B., Sharma, D., & Sharma, V. (2014). 'Environmental initiatives and Earnings Management'. *Managerial Auditing Journal*, 29 (1), pp.76-106.

Malik, M. (2015). 'Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature'. Journal of Business Ethics, 127 (2), pp.419-438.

Martinez-Ferrero, J., Banerjee, S., Garcia-Sanchez,M. (2016). 'Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices'. *Journal of Business Ethics*, 133 (2), pp.305-324.

Matsuura, S. (2008). 'On the relation between real earnings management and accounting earnings management: Income smoothing perspective', *Journal of International Business Research*, 7 (3), pp.63-77.

Moussavi, F., Evans, D. (1986). 'An attributional approach to measuring corporate social performance'. *Paper presented at the Academy of Management meetings*, San Diego

Orlitzky, M., Schmidt, F. and Rynes, S.L. (2003). 'Corporate social and financial performance: A meta-analysis'. *Organization Studies*, 24 (3), p. 403–441.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Prior, D., Surroca, J., & Tribo, A, (2008). 'Are Socially Responsible Managers really Ethical? Exploring the relationship between Earnings Management and Corporate Social Responsibility', *Corporate Governance: An International Review*, 16 (3), pp.160-177.

Roychowdhury, S. (2006). 'Earnings management through real activities manipulation'. Journal of Accounting and Economics, 42 (3), pp.335-370.

Salewski, M., & Zulch, H. (2014). 'The Association between corporate social responsibility (CSR) and earnings quality - evidence from European blue chips'. *HHL Working Paper* Serie 112

Schipper, K. (1989). 'Earnings Management'. *Accounting Horizons,* 3, pp.91-106.

Soloman, R., & Hansen, K. (1985). It's good business. *New York: Atheneum*

Verschoor, C. (1999). 'Corporate performance is closely linked to a strong ethical commitment'. *Business and Society Review*, 104 (4), p.407–415.

Zang, A. (2012). 'Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management', *The Accounting Review*, 87 (2), pp.675-703.



ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ