

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**ΑΙΤΙΕΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΚΑΤΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2011-2015**

ΚΟΜΙΝΗΣ ΟΡΕΣΤΗΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ, 2017

**Εγκρίνουμε την εργασία του
[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]**

ΚΟΜΙΝΗ ΟΡΕΣΤΗ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΧΡΗΣΤΟΣ ΤΖΟΒΑΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΜΠΑΛΛΑΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

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».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΚΟΜΙΝΗΣ ΟΡΕΣΤΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη της έρευνας.

1. Εισαγωγή	Σελίδα 1-4
2. Ιστορικό υπόβαθρο και κανονιστικές ρυθμίσεις	Σελίδα 5-6
3. Προηγούμενη έρευνα και δημιουργία υποθέσεων	Σελίδα 7-14
4. Σχεδιασμός έρευνας	Σελίδα 15-22
4.1. Δείκτης περιβάλλοντος πληροφόρησης	Σελίδα 15
4.2. Μοντέλα παλινδρόμησης	Σελίδα 15-22
5. Επιλογή δείγματος της έρευνας	Σελίδα 23-24
6. Αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης	Σελίδα 25-30
7. Multivariate αποτελέσματα	Σελίδα 31-36
8. Συμπεράσματα και περιορισμοί της παρούσας έρευνας	Σελίδα 37-38
Ευχαριστίες	Σελίδα 38
Αναφορές στη βιβλιογραφία	Σελίδα 39-42

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Για τις ανάγκες της παρούσας έρευνας ορίζουμε ως περιβάλλον πληροφόρησης (information environment) της επιχείρησης, το πλαίσιο στο οποίο το σύνολο των αναγκαίων/απαιτούμενων χρηματοοικονομικών πληροφοριών επικοινωνείται με όρους διαφάνειας, ποιότητας και αξιοπιστίας, τόσο προς το εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της περιβάλλον, έτσι ώστε η επιχείρηση να έχει το μεγαλύτερο δυνατό όφελος.

Σε αυτή την έρευνα, εξετάζουμε τις βελτιώσεις του περιβάλλοντος πληροφόρησης των Ελληνικών εισηγμένων, στο Χρηματιστήριο, Επιχειρήσεων καθώς και τις αποφάσεις που οι επιχειρήσεις αυτές λαμβάνουν, με σκοπό τη χρηματοδότησή τους. Η έρευνα αυτή, διεξάγεται για την χρονική περίοδο 2011-2015, πενταετία κατά την οποία βασικό χαρακτηριστικό της οικονομίας, είναι η ύφεση και η οικονομική κρίση. Δημιουργήσαμε ένα δείκτη, ο οποίος περιλαμβάνει πληροφορίες που αφορούν : α) στην ποιότητα του ελέγχου που ασκείται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ελληνικών επιχειρήσεων και β) στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου τους. Ο δείκτης αυτός, αντανακλά τις βελτιώσεις που πραγματοποιούνται στο περιβάλλον πληροφόρησης των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Μέσα από την έρευνά μας ανακαλύψαμε ότι δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και της βελτίωσης του περιβάλλοντος πληροφόρησης των επιχειρήσεων. Επιπλέον, φαίνεται ότι η πιο συνηθισμένη επιλογή των ελληνικών επιχειρήσεων για τη βελτίωση της πληροφόρησής τους, είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο. Τέλος, προκύπτει ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, έχει σημαντική και αρνητική συσχέτιση με το μακροπρόθεσμο χρέος, ενώ παράλληλα δεν επηρεάζει το κόστος του χρέους. Τα ευρήματά μας δείχνουν ότι, παρά τις προσπάθειες των ελληνικών επιχειρήσεων, η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης από μόνη της δεν είναι αρκετή για να διευκολύνει τη πρόσβασή τους στη μακροχρόνια τραπεζική χρηματοδότηση.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Χρησιμοποιούμε δεδομένα που συλλέξαμε για τις Ελληνικές εισηγμένες Επιχειρήσεις με σκοπό να εξετάσουμε τα εξής :

1. Τους παράγοντες που σχετίζονται με τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης των εισηγμένων επιχειρήσεων
2. Τις απαραίτητες ενέργειες που γίνονται για την επίτευξη αυτής της μεταβολής και
3. Τη μεταγενέστερη συσχέτιση με τις μεταβολές του μεριδίου του χρέους και το κόστος του χρέους .

Μέσα από την έρευνά μας ανακαλύψαμε ότι στις Ελληνικές Επιχειρήσεις μία αύξηση στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, δεν σχετίζεται με τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης. Περαιτέρω ανάλυση, αποκάλυψε ότι οι πιο συνηθισμένες μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να βελτιώσουν την αξιοπιστία των πληροφοριών που δημοσιοποιούν, είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο και η αλλαγή ελεγκτικής εταιρείας από μία μικρότερη σε μία από τις Big 4¹. Επιπλέον, από την ανάλυσή μας διαπιστώσαμε ότι στις Ελληνικές Επιχειρήσεις, οι επιλογές αυτές, οδηγούν σε μείωση του μακροπρόθεσμου χρέους και δεν επηρεάζουν το κόστος του χρέους.

Με αυτή την έρευνα, αποσκοπούμε να ενημερώσουμε τη βιβλιογραφία, δείχνοντας τον τρόπο που λειτουργούν οι Ελληνικές εισηγμένες Επιχειρήσεις μέσα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης. Στην έρευνά μας, εξετάζουμε διάφορους μηχανισμούς που μπορεί να αξιοποιήσει μια επιχείρηση για να βελτιώσει την ποιότητα του περιβάλλοντος πληροφόρησής της. Δημιουργούμε λοιπόν έναν δείκτη περιβάλλοντος πληροφόρησης (index), χρησιμοποιώντας επιλογές που σχετίζονται με την ποιότητα του ελέγχου που προσφέρει ο λογιστής-ελεγκτής και τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου της κάθε επιχείρησης. Ενώ σε προηγούμενες έρευνες έχει εξεταστεί ο τρόπος που επηρεάζει μεμονωμένα η κάθε επιλογή (για παράδειγμα : αλλαγή σε καλύτερη

¹Ο όρος Big4 αναφέρεται στα τέσσερα μεγαλύτερα δίκτυα επαγγελματικών υπηρεσιών ανά τον κόσμο, που προσφέρουν υπηρεσίες ελέγχου, διαβεβαίωσης, φορολογίας, συμβουλευτικής διαχείρισης, αναλογιστικής, εταιρικής χρηματοδότησης και νομικών υπηρεσιών.

ελεγκτική εταιρεία ή επιλογή καλύτερης ποιότητας λογιστικών προτύπων), εμείς στην παρούσα έρευνα, εξετάζουμε πως επιδρά ένα σύνολο επιλογών. Θεωρούμε ότι αυτό είναι πολύ σημαντικό, καθώς οι επιχειρήσεις έχουν στη διάθεσή τους διάφορες μεθόδους για να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησής τους. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις, για το σκοπό αυτό, επιλέγουν τη μέθοδο με το μικρότερο κόστος και αυτή μπορεί να διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση. Η επιλογή μας να χρησιμοποιήσουμε ένα σύνολο μεθόδων αντί μίας μόνο, πηγάζει από το γεγονός ότι επιδιώκουμε να οδηγηθούμε σε συμπεράσματα που αφορούν το μεγαλύτερο δυνατό αριθμό επιχειρήσεων και όχι μόνο ένα συγκεκριμένο είδος. Εξετάζουμε αυτό το σύνολο επιλογών με δύο τρόπους. Πρώτα διερευνούμε τους παράγοντες που σχετίζονται με αλλαγές στο περιβάλλον πληροφόρησης των επιχειρήσεων καθώς και ποιες αλλαγές επιλέγει να κάνει η ίδια η επιχείρηση. Στη συνέχεια εξετάζουμε αν οι αλλαγές που πραγματοποιεί η επιχείρηση στο περιβάλλον πληροφόρησής της, σχετίζονται με ευκολότερη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση και αν οδηγούν σε μείωση του κόστους χρηματοδότησης.

Τα αποτελέσματά μας για τις Ελληνικές Επιχειρήσεις, δεν συμφωνούν με τις υποθέσεις μας ότι οι αλλαγές στο πληροφοριακό περιβάλλον μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα η έρευνά μας δείχνει ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης της επιχείρησης δεν επηρεάζει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Επιπλέον, τα ευρήματά μας δείχνουν ότι η πιο συνηθισμένη επιλογή των επιχειρήσεων για τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης τους είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο αντί της επιλογής να αντικαταστήσουν μία μικρότερη ελεγκτική εταιρεία με μία από τις Big 4. Περαιτέρω, εξετάζοντας τις επιπτώσεις των αλλαγών πάνω στο περιβάλλον πληροφόρησης, διαπιστώσαμε ότι μία αύξηση του δείκτη περιβάλλοντος πληροφόρησης (index) σχετίζεται με μείωση και όχι αύξηση του μακροπρόθεσμου χρέους όπως υποθέσαμε στην αρχή. Επίσης, διαπιστώσαμε ότι οι αλλαγές στο περιβάλλον πληροφόρησης δεν επηρεάζουν το κόστος του χρέους.

Αυτή η έρευνα είναι σημαντική και ενδιαφέρει τους διαμορφωτές πολιτικής, τους ακαδημαϊκούς και τις επιχειρήσεις που λειτουργούν μέσα στη περίοδο της οικονομικής κρίσης, με διάφορους τρόπους.

Πρώτον, συμβάλλουμε στη βιβλιογραφία, χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση που περιλαμβάνει ένα σύνολο επιλογών, για να μελετήσουμε τις αλλαγές στο περιβάλλον

πληροφόρησης των επιχειρήσεων. Ενώ σε προηγούμενες έρευνες έχει εξεταστεί μόνο μία δυνατή επιλογή για τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης (Bassemir, 2012; Fortin & Pittman, 2007; Orens, Crabbe & Renders, 2013), η δική μας έρευνα ενσωματώνει το γεγονός ότι οι διευθυντές έχουν ένα αριθμό μηχανισμών στη διάθεσή τους για να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησής τους. Με αυτό το τρόπο δεν εξετάζουμε μόνο τις επιπτώσεις αυτών των επιλογών, αλλά καταγράφουμε και τους παράγοντες που σχετίζονται με αλλαγές στο πληροφοριακό περιβάλλον. Δεύτερον, η έρευνά μας συνεισφέρει στη βιβλιογραφία που αφορά στον έλεγχο των επιχειρήσεων. Παρατηρούμε ότι τρίτα ενδιαφερόμενα μέρη (όπως τράπεζες, επενδυτές κλπ.) αντιμετωπίζουν με διαφορετικό τρόπο τις λογιστικές πληροφορίες που παρέχει η επιχείρηση, όταν αυτή ελέγχεται από μία από τις εταιρείες που ανήκουν στη κατηγορία των Big 4.

Τέλος, δείχνουμε ότι οι Ελληνικές Επιχειρήσεις μέσα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης, δεν μπορούν να αξιοποιήσουν τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης τους για να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους ούτε για να αυξήσουν τα μακροπρόθεσμα χρέη τους. Αυτό είναι πολύ σημαντικό, καθώς σε προηγούμενες έρευνες έχει αποδειχτεί ότι οι επιχειρήσεις που έχουν περιορισμούς στον τρόπο χρηματοδότησής τους, επενδύουν λιγότερα και έχουν μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης (Berger & Udell, 1998; Galindo & Schiantarelli, 2003).

Η συνέχεια της εργασίας είναι οργανωμένη ως εξής:

Η ενότητα 2, παρέχει μια σύντομη περιγραφή του ιστορικού υπόβαθρου και των κανονιστικών ρυθμίσεων που διέπουν τις Ελληνικές Επιχειρήσεις.

Η ενότητα 3, αναφέρεται στην προηγούμενη σχετική έρευνα και αναπτύσσει τις υποθέσεις που θα εξεταστούν στην παρούσα έρευνα.

Η ενότητα 4, περιγράφει τον σχεδιασμό της έρευνάς μας.

Η ενότητα 5, εξετάζει τη διαδικασία επιλογής δείγματος της έρευνας.

Η ενότητα 6, παρουσιάζει τα αποτελέσματα των αναλύσεων που πραγματοποιήσαμε.

Η ενότητα 7, παρουσιάζει τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που πραγματοποιήσαμε για τον έλεγχο των υποθέσεων και τέλος,

Η ενότητα 8, ολοκληρώνει τη μελέτη, με τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε.

2. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΕΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Σε αυτό το κομμάτι της έρευνας, παρουσιάζεται η σημαντικότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για τις επιχειρήσεις αλλά και ο τρόπος με τον οποίο διαμορφώθηκε η υιοθέτηση διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (IFRS) στην Ευρώπη και στην Ελλάδα.

Εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Τέταρτη Οδηγία² (78/660/EEC) ρυθμίζει την οικονομική πληροφόρηση των ιδιωτικών εταιρειών που δεν υποχρεούνται να υποβάλλουν εκθέσεις, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, μέχρι τον Ιούλιο του 2013. Η τέταρτη οδηγία ήταν η πρώτη επίσημη προσπάθεια εναρμόνισης των ευρωπαϊκών λογιστικών ρυθμίσεων, ως μέρος του στόχου να επιτευχθεί η δυνατότητα σύγκρισης των χρηματοοικονομικών αναφορών των επιχειρήσεων σε όλα τα κράτη μέλη (Haller, 2002; Nobes, 2010; Van Hulle, 1992). Η οδηγία αυτή, αποσκοπούσε στην εναρμόνιση και όχι στην τυποποίηση των εθνικών νομοθεσιών, για την αύξηση της συγκρισιμότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των ιδιωτικών εταιρειών (Haller, 2002; Van Hulle, 1992). Η οδηγία απαιτεί, από τις περισσότερες ιδιωτικές εταιρείες, να συντάσσουν ετήσιες οικονομικές εκθέσεις. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, η Ευρωπαϊκή Ένωση έλαβε μια στρατηγική απόφαση να υποστηρίξει και να συνεργαστεί με την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB), για να ανταποκριθεί στη ζήτηση για ένα σύστημα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης προσανατολισμένο στις ανάγκες των αγορών των μετοχών (Haller, 2002). Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) ιδρύθηκε το 1973. Το κύριο κομμάτι των δραστηριοτήτων της είναι η εναρμόνιση των διαφορετικών λογιστικών προτύπων και λογιστικών πολιτικών σε διαφορετικές χώρες. Το 2002, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε να υιοθετήσει τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, τα οποία κατέστησαν υποχρεωτικά, από το έτος 2005, για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες.

Γενικά, η υιοθέτηση των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, είναι μια προσπάθεια βελτίωσης της αξιοπιστίας των επιχειρήσεων.

² Η Τέταρτη οδηγία 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 25ης Ιουλίου 1978, βασίζεται στο άρθρο 54 παράγραφος 3 της συνθήκης για τους ετήσιους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών.

Η αξιοπιστία των Ελληνικών Επιχειρήσεων, ιδιαίτερα αυτών που συναλλάσσονταν στο Χρηματιστήριο Αθηνών, είχε κλονιστεί έντονα τη χρονική περίοδο 1999-2000. Οι πληροφορίες που παρείχαν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις, υπό τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, ήταν εν μέρει, ο λόγος για τη σταθερή μείωση της αξιοπιστίας των ελληνικών επιχειρήσεων (Iordanis N. Floropoulos, 2006).

Η Ελλάδα ενέκρινε τη λογιστική εναρμόνιση με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, με τη ψήφιση του νόμου 2992/2002, ο οποίος απαιτούσε όλες οι ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, να εφαρμόσουν τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, αρχής γενομένης από το ημερολογιακό έτος 2003. Αργότερα, προσπάθησε να διορθώσει τα προβλήματα που προέκυψαν από την απότομη εφαρμογή των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και μετά από τροποποιήσεις της νομοθεσίας (Ν.3148/2003, Ν.3229/2004, Ν.3301/2004) ευθυγραμμίστηκε πλήρως με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες, όσον αφορά το λογιστικό πλαίσιο. Έτσι λοιπόν όλες οι ελληνικές επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ήταν υποχρεωμένες να υποβάλουν ετήσιες χρηματοοικονομικές εκθέσεις με βάση τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μέχρι το 2005.

3. ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ **ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ**

Προηγούμενη έρευνα δίνει έναν ορισμό για το περιβάλλον πληροφόρησης : ως οι πληροφορίες που είναι διαθέσιμες για να μπορούμε να αξιολογήσουμε την τρέχουσα θέση και τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης (Byard *et al.*, 2011; Kang *et al.*, 2012; Maffett, 2012; Horton *et al.*, 2013).

Αυτή η έρευνα επικεντρώνεται στο περιβάλλον πληροφόρησης και τις επιλογές που κάνουν οι Ελληνικές εισηγμένες Επιχειρήσεις για να βελτιώσουν αυτό το περιβάλλον. Εξετάζουμε επιλογές που μπορεί να πραγματοποιήσει μια επιχείρηση για να βελτιώσει το περιβάλλον πληροφόρησής της. Υπάρχουν άμεσες επιλογές που μπορεί να πάρει η διοίκηση της επιχείρησης για τη βελτίωση του πληροφοριακού περιβάλλοντος, όπως η καλύτερης ποιότητας οικονομικές καταστάσεις αλλά και πιο έμμεσες επιλογές όπως η αύξηση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης μέσω της βελτίωσης της ποιότητας του ελέγχου και / ή μέσω της προσθήκης ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό της συμβούλιο.

Η βιβλιογραφία που εξετάζει τη χρησιμότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων επικεντρώνεται κυρίως στη χρησιμότητα που παρέχουν αυτές οι πληροφορίες στους χρήστες αυτών των καταστάσεων και ο τρόπος που επηρεάζουν τις αποφάσεις τους (Bruggemann, Hitz & Sellhorn, 2013 ; Holthausen & Leftwich, 1983; Zeff, 1978).

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν δύο βασικούς ρόλους. Ο πρώτος τους ρόλος είναι να παρέχουν στους υπάρχοντες αλλά και σε μελλοντικούς επενδυτές, τις απαραίτητες πληροφορίες που θα τους βοηθήσουν να προβλέψουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές και τη μελλοντική αξία της επιχείρησης. Ο δεύτερος τους ρόλος είναι ότι δίνει τη δυνατότητα στα ενδιαφερόμενα μέρη, να αποκτήσουν αξιόπιστες πληροφορίες για τους πόρους που έχουν επενδύσει στην επιχείρηση (Bruggemann *et al.*, 2013; He, Wong & Young, 2012). Αυτή η άποψη στηρίζεται στην ιδέα ότι τα συμβόλαια μεταξύ της επιχείρησης και των ενδιαφερόμενων μελών, βασίζονται εξολοκλήρου στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση, όπως είναι οι συμβάσεις δανεισμού με οικονομικές συμφωνίες (Bruggemann *et al.*, 2013; Leftwich, 1983). Υπάρχουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με το αν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να επιτελούν και τους δύο ρόλους ταυτόχρονα (Bradshaw *et al.*, 2014; Bruggemann *et al.*, 2013). Κάποιοι πιστεύουν ότι υψηλής ποιότητας καταστάσεις,

που παρέχουν πιο χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές, θα πρέπει να είναι το ίδιο χρήσιμες και σε άλλα ενδιαφερόμενα μέλη όπως οι δανειστές. Άλλοι υποστηρίζουν ότι οι υψηλής ποιότητας οικονομικές καταστάσεις, μπορεί να επιβαρύνουν την επιχείρηση με μεγάλα κόστη. Μία εμπειρική έρευνα δείχνει ότι η αλλαγή σε υψηλότερης ποιότητας χρηματοοικονομικές καταστάσεις, οδήγησε σε ακούσια μεταφορά του πλούτου μεταξύ των επενδυτών και των δανειστών (Bruggemann et al., 2013; Christensen, Lee & Walker, 2009).

Πρόσφατες έρευνες επικεντρώνονται στην σύγκριση της ποιότητας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μεταξύ των ιδιωτικών και των εισηγμένων επιχειρήσεων (Ball & Shivakumar, 2005; Burgstahler, Hail & Leuz, 2006; Hope, Thomas & Vyas, 2011). Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, ο Hope et al. (2011), σύγκρινε την ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μεταξύ ιδιωτικών και εισηγμένων επιχειρήσεων. Από αυτή την έρευνα, διαπίστωσε ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν χαμηλότερης ποιότητας χρηματοοικονομικές καταστάσεις, ένα εύρημα το οποίο επαληθεύει την γενικότερη άποψη ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις πρέπει να ανταποκριθούν σε μεγαλύτερη ζήτηση για υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομικές καταστάσεις από ενδιαφερόμενα μέρη όπως επενδυτές, τράπεζες, μετόχους και οποιοδήποτε άλλο τρίτο μέρος. Αυτά τα αποτελέσματα συμφωνούν με τα ευρήματα των Ball και Shivakumar (2005). Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από βρετανικές ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι Ball και Shivakumar, έδειξαν ότι η ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι χαμηλότερης ποιότητας από αυτής των εισηγμένων. Αυτό το εύρημα το αποδίδουν στο γεγονός ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν διαφορετική πίεση για τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες που παρέχουν σε τρίτα μέρη σε σχέση με τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Οι Burgstahler, Hail και Leuz (2006), έχουν καταλήξει σε παρόμοια αποτελέσματα, χρησιμοποιώντας το επίπεδο διαχείρισης των κερδών ως μέτρο αξιολόγησης της ποιότητας της λογιστικής πολιτικής που ακολουθούν οι επιχειρήσεις. Κατέγραψαν ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλότερο επίπεδο διαχείρισης των κερδών τους σε σχέση με τις εισηγμένες επιχειρήσεις, μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η έρευνά μας εξετάζει το ρόλο των χρηματοοικονομικών αναφορών μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, εξετάζουμε τους λόγους που μπορούν να οδηγήσουν μία ελληνική επιχείρηση να βελτιώσει το περιβάλλον πληροφόρησής της. Για να μπορέσουμε να διακρίνουμε την ύπαρξη αποφάσεων για αλλαγή του περιβάλλοντος πληροφόρησης, δεν χρησιμοποιούμε τα μη φυσιολογικά μέτρα που συνήθως επιστρατεύονται στην υπάρχουσα βιβλιογραφία (Chen et al., 2011; Dhaliwal, Khurana & Pereira, 2011; Francis, Maydew & Sparks, 1999; Franco, Gaviols, Jin & Richardson, 2011). Αντιθέτως χρησιμοποιούμε μια σειρά από μηχανισμούς που μπορεί να εκμεταλλευτεί η επιχείρηση για τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης.

Ο πρώτος μηχανισμός που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι επιχειρήσεις, είναι η αύξηση της ποιότητας του ελέγχου των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων. Το μεγαλύτερο κομμάτι των προηγούμενων ερευνών για την επίδραση της ποιότητας του ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σχετίζεται με εισηγμένες επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Becker, Defond, Jiambalvo & Subramanyam, 1998; Francis et al., 1999; Franco et al., 2011; Han, Kang & Yoo, 2012; Khurana & Raman, 2004; Mansi, Maxwell & Miller, 2004; Pittman & Fortin, 2004). Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, η καλύτερη ποιότητα των ελέγχων των οικονομικών καταστάσεων αναφέρεται στις ελεγκτικές εταιρείες που ανήκουν στη κατηγορία των Big 6³. Αυτή η έρευνα υποστηρίζει ότι η ποιότητα του ελέγχου συνεισφέρει στη καλύτερη λογιστική ποιότητα, μετρούμενη ως το επίπεδο των διακριτών υποχρεώσεων (Becker et al., 1998; Francis et al., 1999; Han et al., 2012). Υπάρχει επίσης έρευνα για την επίδραση της ποιότητας του ελέγχου στο δημόσιο χρέος, γεγονός που δείχνει ότι οι ελεγκτικές εταιρείες που ανήκουν στη κατηγορία των Big 6 μειώνουν το κόστος παρακολούθησης του χρέους και συνεπώς το κόστος του χρέους (Francis et al., 1999). Επιπλέον, έρευνες πάνω στις ιδιωτικές επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής έχουν δείξει ότι οι Big 6 ελεγκτικές εταιρείες μειώνουν το κόστος του χρέους (Fortin & Pittman, 2007; Franco et al., 2011). Τέλος, μία ακόμα σχετική σειρά ερευνών αναφέρεται στην υπόθεση αν η επιλογή της ελεγκτικής εταιρείας όντως επηρεάζει την ποιότητα του ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ή απλά οι Big 6 εταιρείες θεωρούνται πιο αξιόπιστες σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους. Οι Boone,

³ Με τον όρο Big 6 εννοούμε το δίκτυο των ελεγκτικών-συμβουλευτικών εταιρειών, οι οποίες σήμερα εμφανίζονται με τον όρο Big 4, ως αποτέλεσμα συγχωνεύσεων, αλλαγών επωνυμίας κ.λπ. που έλαβαν χώρα μετά το 1989.

Khurana και Raman (2010) εξετάζουν την ποιότητα του ελέγχου μεταξύ των Big 4 εταιρειών και ελεγκτικών εταιρειών που βρίσκονται στη δεύτερη βαθμίδα της κατάταξης για τις εισηγμένες επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Μέσα από την έρευνά τους ανακάλυψαν ότι υπάρχει μικρή διαφορά μεταξύ της ποιότητας του ελέγχου που προσφέρουν οι Big 4 και οι ελεγκτικές εταιρείες της δεύτερης βαθμίδας. Παρόλα αυτά βρήκαν σημαντική διαφορά στο πώς αντιλαμβάνονται τα τρίτα μέρη την διαφορά της ποιότητας του ελέγχου από τα δύο είδη ελεγκτικών εταιρειών. Βασισμένοι λοιπόν σε αυτές τις έρευνες, εμείς αναγνωρίζουμε την επιλογή μιας επιχείρησης να αλλάξει από μία μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία από τις Big 4 ως βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης.

Επίσης, οι επιχειρήσεις μπορούν να προσπαθήσουν να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησης, χρησιμοποιώντας μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Σε προηγούμενες έρευνες, οι οποίες κατά κύριο λόγο εξετάζουν τις εισηγμένες επιχειρήσεις, κάνουν ένα διαχωρισμό μεταξύ των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου (Anderson, Mansi & Reeb, 2004; Armstrong, Guay & Weber, 2010; Linck, Netter & Young, 2008). Οι Jaggi, Leung και Gul (2009) βρήκαν μέσα από αυτό το διαχωρισμό, ότι τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι πολύ σημαντικά για τη ποιότητα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, καθώς σχετίζονται με μία λιγότερο ευκαιριακή συμπεριφορά όσον αφορά τη διαχείριση των κερδών. Επιπλέον, επιχειρήσεις που έχουν διοικητικό συμβούλιο το οποίο είναι ανεξάρτητο από τα ανώτερα στελέχη της επιχείρησης, τείνουν να έχουν χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Η έρευνα των Anderson, Mansi και Reed (2004) έδειξε, μέσα από ένα δείγμα εισηγμένων επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, ότι οι επιχειρήσεις των οποίων το διοικητικό συμβούλιο απαρτίζεται στην πλειοψηφία του από ανεξάρτητα μέλη, τείνουν να έχουν χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Περαιτέρω έρευνες έχουν αναδείξει ότι τα ανεξάρτητα μέλη μπορούν να έχουν διπλό ρόλο μέσα στο διοικητικό συμβούλιο : ο πρώτος ρόλος τους είναι ότι λειτουργούν ως εξαιρετικοί σύμβουλοι πάνω σε θέματα στρατηγικής που θα ακολουθήσει η επιχείρηση και ο δεύτερος τους ρόλος σχετίζεται περισσότερο με την επίβλεψη της διαχείρισης της επιχείρησης, ώστε να αποφεύγεται η απαλλοτρίωση του πλούτου (Armstrong et al., 2010). Τέλος, η επιστημονική βιβλιογραφία δεν είναι απολύτως ξεκάθαρη για το ποια είναι η καλύτερη δυνατή δομή του διοικητικού συμβουλίου για κάθε μορφή

επιχείρησης, αλλά η γενικά αποδεκτή άποψη είναι ότι το περιβάλλον πληροφόρησης βελτιώνεται όταν υπάρχουν περισσότερα ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο (Armstrong et al., 2010; Linck et al., 2008). Για αυτό το λόγο, εμείς αναγνωρίζουμε την προσθήκη ενός ανεξάρτητου μέλους στο διοικητικό συμβούλιο ως μία προσπάθεια να βελτιωθεί το περιβάλλον πληροφόρησης της επιχείρησης.

Γιατί οι Ελληνικές Επιχειρήσεις πρέπει να προσπαθήσουν να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησής τους; Η περίοδος που εξετάζουμε σε αυτή την έρευνα διέπεται από την ύφεση της ελληνικής οικονομίας και μια περίοδο αβεβαιότητας, γεγονός το οποίο έχει ως αποτέλεσμα, τη περιορισμένη δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Ο περιορισμός αυτός σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν πρόσβαση σε χρηματοδότηση από τις τράπεζες ή αν υπάρχει αυτή η δυνατότητα τότε υπάρχει πολύ υψηλό κόστος δανεισμού. Από μία έρευνα που έγινε από την Intrum Justitia (2005), η αγορά προϊόντων με πίστωση, κατατάχθηκε ως η πρωταρχική πηγή χρηματοδότησης πάνω και από την τραπεζική και οποιαδήποτε άλλη μορφή χρηματοδότησης του χρέους των επιχειρήσεων. Αν και οι εμπορικές πιστώσεις είναι εύκολα προσβάσιμες ακόμα και υπό συνθήκες βραδείας ανάπτυξης ή ύφεσης, όταν οι τράπεζες γίνονται ακόμη πιο απρόθυμες να δανείσουν, η εμπορική πίστωση δεν είναι μία ευέλικτη μορφή χρηματοδότησης και επιπλέον είναι μία από τις πιο ακριβές μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης (Petersen & Rajan, 1994; Wilner, 2000). Επιπλέον, οι Huyghebaert και Van de Gucht (2007) δείχνουν ότι όταν υπάρχουν μεγάλα προβλήματα, οι τράπεζες χρηματοδοτούν μικρότερο τμήμα του συνολικού χρέους. Όταν οι επιχειρήσεις δεν μπορούν ή μπορούν μόνο σε μικρό βαθμό να στηριχθούν σε τραπεζικά δάνεια για τη χρηματοδότησή τους, στρέφονται σε εμπορικές πιστώσεις, οι οποίες είναι ακριβότερες (λόγω των εμπορικών όρων που περιλαμβάνουν εκπτώσεις για πρόωρη πληρωμή και σημαντικές κυρώσεις για καθυστερημένες πληρωμές) (Petersen and Rajan, 1994). Ωστόσο, οι επιχειρήσεις δεν είναι σε θέση να αντισταθμίσουν πλήρως την πιο δύσκολη πρόσβαση τους στον τραπεζικό δανεισμό, βασιζόμενοι περισσότερο σε αυτές τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης (Huyghebaert και Van de Gucht, 2007).

Δεδομένου ότι οι τράπεζες απαιτούν την ύπαρξη υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομικών πληροφοριών ως βασική προϋπόθεση για να εγκρίνουν δάνεια προς τις επιχειρήσεις, είναι λογικό να υποθέσουμε ότι οι επιχειρήσεις θα

προσπαθήσουν να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησής τους όταν αντιμετωπίζουν μία αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους τους. Υποθέτουμε λοιπόν ότι μία αύξηση στις τρέχουσες υποχρεώσεις οδηγεί σε βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης:

H1 : Οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μία αύξηση στις τρέχουσες υποχρεώσεις τους είναι πιο πιθανό να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησης.

Υποστηρίζουμε ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να μεταβούν σε περισσότερο βιώσιμες και μακροχρόνιες μορφές χρηματοδότησης ή περισσότερων βραχυχρόνιων μορφών χρηματοδότησης σε χαμηλότερο κόστος. Προηγούμενες έρευνες έχουν δείξει ότι η υψηλή ποιότητα χρηματοοικονομικών καταστάσεων διευκολύνει την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε κεφάλαια και μειώνει το κόστος του χρέους (Chen et al., 2011; Diamond & Verrecchia, 1991; Francis, LaFond, Olsson & Schipper, 2005; Hope et al., 2011; Lambert et al., 2007; Leuz & Verrecchia, 2000). Για αυτό το λόγο, θεωρούμε ότι από μια βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, θα επωφεληθούν οι δανειστές και αυτό θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη πρόσβαση σε μακροχρόνιες μορφές χρηματοδότησης και σε χαμηλότερο κόστος χρέους για αυτές τις επιχειρήσεις. Περαιτέρω, προηγούμενες έρευνες έχουν δείξει ότι οι ελεγκτικές εταιρείες που ανήκουν στη κατηγορία Big N, μειώνουν το κόστος παρακολούθησης του χρέους ενώ και το επίπεδο ελέγχου που προσφέρουν οι ελεγκτές οδηγεί σε αύξηση της αξιοπιστίας των πληροφοριών που παρέχουν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης (Francis et al., 1999). Αναμένουμε ότι εάν μια επιχείρηση ελέγχεται από μία Big 4 ελεγκτική εταιρεία, τότε οι δανειστές θα επωφεληθούν από ένα βελτιωμένο περιβάλλον πληροφόρησης και από μια βελτιωμένη ποιότητα χρηματοοικονομικής λογιστικής στις λογιστικές εκθέσεις, γεγονός που με τη σειρά του θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη πρόσβαση στο μακροπρόθεσμο χρέος και σε χαμηλότερο κόστος χρέους. Επίσης, προηγούμενη έρευνα δείχνει ότι οι επιχειρήσεις με μέλη του διοικητικού συμβουλίου ανεξάρτητα από τα ανώτερα στελέχη συνδέονται με χαμηλότερο κόστος χρέους (Anderson et al., 2004). Το διοικητικό συμβούλιο είναι υπεύθυνο για την εποπτεία της διαδικασίας χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των επιχειρήσεων και τα ανεξάρτητα μέλη του συμβουλίου παρέχουν την πιο αποτελεσματική παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, αναμένουμε ότι εάν μια επιχείρηση προσθέσει ένα ανεξάρτητο μέλος στο διοικητικό της συμβούλιο, αυτό θα βελτιώσει το περιβάλλον

πληροφόρησης και κατά συνέπεια οι δανειστές θα επωφεληθούν από τη βελτίωση αυτή με αποτέλεσμα να επηρεαστεί η πρόσβαση της επιχείρησης στα κεφάλαια και θα μειώσει το κόστος του χρέους. Έτσι λοιπόν κάνουμε τις εξής υποθέσεις :

H2 : Οι επιχειρήσεις που βελτιώνουν το περιβάλλοντος πληροφόρησης είναι πιο πιθανό να βιώσουν μία αύξηση του μακροπρόθεσμου χρέους τους.

H3 : Οι επιχειρήσεις που βελτιώνουν το περιβάλλοντος πληροφόρησης είναι πιο πιθανό να βιώσουν μία μείωση του κόστους του χρέους τους.

4. ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

4.1 Δείκτης περιβάλλοντος πληροφόρησης

Για να είναι εφικτή η παρατήρηση της μεταβολής του περιβάλλοντος πληροφόρησης, δημιουργήσαμε έναν απλό δείκτη και τον ονομάσαμε index. Ο δείκτης είναι βασισμένος στη μεταβολή των επιλογών που κάνουν οι επιχειρήσεις σχετικά με την ελεγκτική εταιρεία με την οποία θα συνεργαστούν και τη σύσταση του διοικητικού συμβουλίου τους. Σε προγενέστερη έρευνα έχει διαπιστωθεί ότι οι ελεγκτικές εταιρείες που ανήκουν στη κατηγορία των Big4 (Deloitte, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers και KPMG) περιορίζουν σε μεγάλο βαθμό την ευκαιριακή συμπεριφορά που αφορά τη διαχείριση των κερδών και βοηθούν στη βελτίωση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (Becker et al., 1998). Ως εκ τούτου, δίνουμε στον δείκτη, την τιμή ένα(1) για τις επιχειρήσεις που επιλέγουν να μεταβούν από μία μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία από τις Big4 και την τιμή μηδέν(0) όταν αυτό δεν συμβαίνει. Τέλος, σε προηγούμενη έρευνα σχετικά με τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, έχει διαπιστωθεί ότι ο κύριος ρόλος του διοικητικού συμβουλίου στις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι η παρακολούθηση του τρόπου διαχείρισης της επιχείρησης με σκοπό την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών (Armstrong et al., 2010). Επιπροσθέτως υπάρχει η άποψη ότι το διοικητικό συμβούλιο διασφαλίζει επίσης τα συμφέροντα και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, όπως οι πιστωτές, καθώς η προσθήκη ενός ανεξάρτητου μέλους στο διοικητικό συμβούλιο αυξάνει την οικονομική διαφάνεια της επιχείρησης (Armstrong et al., 2010 και Rajan, 1992). Επίσης, από προηγούμενες έρευνες έχει διαπιστωθεί ότι οι επιχειρήσεις με ποιοτική εταιρική διακυβέρνηση, είναι πιο πιθανό να αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες που αφορούν την επιχείρηση καθώς και ότι εφαρμόζουν λιγότερο ευκαιριακές πολιτικές (Verriest et al., 2013). Ως εκ τούτου, δίνουμε στον δείκτη, την τιμή ένα(1) για τις επιχειρήσεις που επιλέγουν να προσθέσουν ένα ανεξάρτητο μέλος στο διοικητικό τους συμβούλιο, σε διαφορετική περίπτωση ο δείκτης παίρνει την τιμή μηδέν (0).

4.2 Μοντέλα παλινδρόμησης

Τονίζουμε ότι η παλινδρόμηση που ακολουθεί, είναι ένα ordered logit μοντέλο για να εξετάσουμε την πρώτη υπόθεση (H1).

Το μοντέλο είναι το ακόλουθο :

$$INDEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CURRLIAB_{it-1} + \beta_2 \Delta LTDEBT_{it-1} + \beta_3 SALES_{GROWTH}_{it-1} + \beta_4 \Delta SIZE_{it-1} + \beta_5 \Delta PROFITABILITY_{it-1} + \beta_7 CFO_{it-1} + INDUSTRY_{EFFECTS} + YEAR_{EFFECTS} + \varepsilon$$

- Ο δείκτης περιβάλλοντος πληροφόρησης (index) είναι ίσος με τον αριθμό των μεταβολών που η εταιρεία *i* έχει πραγματοποιήσει στο πληροφοριακό της περιβάλλον μεταξύ των περιόδων *t* και *t-1*.
- Η μεταβλητή $\Delta CURRLIAB$ είναι η μεταβολή των τρεχουσών υποχρεώσεων που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού για την εταιρεία *i* μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*.
- Η μεταβλητή $\Delta LTDEBT$ είναι η μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους που κλιμακώνεται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας *i* μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*.
- Η μεταβλητή $SALES_GROWTH$ είναι η μεταβολή των καθαρών πωλήσεων που κλιμακώνονται με τις καθарές πωλήσεις της εταιρείας *i* μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*.
- Η μεταβλητή $\Delta SIZE$ είναι η μεταβολή του λογαρίθμου του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας *i* μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*.
- Η μεταβλητή $\Delta PROFITABILITY$ είναι η μεταβολή των κερδών προ τόκων και φόρων (EBIT) που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας *i* μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*.
- Η μεταβλητή CFO είναι οι ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης *i* και υπολογίζεται ως το σύνολο από τα έσοδα προ φόρων συν τη μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μείον τη μεταβολή των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, διαιρούμενο με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας στην αρχή του έτους.

Η μεταβλητή δοκιμής είναι η μεταβολή των τρεχουσών υποχρεώσεων μεταξύ των περιόδων *t-1* και *t-2*. Προβλέπουμε ότι μία θετική μεταβολή στις τρέχουσες υποχρεώσεις την περίοδο *t-1* θα επηρεάσει την απόφαση της επιχείρησης να βελτιώσει

το σύστημα πληροφόρησης την περίοδο t και για αυτό το λόγο αναμένουμε μια θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών $\Delta CURRLIAB$ και του δείκτη πληροφοριακού περιβάλλοντος (*index*). Οι ανεξάρτητες μεταβλητές υστερούν κατά ένα έτος γιατί οι εταιρείες θα χρειαστούν κάμποσο χρόνο για να εφαρμόσουν τις αλλαγές στο περιβάλλον πληροφόρησης. Επιπλέον, ελέγχουμε το ποσοστό της μεταβολής του μακροπρόθεσμου χρέους, καθώς εταιρείες που έχουν ήδη αποκτήσει μακροπρόθεσμα χρέη μπορεί επίσης να βελτιώσουν το πληροφοριακό τους περιβάλλον. Επιπλέον, ελέγχουμε πιθανή αύξηση των πωλήσεων και αλλαγές στο μέγεθος της επιχείρησης, καθώς προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι αυτές οι δύο μεταβλητές μπορούν να καθορίσουν δυναμικά την ποιότητα του περιβάλλοντος πληροφόρησης, με το να αναγκάζουν την επιχείρηση να επενδύει σε συστήματα ελέγχου της διαχείρισης και να απασχολεί λογιστές για να είναι δυνατή η επισκόπηση της εταιρείας (Davila, 2005). Συμπεριλαμβάνουμε την κερδοφορία της επιχείρησης, καθώς πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν περισσότερους διαθέσιμους πόρους για να πραγματοποιήσουν αλλαγές στο περιβάλλον πληροφόρησης. Τέλος, περιλαμβάνουμε τη μεταβλητή για τις ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης (*CFO*), με σκοπό να συμπεριλάβουμε το βαθμό στον οποίο είναι οικονομικά περιορισμένες οι επιχειρήσεις τη περίοδο $t-1$ (Fazzari, Hubbard & Petersen, 1998). Σημειώνουμε ότι αυτή η μεταβλητή μετριέται ως μια μεταβλητή στάθμης και όχι ως μια μεταβλητή μεταβολής, καθώς το επίπεδο των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, περιλαμβάνει τον βαθμό των οικονομικών περιορισμών της επιχείρησης. Επίσης ελέγχουμε την επίδραση που έχουν πάνω στα δεδομένα η χρονική περίοδος (*year_effect*) και ο κλάδος στον οποίο ανήκει η επιχείρηση (*industry_effect*).

Για να εξετάσουμε τη δεύτερη υπόθεση (H_2), υπολογίζουμε ένα συνηθισμένο μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων, όπου η μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους εξαρτάται από την απόφαση της επιχείρησης να βελτιώσει το περιβάλλον πληροφόρησης και έναν αριθμό μεταβλητών ελέγχου οι οποίες εντοπίστηκαν σε προηγούμενη έρευνα. Το μοντέλο εμφανίζεται παρακάτω :

$$\Delta LTDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEX_{it-1} + \beta_2 \Delta SIZE_{it-1} + \beta_3 \Delta PROFITABILITY_{it-1} + \beta_4 \Delta CURRLIAB_{it-1} + \beta_5 \Delta TANG_{it-1} + \beta_6 SALES_GROWTH_{it-1} + \beta_7 CFO_{it-1} + INDUSTRY_EFFECTS + YEAR_EFFECTS + \varepsilon$$

- Η μεταβλητή ΔLTDEBT είναι η μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους που κλιμακώνεται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων t και $t-1$
- Ο δείκτης περιβάλλοντος πληροφόρησης (index) είναι ίσος με τον αριθμό των μεταβολών που η εταιρεία i έχει πραγματοποιήσει στο πληροφοριακό της περιβάλλον μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή ΔSIZE είναι η μεταβολή του λογαρίθμου του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή ΔPROFITABILITY είναι η μεταβολή των κερδών προ τόκων και φόρων (EBIT) που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή ΔCURRLIAB είναι η μεταβολή των τρεχουσών υποχρεώσεων που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού για την εταιρεία i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή ΔTANG είναι η μεταβολή των ενσώματων παγίων που κλιμακώνεται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή SALES_GROWTH είναι η μεταβολή των καθαρών πωλήσεων που κλιμακώνονται με τις καθαρές πωλήσεις της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή CFO είναι οι ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης i και υπολογίζεται ως το σύνολο από τα έσοδα προ φόρων συν τη μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μείον τη μεταβολή των κυκλοφορόντων περιουσιακών στοιχείων, διαιρούμενο με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας στην αρχή του έτους.

Η μεταβλητή δοκιμής είναι ο αριθμός των μεταβολών που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση στο πληροφοριακό της περιβάλλον. Αναμένουμε ότι ο συντελεστής του index θα είναι θετικός και η μεταβλητή στατιστικά σημαντική, αφού υποθέτουμε ότι μία βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, θα οδηγήσει σε αύξηση της μακροχρόνιας τραπεζικής χρηματοδότησης. Περαιτέρω ελέγχουμε τη μεταβολή του μεγέθους της επιχείρησης, γιατί σύμφωνα με προηγούμενη έρευνα, το μέγεθος σχετίζεται

αρνητικά με τον πιστωτικό κίνδυνο (Kim, Simunic, Stein & Yi, 2011 και Petersen & Rajan, 1994). Επίσης, ελέγχουμε για μεταβολές στη κερδοφορία της επιχείρησης καθώς είναι πιο πιθανό οι τράπεζες να δανείσουν σε πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις. Επιπλέον, περιλαμβάνουμε τις μεταβολές των τρεχουσών υποχρεώσεων καθώς μία μείωση στις τρέχουσες υποχρεώσεις μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερο μακροπρόθεσμο δανεισμό. Εξετάζουμε ακόμα τα ενσώματα πάγια καθώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση για τη λήψη δανείου (Kim et al., 2011). Τέλος, περιλαμβάνουμε το μέγεθος των πωλήσεων και ελέγχουμε τις ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, για να εξετάσουμε το βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις είναι οικονομικά περιορισμένες.

Για να εξετάσουμε την Τρίτη υπόθεση (H3), υπολογίζουμε ένα συνηθισμένο μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων όπου η μεταβολή του επιτοκίου εξαρτάται από την απόφαση της επιχείρησης να βελτιώσει το περιβάλλον πληροφόρησης και έναν αριθμό μεταβλητών ελέγχου τα οποία εντοπίστηκαν σε προηγούμενη έρευνα.

Το μοντέλο εμφανίζεται παρακάτω :

$$\begin{aligned} \Delta INRATE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 INDEX_{it-1} + \beta_2 \Delta SIZE_{it-1} \\ & + \beta_3 \Delta PROFITABILITY_{it-1} + \beta_4 \Delta CURRLIAB_{it-1} \\ & + \beta_5 \Delta LTDEBT_{it-1} + \beta_6 \Delta TANG_{it-1} \\ & + \beta_7 SALES_GROWTH_{it-1} + \beta_8 OPINION_{it-1} \\ & + \beta_9 INRATE_{it-1} + INDUSTRY_EFFECTS \\ & + YEAR_EFFECTS + \varepsilon \end{aligned}$$

- Η μεταβλητή $\Delta INRATE$ είναι η μεταβολή των εξόδων για τόκους που κλιμακώνεται από τις μέσες τοκοφόρες υποχρεώσεις της επιχείρησης i μεταξύ των περιόδων t και $t-1$.
- Ο δείκτης περιβάλλοντος πληροφόρησης ($index$) είναι ίσος με τον αριθμό των μεταβολών που η εταιρεία i έχει πραγματοποιήσει στο πληροφοριακό της περιβάλλον μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.

- Η μεταβλητή $\Delta SIZE$ είναι η μεταβολή του λογαρίθμου του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή $\Delta PROFITABILITY$ είναι η μεταβολή των κερδών προ τόκων και φόρων (EBIT) που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή $\Delta CURRLIAB$ είναι η μεταβολή των τρεχουσών υποχρεώσεων που κλιμακώνονται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού για την εταιρεία i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή $\Delta LTDEBT$ είναι η μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους που κλιμακώνεται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων t και $t-1$.
- Η μεταβλητή $\Delta TANG$ είναι η μεταβολή των ενσώματων παγίων που κλιμακώνεται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή $SALES_GROWTH$ είναι η μεταβολή των καθαρών πωλήσεων που κλιμακώνονται με τις καθарές πωλήσεις της εταιρείας i μεταξύ των περιόδων $t-1$ και $t-2$.
- Η μεταβλητή $OPINION$ είναι μια μεταβλητή δείκτης η οποία παίρνει την τιμή 1 αν η επιχείρηση δεν έχει λάβει σύμφωνη γνώμη το έτος $t-1$, αλλιώς παίρνει την τιμή 0.
- Η μεταβλητή $INTRATE$ είναι τα έξοδα για τόκους που κλιμακώνονται από τις μέσες τοκοφόρες υποχρεώσεις της επιχείρησης i μεταξύ των περιόδων t και $t-1$.

Η μεταβλητή δοκιμής είναι ο αριθμός των μεταβολών που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση στο περιβάλλον πληροφόρησης. Αναμένουμε ότι ο συντελεστής του index θα είναι αρνητικός και ότι η μεταβλητή θα είναι στατιστικά σημαντική, αφού υποθέτουμε ότι μία βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης θα πρέπει να οδηγεί σε χαμηλότερα επιτόκια. Ελέγχουμε για μεταβολές στο μέγεθος της επιχείρησης γιατί σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες το μέγεθος σχετίζεται αρνητικά με τον πιστωτικό κίνδυνο (Kim,

Simunic, Stein & Yi, 2011 και Petersen & Rajan, 1994). Επίσης, ελέγχουμε τη μεταβολή της κερδοφορίας της επιχείρησης καθώς οι τράπεζες είναι πιθανότερο να προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια σε πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις (Kim et al., 2011). Περαιτέρω, ελέγχουμε τη μεταβολή των τρεχουσών υποχρεώσεων καθώς είναι πολύ πιθανό ότι μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση του επιτοκίου. Περιλαμβάνουμε το μακροπρόθεσμο χρέος γιατί η αύξησή του οδηγεί σε αύξηση του κόστους του χρέους. Επιπροσθέτως, ελέγχουμε τα ενσώματα πάγια γιατί μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση και έτσι να μειώσουν το κόστος του χρέους (Kim et al., 2011). Τέλος, περιλαμβάνουμε το μέγεθος των πωλήσεων και αν η επιχείρηση έχει λάβει σύμφωνη γνώμη από τον ελεγκτή.

Για να εξετάσουμε περαιτέρω ποιά μεταβολή του πληροφοριακού περιβάλλοντος έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στη μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους και τη μεταβολή του επιτοκίου, επανεξετάζουμε τα μοντέλα που χρησιμοποιήσαμε για τον έλεγχο των υποθέσεων H2 και H3. Σε αυτή τη περίπτωση όμως αντικαταστήσαμε τον δείκτη περιβάλλοντος πληροφόρησης (index) με τις δύο κατηγορίες επιλογών που μπορούν να κάνουν οι επιχειρήσεις για τη βελτίωση του πληροφοριακού περιβάλλοντος. Το μοντέλο εμφανίζεται παρακάτω :

$$\begin{aligned} \Delta LTDEBT \text{ or } \Delta INTRATE_{it} \\ = \beta_0 + \beta_1 \Delta BIG4_{it} + \beta_4 \Delta BOARD_{it} + CONTROL\ VARIABLES \\ + \varepsilon \end{aligned}$$

- Η μεταβλητή $\Delta BIG4$ είναι μία μεταβλητή δείκτης που ισούται με 1 εάν η επιχείρηση άλλαξε από μία μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία από τις Big4 μεταξύ των περιόδων t και t-1, αλλιώς λαμβάνει την τιμή 0.
- Η μεταβλητή $\Delta BOARD$ $\Delta BIG4$ είναι μία μεταβλητή δείκτης που ισούται με 1 εάν η επιχείρηση πρόσθεσε ένα ανεξάρτητο μέλος στο διοικητικό της συμβούλιο μεταξύ των περιόδων t και t-1, αλλιώς λαμβάνει την τιμή 0.

- Οι CONTROL VARIABLES αλλάζουν ανάλογα με το ποια εξαρτημένη μεταβλητή διαλέγουμε και είναι οι μεταβλητές όπως παρουσιάζονται στα μοντέλα των υποθέσεων H2 και H3.

Τέλος Σε όλα τα μοντέλα που αναφέρθηκαν παραπάνω, χρησιμοποιούνται ισχυρά τυπικά σφάλματα συγκεντρωμένα σε επίπεδο επιχείρησης.

5. ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Έχουμε συλλέξει δεδομένα από όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα για τη χρονική περίοδο 2010 – 2015. Από την έρευνα αυτή προέκυψε ένα σύνολο δεδομένων μεγέθους 234 επιχειρήσεων και 1404 παρατηρήσεις συνολικά για όλα τα έτη. Αποκλείσαμε όλες τις επιχειρήσεις για τις οποίες υπήρχε έλλειψη δεδομένων στις πωλήσεις και στο σύνολο του ενεργητικού. Στη συνέχεια συλλέξαμε από την ιστοσελίδα της κάθε επιχείρησης στοιχεία που αφορούν την ελεγκτική εταιρεία που πραγματοποιεί τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, τη γνώμη του ελεγκτή και τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών που συμμετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο. Μετά το πέρας της διαδικασίας αφαιρέσαμε τις επιχειρήσεις για τις οποίες δεν ήταν δυνατή η εύρεση πληροφοριών για τα παραπάνω στοιχεία. Στο τέλος καταλήξαμε με ένα δείγμα που αποτελείται από 163 επιχειρήσεις και 972 παρατηρήσεις.

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ο πίνακας 1 μας παρέχει το διαχωρισμό των επιχειρήσεων στους κλάδους τους και κατ' επέκταση μας δείχνει ότι η πλειοψηφία τους δραστηριοποιείται στους τομείς κατασκευών, παραγωγής τροφίμων και Λογισμικού & υπηρεσιών για τους υπολογιστές.

Πίνακας 1

SECTOR	FIRMS	PERCENTAGE
Chemicals	12	1,23
Construction and Materials	126	12,96
Electricity	24	2,47
Electronic and Electrical Equipment	12	1,23
Fixed Line Telecommunications	6	0,62
Food Producers	102	10,49
Gas, Water and Multiutilities	12	1,23
General Industrials	36	3,7
General Retailers	36	3,7
Health Care Equipment and Services	30	3,09
Household Goods and Home Construction	54	5,56
Industrial Engineering	48	4,94
Industrial Metals and Mining	60	6,17
Industrial Transportation	24	2,47
Leisure Goods	6	0,62
Media	24	2,47

Oil and Gas Producers	12	1,23
Persol Goods	72	7,41
Pharmaceuticals and Biotechnology	6	0,62
Real Estate Investment and Services	36	3,7
Software and Computer Services	84	8,64
Support Services	36	3,7
Technology Hardware and Equipment	42	4,32
Tobacco	6	0,62
Travel and Leisure	66	6,79
TOTAL	972	100

Ο πίνακας 2 μας δείχνει τα συνοπτικά στατιστικά στοιχεία για τις μεταβλητές που παρουσιάστηκαν παραπάνω και θα χρησιμοποιηθούν στα μοντέλα. Παρατηρούμε ότι η μέση τιμή της μεταβλητής index είναι 0,161 η οποία δείχνει ότι κατά μέσο όρο οι εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα κάνουν λιγότερες από μία αλλαγές στο περιβάλλον πληροφόρησής τους. Επιπροσθέτως από τον πίνακα φαίνεται ότι οι πιο συχνές αλλαγές που πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις στο περιβάλλον πληροφόρησης, είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο (μέσος όρος : 0,161), σε αντίθεση με την μετάβαση από μια μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία Big 4 (μέσος όρος : 0,053). Επίσης όσον αφορά τις μεταβλητές που σχετίζονται με τις υποχρεώσεις της επιχείρησης, υπάρχει μικρή μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ύψους 3,9% ενώ οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αντιμετωπίζουν μία αύξηση ύψους 4,6%. Ομοίως η μεταβλητή για το μέγεθος των πωλήσεων εμφανίζει μια εξίσου μικρή αύξηση ύψους 4,8%. Το μέσο επιτόκιο είναι 6,3% το οποίο είναι μεγαλύτερο σε σχέση με το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι ελληνικές επιχειρήσεις (5,34%). Τέλος μόνο το 5% των επιχειρήσεων δεν έχει λάβει σύμφωνη γνώμη.

Πίνακας 2

VARIABLES	MEAN	STD. DEV.	25th PERCENTILE	50th PERCENTILE	75th PERCENTILE
INDEX	0,161	0,421	0,000	0,000	0,000
ΔBIG4	0,054	0,226	0,000	0,000	0,000
ΔBOARD	0,108	0,310	0,000	0,000	0,000
ΔCURRLIAB	0,009	0,064	-0,042	0,000	0,061
ΔLTDEBT	-0,010	0,033	-0,036	-0,002	0,008
SALES_GROWTH					
H	-0,017	0,048	-0,059	-0,003	0,024
ΔSIZE	-0,049	0,053	-0,104	-0,053	0,006
ΔPROFITABILITY					
H	-0,005	0,035	-0,034	0,000	0,026
ΔTANG	-0,001	0,002	-0,003	-0,001	0,001
INTRATE	0,002	0,012	-0,009	0,000	0,014
ΔINTRATE	0,063	0,052	0,033	0,051	0,077
OPINION	0,052	0,223	0,000	0,000	0,000
CFO	0,029	0,720	-0,038	0,039	0,117

Ο πίνακας 3α παρέχει μια επισκόπηση των μετρήσεων συχνότητας της μεταβλητής index. Από το σύνολο των παρατηρήσεων οι 136 παρατηρήσεις είναι διάφορες του μηδενός, αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει πραγματοποιήσει τουλάχιστον μία αλλαγή στο περιβάλλον πληροφόρησης. Από τις παραπάνω παρατηρήσεις η πλειοψηφία τους (116) έχει πραγματοποιήσει μόνο μία αλλαγή. Στις υπόλοιπες 20 περιπτώσεις οι επιχειρήσεις έχουν πραγματοποιήσει 2 αλλαγές στο πληροφοριακό τους περιβάλλον. Στον πίνακα 3β βλέπουμε ότι, όταν η επιχείρηση πραγματοποιεί μόνο μία αλλαγή, τότε στο 72% των περιπτώσεων επιλέγεται η προσθήκη ενός ανεξάρτητου μέλους στο διοικητικό συμβούλιο, ενώ το υπόλοιπο 28% επιλέγει την αλλαγή της ελεγκτικής εταιρείας από μία μικρότερη σε μία από τις Big 4.

Πίνακας 3α

INDEX	FREQUENCY	PERCENTAGE
1	116	85,29
2	20	14,71
TOTAL	136	100

Πίνακας 3β

	BOARD		
INDEX	0	1	TOTAL
1	32	84	116
2	0	20	20
TOTAL	32	104	136

Οι συσχετίσεις pairwise στον πίνακα 4 μας επιβεβαιώνουν ότι η κύρια προτίμηση των επιχειρήσεων για βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο. Παρόλα αυτά, σε αντίθεση με τις προβλέψεις που έχουμε κάνει στις υποθέσεις H1 και H2, δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ της βελτίωσης του περιβάλλοντος πληροφόρησης και των μεταβολών στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ($\rho = 0,0162$) και μεταξύ της βελτίωσης του περιβάλλοντος πληροφόρησης και της μεταβολής του ποσού των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ($\rho = -0,0003$). Επιπλέον, σε αντίθεση με τις προβλέψεις της υπόθεσης H3 δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής index και της μεταβολής του επιτοκίου ($\rho = -0,0172$). Τέλος, καμία από τις αλλαγές του περιβάλλοντος πληροφόρησης (προσθήκη ανεξάρτητου μέλους στο διοικητικό συμβούλιο ή αλλαγή ελεγκτικής εταιρείας σε Big 4) δεν φαίνεται να επηρεάζει τη μεταβολή των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων.

Πίνακας 4

	INDEX	BIG4	BOARD	OPINION	ACURRLI	AB	ALTDGBT	SALES_G	ROWTH	ΔSIZE	ΔPROFIT	ABILITY	ΔTANG	INTRATE	ΔINTRAT	E	CFO
INDEX	1																
BIG4	0,6938*	1															
BOARD	0,8515*	0,2130*	1														
OPINION	-0,0026	-0,0358	0,0224	1													
ACURRLI																	
AB	0,0162	0,0051	0,0165	0,0058	1												
ALTDGBT	-0,0003	-0,008	0,0035	-0,0146	-0,5326*	1											
SALES_G																	
ROWTH	-0,0152	-0,0027	-0,0165	0,0147	0,4169*	-0,3400*	1										
ΔSIZE	-0,0236	-0,0757	0,0081	-0,0718	0,0410	-0,0390	-0,0145	1									
ΔPROFIT																	
ABILITY	-0,0076	-0,0081	-0,0052	-0,0063	-0,0222	-0,1047*	0,1954*	-0,0386	1								
ΔTANG	-0,0109	-0,0285	0,0008	-0,0522	0,0109	-0,0120	-0,0040	0,2909*	0,0016	1							
INTRATE	-0,0200	-0,0143	-0,0175	-0,0461	-0,0503	0,0558	-0,0385	-0,0866*	-0,0585	-0,0748	1						
ΔINTRAT																	
E	-0,0172	-0,0131	-0,0137	-0,0127	0,0475	-0,0121	0,0284	-0,0273	-0,0144	0,0245	0,5056*	1					
CFO	0,0328	0,0022	0,0387	-0,0146	-0,0193	0,0222	-0,0138	0,0178	0,0233	-0,0009	-0,0251	-0,0621	1				

(Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει τους συσχετισμούς Pearson Pairwise. Οι αστερίσκοι *, **, *** υποδηλώνουν τη στατιστική σημαντικότητα στο επίπεδο 1, 5 και 10% αντίστοιχα.)

7. MULTIVARIATE ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις εκτιμήσεις της Ordered logit παλινδρόμησης που αφορούν την υπόθεση H1 φαίνονται στον πίνακα 5. Ο πίνακας μας δείχνει ότι οι τρέχουσες υποχρεώσεις δεν έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή Index (coef = 3,298 και z-value = 0,171) γεγονός το οποίο δεν υποστηρίζει την υπόθεση H1. Έτσι μια αύξηση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν οδηγεί σε βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης. Τα αποτελέσματα μας δείχνουν επιπλέον ότι μια αύξηση στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις δεν οδηγεί σε βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, καθώς δεν είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή (coef = 0,967 και z-value = 0,820). Ομοίως και οι παρακάτω μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντικές και άρα δεν δίνουμε ιδιαίτερη σημασία στον τρόπο που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή. Άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι αλλαγές στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις δεν επηρεάζουν το περιβάλλον πληροφόρησης στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις.

Πίνακας 5

$\text{INDEX}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{CURRLIAB}_{it-1} + \beta_2 \Delta \text{LTDEBT}_{it-1} + \beta_3 \text{SALES}_{\text{GROWTH}_{it-1}} + \beta_4 \Delta \text{SIZE}_{it-1} + \beta_5 \Delta \text{PROFITABILITY}_{it-1} + \beta_7 \text{CFO}_{it-1} + \text{INDUSTRY}_{\text{EFFECTS}} + \text{YEAR}_{\text{EFFECTS}} + \varepsilon$						
INDEX	COEFF.	STD. ERROR	Z	P> Z	[95% Interval]	Conf.
ΔCURRLIAB	3,298	2,408	1,370	0,171	-1,421	8,017
ΔLTDEBT	0,968	4,248	0,230	0,820	-7,359	9,294
SALES_GROWTH	-3,324	2,329	-1,430	0,154	-7,889	1,241
ΔSIZE	-4,484	3,307	-1,360	0,175	-1,097	1,997
ΔPROFITABILITY	2,535	4,057	0,620	0,532	-5,416	10,487
CFO	-0,377	2,306	-0,160	0,870	-4,897	4,143
INDUSTRY_EFFECTS	YES					
YEAR_EFFECTS	YES					

Pseudo-R ²	0,054					
N	972					

(Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα μιας logit παλινδρόμησης. Το δείγμα αποτελείται από 972 σταθερές παρατηρήσεις των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2011-2015. Χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο winsor2 σε όλες τις συνεχείς μεταβλητές για να περιορίσουμε τις ακραίες τιμές.)

Στη συνέχεια εξετάζουμε την υπόθεση ότι η επιλογή να βελτιώσουμε το περιβάλλον πληροφόρησης, οδηγεί σε αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων που αναλαμβάνει κάθε επιχείρηση και σε μείωση των τόκων με τους οποίους επιβαρύνεται.

Ο πίνακας 6 παρουσιάζει τα αποτελέσματα μίας παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων για τη μεταβολή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων πάνω στις αλλαγές του συνόλου του περιβάλλοντος πληροφόρησης και των μεταβλητών ελέγχου. Παρατηρούμε ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης είναι στατιστικά σημαντική και άρα επηρεάζει τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (coef = -0,023 και t-value = 0,034). Παρόλο που η μεταβλητή index είναι στατιστικά σημαντική επηρεάζει αρνητικά τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να απορρίπτεται η υπόθεση H2. Επίσης αυτό το εύρημα έχει μεγάλη οικονομική σημασία καθώς η κατά μία μονάδα αύξηση της μεταβλητής index οδηγεί σε μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού κατά 2,3%. Επιπλέον παρατηρούμε ότι η αύξηση των ταμειακών ροών από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης επηρεάζει σημαντικά και αρνητικά την μεταβολή των μακροχρόνιων υποχρεώσεων (coef = -0,115 και t-value = 0,0001). Η ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος είναι ότι η αύξηση των ταμειακών ροών από τη λειτουργική δραστηριότητα οδηγεί στη μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις οδηγεί σε μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επόμενη περίοδο.

Πίνακας 6

$\Delta LTDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEX_{it-1} + \beta_2 \Delta SIZE_{it-1} + \beta_3 \Delta PROFITABILITY_{it-1} + \beta_4 \Delta CURRLIAB_{it-1} + \beta_5 \Delta TANG_{it-1} + \beta_6 SALES_GROWTH_{it-1} + \beta_7 CFO_{it-1} + INDUSTRY_EFFECTS + YEAR_EFFECTS + \varepsilon$						
$\Delta LTDEBT$	COEFF.	STD. ERROR	Z	P > Z	[95% Interval]	Conf.
INDEX	-0,024	0,011	-2,120	0,034	-0,046	-0,002
$\Delta SIZE$	0,045	0,057	0,790	0,429	-0,067	0,157
$\Delta PROFITABILITY$	-0,039	0,079	-0,490	0,624	-0,194	0,116
$\Delta CURRLIAB$	0,069	0,039	1,780	0,075	-0,007	0,145
$\Delta TANG$	-0,565	0,871	-0,650	0,517	-2,278	1,147
SALES_GROWTH	0,018	0,043	0,430	0,669	-0,066	0,102
CFO	-0,115	0,027	-4,300	0,000	-0,168	-0,063
INDUSTRY_EFFECTS	YES					
YEAR_EFFECTS	YES					
Pseudo-R2	0,170					
N	972					

(Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα μιας παλινδρόμησης OLS της μεταβολής του μακροπρόθεσμου χρέους στις μεταβολές του συνολικού πληροφοριακού περιβάλλοντος και των μεταβλητών ελέγχου. Το δείγμα αποτελείται από 972 παρατηρήσεις σταθερού έτους από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις για τη χρονική περίοδο 2011-2015. Χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο winsor2 σε όλες τις συνεχείς μεταβλητές για να περιορίσουμε τις ακραίες τιμές.)

Ο πίνακας 7 παρουσιάζει τα αποτελέσματα μίας παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων για τη μεταβολή των επιτοκίων πάνω στις αλλαγές του συνόλου του πληροφοριακού περιβάλλοντος και των μεταβλητών ελέγχου. Από τα αποτελέσματα του πίνακα παρατηρούμε ότι το πληροφοριακό περιβάλλον (coef = 0,001 και t-value = 0,164) δεν είναι στατιστικά σημαντικό και άρα δεν επηρεάζει τη μεταβολή των επιτοκίων. Αυτό μας οδηγεί στην απόρριψη της

υπόθεσης H3. Επιπλέον, παρατηρούμε ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούν μία στατιστικά σημαντική μεταβλητή η οποία επηρεάζει θετικά την μεταβολή των επιτοκίων (coef = 0,043 και t-value =4,77).

Πίνακας 7

$\begin{aligned} \Delta INRATE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 INDEX_{it-1} + \beta_2 \Delta SIZE_{it-1} + \beta_3 \Delta PROFITABILITY_{it-1} \\ & + \beta_4 \Delta CURRLIAB_{it-1} + \beta_5 \Delta LTDEBT_{it-1} + \beta_6 \Delta TANG_{it-1} \\ & + \beta_7 SALES_GROWTH_{it-1} + \beta_8 OPINION_{it-1} + \beta_9 INTRATE_{it-1} \\ & + INDUSTRY_EFFECTS + YEAR_EFFECTS + \varepsilon \end{aligned}$						
	COEFF.	STD. ERROR	Z	P> Z	[95% Interval]	Conf.
INDEX	0,002	0,001	1,390	0,164	-0,001	0,004
ΔSIZE	-0,004	0,009	-0,400	0,688	-0,022	0,015
ΔPROFITABILITY	-0,016	0,016	-1,000	0,319	-0,046	0,015
ΔCURRLIAB	0,044	0,009	4,770	0,000	0,026	0,062
ΔLTDEBT	0,029	0,018	1,580	0,115	-0,007	0,065
ΔTANG	-0,237	0,209	-1,140	0,256	-0,648	0,173
SALES_GROWTH	0,004	0,011	0,340	0,731	-0,018	0,025
OPINION	-0,003	0,001	-1,830	0,068	-0,006	0,000
INTRATE	-0,050	0,009	-5,580	0,000	-0,067	-0,032
INDUSTRY_EFFECTS	YES					
YEAR_EFFECTS	YES					
Pseudo-R2	0,151					
N	972					

(Αυτός ο πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα μιας παλινδρόμησης OLS της μεταβολής των επιτοκίων στις αλλαγές του συνολικού πληροφοριακού περιβάλλοντος και των μεταβλητών ελέγχου. Το δείγμα αποτελείται από 972 σταθερές παρατηρήσεις των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2011-2015. Χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο winsor2 σε όλες τις συνεχείς μεταβλητές για να περιορίσουμε τις ακραίες τιμές.)

Οι πίνακες 8 και 9 παρουσιάζουν την ανάλυση των επιδράσεων κάθε επιλογής ξεχωριστά που μπορούν να κάνουν οι επιχειρήσεις για να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησης. Για λόγους συντομίας δεν παρουσιάζουμε τις μεταβλητές ελέγχου, καθώς οι συντελεστές τους είναι οι ίδιοι με αυτούς που αναφέρθηκαν στους πίνακες 6 και 7. Όπως παρατηρούμε η μεταβλητή που αφορά την αλλαγή από μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία από τις Big4, δεν είναι στατιστικά σημαντική και άρα δεν επηρεάζει ούτε τη μεταβολή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ούτε τη μεταβολή του επιτοκίου. Το ίδιο συμβαίνει και με τη μεταβλητή που αφορά την προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο. Τα αποτελέσματα επαληθεύουν τα συμπεράσματά μας από την ανάλυση που έγινε στους πίνακες 6 και 7 όπου απορρίψαμε τις υποθέσεις H2 και H3. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης δεν επιβραβεύει τις ελληνικές επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πρόσβαση σε μακροπρόθεσμο χρέος και/ή σε μείωση των επιτοκίων.

Πίνακας 8

$\Delta LTDEBT$ or $\Delta INTRATE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta BIG4_{it} + \beta_4 \Delta BOARD_{it} + CONTROL\ VARIABLES + \varepsilon$						
$\Delta LTDEBT$	COEFF.	STD. ERROR	Z	P> Z	[95% Interval]	Conf.
$\Delta BIG4$	-0,011	0,043	-0,250	0,801	-0,095	0,074
$\Delta BOARD$	-0,004	0,018	-0,220	0,828	-0,040	0,032
CONTROL_VARIABLES	YES					
INDUSTRY_EFFECTS	YES					
YEAR_EFFECTS	YES					
R-squared	0,159					
N	978					

Πίνακας 9

ΔINTRATE	COEFF.	STD. ERROR	Z	P> Z	[95% Conf. Interval]	
ΔBIG4	0,001	0,005	0,230	0,815	-0,008	0,011
ΔBOARD	-0,001	0,002	-0,520	0,601	-0,004	0,002
CONTROL_VARIABLES	YES					
INDUSTRY_EFFECTS	YES					
YEAR_EFFECTS	YES					
R-squared	0,147					
N	972					

(Αυτοί οι πίνακες παρουσιάζουν τα αποτελέσματα δύο παλινδρομήσεων OLS για τη μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους και των επιτοκίων στις αλλαγές σε μεμονωμένα στοιχεία του περιβάλλοντος πληροφόρησης. Το δείγμα αποτελείται από 972 σταθερές παρατηρήσεις των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2011-2015. Χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο winsor2 σε όλες τις συνεχείς μεταβλητές για να περιορίσουμε τις ακραίες τιμές.)

8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Χρησιμοποιούμε δεδομένα για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις και ερευνούμε παράγοντες που σχετίζονται με τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης, τις ενέργειες που κάνει κάθε επιχείρηση για να επιτύχει αυτό το αποτέλεσμα, και την επίδραση που έχουν αυτές οι ενέργειες πάνω στο μακροπρόθεσμο χρέος και το επιτόκιο δανεισμού. Χρησιμοποιούμε επιλογές που σχετίζονται με την ποιότητα του ελέγχου που ασκείται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο, με σκοπό να δημιουργήσουμε έναν δείκτη ο οποίος αντανακλά τις επιλογές που κάνει η κάθε επιχείρηση για να βελτιώσει το πληροφοριακό της περιβάλλον. Βρήκαμε μέσα από την έρευνα ότι η πιο συνήθης επιλογή που κάνουν οι επιχειρήσεις για τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης είναι η προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο. Επίσης η έρευνα δείχνει ότι δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στις τρέχουσες υποχρεώσεις και τη βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης. Το ίδιο φαινόμενο αντιμετωπίζουμε και στη σχέση του περιβάλλοντος πληροφόρησης με το επιτόκιο δανεισμού. Τέλος, υπάρχει σημαντική αλλά αρνητική συσχέτιση μεταξύ του περιβάλλοντος πληροφόρησης και του μακροπρόθεσμου χρέους, που σημαίνει ότι όσο η επιχείρηση βελτιώνει το πληροφοριακό της περιβάλλον τόσο μειώνεται η δυνατότητα πρόσβασης σε μακροχρόνια τραπεζική χρηματοδότηση.

Η έρευνά μας συνεισφέρει στη βιβλιογραφία καθώς δείχνει ότι σε αντίθεση με επιχειρήσεις σε άλλες χώρες στις ελληνικές επιχειρήσεις η βελτίωση του περιβάλλοντος πληροφόρησης δεν επηρεάζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Επίσης, φαίνεται ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν να βελτιώσουν το περιβάλλον πληροφόρησης με τη προσθήκη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο αντί να μεταβούν από μία μικρότερη ελεγκτική εταιρεία σε μία από τις Big 4. Επιπλέον, η έρευνα συνεισφέρει στην βιβλιογραφία που αφορά τον τομέα της ελεγκτικής καθώς αποδεικνύει

ότι στις ελληνικές επιχειρήσεις η επιλογή μίας μικρότερης ελεγκτικής εταιρείας ή μίας εταιρείας που ανήκει στην κατηγορία των Big 4 δεν επηρεάζει τη χρηματοδότηση του μακροπρόθεσμου χρέους και το επιτόκιο δανεισμού αυτών των επιχειρήσεων.

Τα ευρήματά μας όμως υπόκεινται σε κάποιους περιορισμούς.

Πρώτον ο δείκτης που χρησιμοποιούμε δε λαμβάνει υπόψιν του τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών που προσθέτει η επιχείρηση στο διοικητικό της συμβούλιο. Αντίθετα, δίνουμε στις εταιρείες μια βαθμολογία ενός εάν προσθέσουν τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μέλος του διοικητικού συμβουλίου.

Δεύτερον, παρόλο που οι ανεξάρτητες μεταβλητές παρουσιάζουν καθυστέρηση ενός έτους σε σύγκριση με τις εξαρτημένες μεταβλητές, τα αποτελέσματά μας δεν μας επιτρέπουν να αντλήσουμε ισχυρά συμπεράσματα.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστήσω πολύ τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Τζόβα Χρήστο, για όλη την υποστήριξη που μου παρείχε με τις συμβουλές του και τις υποδείξεις του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Anderson, R. C., Mansi, S. A. and Reeb, D. M. (2004) Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt, *Journal of accounting and Economics*, 37, pp. 315-342.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R. and Weber, J. P. (2010) The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting, *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), pp. 179-234.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005) Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness, *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp. 83-128.
- Bassemir, M. (2017) Why Do Private Firms Adopt IFRS ?, *Journal of Accounting and Business Research*, pp 2-32
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J. and Subramanyam, K. R. (1998) The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp. 1-24.
- Berger, A. and Udell, G. F. (1998) The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 613-673.
- Brüggemann, U., Hitz, J-M. and Sellhorn, T. (2013) Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: A Review of Extant Evidence and Suggestions for Future Research, *European Accounting Review*, 22(1), pp. 1-37.
- Byard, D., Li, Y. and Yu, Y. (2011) The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts' Information Environment, *Journal of Accounting Research*, 49(1), pp. 69-96.
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q. and Wang, X. (2011) Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets, *The Accounting Review*, 86(4), pp. 1255-1288.
- Dhaliwal, D. S., Khurana, I. K. and Pereira, R. (2011) Firm Disclosure Policy and the Choice Between Private and Public Debt, *Contemporary Accounting Research*, 28(1), pp. 293-330.
- Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. (1991) Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325-1359.

- Fazzari, S., Hubbard, R. G. and Petersen, B. (1988) Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 141–95.
- Francis, J., LaFond, R. Z., Olsson, P. and Schipper, K. (2005) The market pricing of accruals quality, *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 295-327.
- Francis, J. R., Maydew, E. L. and Sparks, H. C. (1999) The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 18(2), pp. 17–34.
- Franco, G., Gavious, I., Jin, J. Y. and Richardson, G. D. (2011) Do Private Company Targets that Hire Big 4 Auditors Receive Higher Proceeds?, *Contemporary Accounting Research*, 28(1), pp. 215–262.
- Fortin, S. and Pittman, J. A. (2007) The Role of Auditor Choice in Debt Pricing in Private Firms, *Contemporary Accounting Research*, 24(3), pp. 859-896.
- Galindo, A. and Schiantarelli, F. (Eds.). (2003) *Credit constraints and investment in Latin America*. Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- Haller, A. (2002) Financial accounting developments in the European Union: past events and future prospects, *European Accounting Review*, 11(1), pp. 153–190.
- Han, S., Kang, T. and Yoo, Y. K. (2012) Governance Role of Auditors and Legal Environment: Evidence from Corporate Disclosure Transparency, *European Accounting Review*, 21(1), pp. 29–50.
- Holthausen, R. W. and Leftwich, R. W. (1983) The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring, *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 77–117.
- Horton, J., Serafeim, G. and Serafeim, I. (2013) Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?, *Contemporary Accounting Research*, 30(1), pp. 388-423.
- Huyghebaert, N. and Van de Gucht, L. M. (2007) The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups, *European Financial Management*, 13, pp. 101-133.
- Iordanis N. Floropoulos (2006), IFRS. FIRST TIME USERS: SOME EMPIRICAL EVIDENCE FROM GREEK COMPANIES, SPOUDAI, Vol. 56, University of Piraeus, pp. 39-70.

- Intrum Justitia (2005) *European Payment Index: All time high number of insolvencies –Lower payment risks*. Intrum Justitia, Stockholm, Sweden.
- Kang, T., Krishnan, G. V., Wolfe, M. C. and Yi, H. S. (2012) The Impact of Eliminating the 20-F Reconciliation Requirement for IFRS Filers on Earnings Persistence and Information Uncertainty, *Accounting Horizons*, 26(4), pp. 741–765.
- Khurana, I. K. and Raman, K. K. (2004) Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries, *The Accounting Review*, 79(2), pp. 473-495.
- Kim, J-B., Simunic, D. A., Stein, M. T. and Yi, C. H. (2011) Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence, *Contemporary Accounting Research*, 28(2), pp. 585-615.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2009). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Leuz, C. and Verrecchia, R. V. (2000) The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 91–124.
- Linck, J., Netter, J. and Yang, T. (2008) The determinants of board structure, *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp. 308–328.
- Maffett, M. (2012) Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors, *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), pp. 201–220.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. and Miller D. P. (2004) Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market, *Journal of Accounting Research*, 42(4), pp. 755-793.
- Orens, R., Crabbé, K. and Renders, A. (2013) Voluntary Adoption of IFRS by Private Firms: Determinants and Consequences. Working Paper Lessius.
- Petersen, M. A. and Rajan, R. G. (1994) The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, *The Journal of Finance*, 49(1), pp. 3-37.
- Pittman, J. and Fortin, S. (2004) Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms, *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), pp. 113–36.
- Rajan, R. G. (1992) Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt, *Journal of Finance*, 47(4), pp. 1367–1400.

- Van Hulle, K. (1992) Harmonization of accounting standards - a view from the European community, *European Accounting Review*, 1(1), pp. 161-172.
- Verriest, A., Gaeremynck, A. and Thornton, D. B. (2013) The Impact of Corporate Governance on IFRS Adoption Choices, *European Accounting Review*, 22(1), pp. 39-77.
- Wilner, B. (2000) The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit, *Journal of Finance*, 55(1), pp. 153-178.
- Zeff, S. A. (1978) The rise of “economic consequences”, *Journal of Accountancy*, 146, pp. 56–63