



**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΣΤΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ  
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

Παλυβός Αναστάσιος

Εργασία υποβληθείσα στο  
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής  
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης  
Αθήνα  
Ιούλιος, 2017



Εγκρίνουμε την εργασία του  
Παλβού Αναστάσιου

.....

.....

.....

.....

.....

.....

Ημερομηνία,

.....



## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για την 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.

Παλυβός Αναστάσιος



## Περιεχόμενα

Περίληψη .....	σελ.9
Εισαγωγή .....	σελ.11
Το υπόβαθρο και το κανονιστικό πλαίσιο.....	σελ.13
Προηγούμενες έρευνες .....	σελ.15
Σχέδιο Έρευνας.....	σελ.19
Ανάπτυξη μοντέλου.....	σελ.21
Δημιουργία δείγματος .....	σελ.23
Γραμμική Παλινδρόμηση.....	σελ.25
Επίδραση των Big4 ελεγκτικών εταιριών στο μακροπρόθεσμο χρέος.....	σελ.27
Συμπεράσματα .....	σελ.39
Βιβλιογραφία .....	σελ.41





## Περίληψη

Γενικότερα, οι εταιρίες προσπαθούν να βελτιώσουν την χρηματοοικονομική τους πληροφόρηση με διάφορους τρόπους όπως η επιλογή λογιστικών προτύπων, η ανεξαρτησία στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου καθώς και η επιλογή ελεγκτικής εταιρίας που συγκαταλέγεται στις Big4 ( Pwc, Deloitte, EY, KPMG). Στόχος της παρούσας μελέτης είναι να μελετήσουμε το πως επιδρά η παρουσία των Big4 στην απόδοση μιας επιχείρησης και συγκεκριμένα μέσω του δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τα ευρήματά μας επαληθεύουν αντίστοιχες μελέτες, τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρώπη, δηλαδή ότι η παρουσία των παραπάνω ελεγκτικών εταιριών οδηγεί σε μεγαλύτερη αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών μεγεθών.



## Εισαγωγή

Η παρακάτω έρευνα επιχειρεί να αποτιμήσει την ποιότητα της παρεχόμενης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης από Ελληνικές Εισηγμένες Επιχειρήσεις και κατά πόσο αυτή επηρεάζεται από διάφορα ποιοτικά χαρακτηριστικά.

Αναλύοντας δεδομένα για εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ερευνούμε:

1. παράγοντες που σχετίζονται με τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και
2. τη σύνδεση με τις αλλαγές στο μακροπρόθεσμο τους χρέος.

Ευρύματα των αναλύσεων αυτών δείχνουν ότι αυξήσεις στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση αλλά και στην εμπορική πίστωση, επηρεάζονται άμεσα από τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Περαιτέρω ανάλυση αποκαλύπτει ότι η πιο κοινή πρακτική, στοχεύοντας στη βελτίωση της αξιοπιστίας των δεδομένων, είναι η ανάθεση του έργου σε ελεγκτική εταιρία που ανήκει στις Big 4. Επιπροσθέτως, τα ευρήματά μας καταδικνύουν ότι αυτές οι πρακτικές σχετίζονται με μεταγενέστερη στροφή σε πιο μακροπρόθεσμο χρέος.

Παλαιότερες έρευνες έχουν δείξει ότι ένα μεγάλο ποσοστό εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο είναι οικονομικά περιορισμένες (Beck & Dermirguc-Kunt, 2006, Chua, Chrisman, Kellermans & Wu, 2011) και πως η μη επαρκής πληροφόρηση ανάμεσα στον δανειστή και τον δανειζόμενο, περιορίζει την δυνατότητα του δανειστή να παρέχει χρηματοδότηση ( Coluzzi, Fernando & Martinez-Carrascal, 2012). Παραδείγματος χάριν, οι Huyghebaert, Van de Gucht (2007) , Fernando και Mulier (2013) απέδειξαν ότι οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες στηρίζονται περισσότερο στην εμπορική πίστωση παρά στο τραπεζικό δανεισμό. Παρόλο που οι τράπεζες θεωρούνται πως έχουν μεγαλύτερη ανοχή στη χρηματοδότηση εταιριών με όχι τόσο αξιόπιστα οικονομικά δεδομένα, στην πραγματικότητα χρηματοδοτούν μόνο ένα πολύ μικρό ποσοστό των εταιριών αυτών. Επιπροσθέτως, οι Huyghebaert και Van de Gucht (2007) υποστηρίζουν ότι οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες αδυνατούν να αποπληρώσουν το τραπεζικό τους χρέος στηριζόμενοι έτσι όλο και περισσότερο στην εμπορική πίστωση. Με δεδομένο ότι η εμπορική πίστωση είναι μια απο τις ακριβότερες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης (Petersen & Rajan, 1994, Wilner, 2000), οι εταιρίες αυτές οδηγούνται σε χρηματοδοτικό περιορισμό, ο οποίος με

τη σειρά του οδηγεί σε μικρότερη ανάπτυξη, λιγότερες επενδύσεις και έλλειψη καινοτομίας (Berger & Udell, 1998. Galindo & Schiantarelli, 2003)<sup>2</sup>. Σκοπός λοιπόν της συγκεκριμένης έρευνας είναι, τότε και με ποιον τρόπο οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες προσπαθούν να βελτιώσουν τη ποιότητα πληροφόρησης και τι αντίκτυπο έχει αυτή η προσπάθεια στη τραπεζική χρηματοδότησή τους.

Στην Ελλάδα, οι εισηγμένες εταιρίες, έχουν στη διάθεσή τους αρκετούς μηχανισμούς βελτίωσης της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Στη παρακάτω έρευνα εξετάζουμε εκείνους τους παράγοντες που σχετίζονται με τις αλλαγές στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση της εταιρίας και αν οι αλλαγές αυτές επιφέρουν ευκολότερη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση.

Τα ευρήματά μας είναι συνεπή με τη προσπάθεια των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών να μειώσουν τα κόστη χρηματοδότησης τροποποιώντας τη χρηματοοικονομική του πληροφόρηση. Η ανάλυσή μας συνιστά πως μια αύξηση στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, ειδικότερα στην εμπορική πίστωση, βελτιώνει την χρηματοοικονομική πληροφόρηση. Εξετάζοντας τα αποτελέσματα των αλλαγών στη ποιότητα πληροφόρησης, παρατηρούμε μια αύξηση εκείνων των παραγόντων που σχετίζονται με την εμπιστοσύνη που απαιτείται για μακροπρόθεσμη χρέωση. Αυτή η έρευνα αφορά εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, ακαδημαϊκούς αλλά και φορείς χάραξης πολιτικής. Συνεισφέρουμε στην υπάρχουσα βιβλιογραφία χρησιμοποιώντας μια πολύπλευρη προσέγγιση όσον αφορά τις αλλαγές στη ποιότητα πληροφόρησης. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες που μελέτησαν το συγκεκριμένο θέμα απομονώνοντας κάποιο χαρακτηριστικό (βλ. Bassemir, 2012, Fortin & Pittman, 2007, Orens, Crabbé & Renders, 2013) η παρούσα μελέτη ενσωματώνει το γεγονός πως οι εταιρίες έχουν πολυάριθμους μηχανισμούς στη διάθεσή τους για να βελτιώσουν την ποιότητα της πληροφόρησης. Με αυτόν τον τρόπο, δεν μελετάμε απλά τις συνέπειες των μηχανισμών αυτών αλλά καταγράφουμε και εκείνους τους παράγοντες που επιφέρουν τις αλλαγές στη ποιότητα πληροφόρησης. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι δανειστές δίνουν, ιδιαίτερη βαρύτητα στη ποιότητα του ελεγκτή. Επίσης η ελεγκτική επάρκεια και φήμη σχετίζονται άμεσα με το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Αυτό είναι σημαντικό, καθώς θα βοηθήσει τις εν λόγω επιχειρήσεις στην άντληση κεφαλαίων αλλά και στη μείωση του χρηματοοικονομικού τους κόστους.

## Το υπόβαθρο και το κανονιστικό πλαίσιο

Η σπουδαιότητα της έρευνάς μας είναι ένα επίκαιρο θέμα τόσο στις Η.Π.Α όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ενότητα αποτυπώνει τη κατάσταση στην Ευρώπη και ιδιαίτερα στην Ελλάδα και επεξηγεί πώς η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης την άντληση κεφαλαίων

Στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης η Τέταρτη Οδηγία αναφέρει πως οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεούνται να ακολουθούν πρότυπα IFRS. Η Τέταρτη Οδηγία ήταν η πρώτη επίσημη προσπάθεια να εναρμονιστούν τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όσον αφορά τις λογιστικές ρυθμίσεις, με στόχο την εξίσωση των όρων ανταγωνισμού ανάμεσά τους (Haller, 2002, Nobes, 2010, Van Hulle, 1992). Έχει σαν στόχο να εναρμονίσει το κανονιστικό πλαίσιο των Ευρωπαϊκών αγορών με σκοπό την αύξηση της συγκρισιμότητας των οικονομικών αναφορών των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών (Haller, 2002, Van Hulle, 1992). Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 η Ευρωπαϊκή Ένωση πήρε τη στρατηγική απόφαση να υποστηρίξει και να συνεργαστεί με την (τότε) Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) καλύπτοντας τη ζήτηση για ένα σύστημα χρηματοοικονομικής αναφοράς προσανατολισμένο στις ανάγκες των αγορών μετοχικού κεφαλαίου (Haller, 2002). Το 2002 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (EC) υιοθετεί το IFRS από το 2005 και μετά για εταιρίες δημοσίου δικαίου.

Η Τέταρτη Οδηγία δεν έχει αλλάξει από το 1978, εκτός από κάποιες τροποποιήσεις που έγιναν προς συμμόρφωσή της με τα IFRS από το 2001 και μετά (Nobes, 2010). Παραδείγματος χάριν, η mark-to-market valuation των χρηματοοικονομικών περυσιακών στοιχείων προστέθηκε στην Τέταρτη Οδηγία το 2001 ( Nobes, 2010). Αφού, λοιπόν, κάθε κράτος-μέλος, εντός συγκεκριμένων πλαισίων, έχει την ευελιξία στο πώς και πότε θα τηρεί τις Οδηγίες και τις τροποποιήσεις αυτών, προκύπτει το αποτέλεσμα μιας πληθώρας, γενικά αποδεκτών, επιλογών λογιστικών αρχών (GAAP) ,οι οποίες λειτουργούν στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό εξηγεί το γεγονός πως όλες οι συζητήσεις στην Ευρώπη εστιάζουν στη συγκρισιμότητα μεταξύ των εταιριών που δεν ακολουθούν πρότυπα IFRS, τόσο εκτός όσο και εντός της Ευρωπαϊκής διακαιοδοσίας (Nobes, 2010). Αυτή η εξέλιξη οδήγησε τις διαβουλεύσεις στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην υιοθέτηση προτύπων IFRS για τις

εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες. Απόφαση που άλλαξε αργότερα, μην επιτρέποντας την υιοθέτηση αυτή αλλά παρέχοντας μια ξεχωριστή Οδηγία η οποία αντικατέστησε τη Τέταρτη Οδηγία με νέους κανόνες για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες. Υπό το πρίσμα της νέας Οδηγίας, τα κράτη-μέλη μπορούσαν να επιτρέψουν ή να ζητήσουν την υιοθέτηση προτύπων IFRS εφόσον η Οδηγία είναι πλήρως τροποποιημένη και τα λογιστικά πρότυπα συνάδουν πλήρως με τις λογιστικές απαιτήσεις της Οδηγίας σε περίπτωση που διαφέρουν με τα IFRS πρότυπα για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες<sup>8</sup>. Η νέα Λογιστική Οδηγία εκδόθηκε στις 26 Ιουνίου 2013 και τέθηκε σε εφαρμογή στις 20 Ιουλίου 2013.

## Προηγούμενες Έρευνες

Η μελέτη μας εστιάζει στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και στο πώς οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες προσπαθούν να τη βελτιώσουν. Προηγούμενες μελέτες ορίζουν ως ποιότητα πληροφόρησης τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες ώστε να εκτιμηθούν η παρούσα κατάσταση και οι μελλοντικές προοπτικές μιας εταιρίας (Byard, Li & Yu, 2011, Horton, Serafeim, & Serafeim, 2013, Kang, Wolfe & Yi, 2012, Maffett, 2012). Εξετάζουν τις άμεσες επιλογές που αφορούν τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και τις έμμεσες επιλογές που αφορούν τη βελτίωση της αξιοπιστίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης αυξάνοντας την ελεγκτική ποιότητα.

Η βιβλιογραφία τονίζει τη χρησιμότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης στη λήψη αποφάσεων από τους χρήστες. (Brüggemann, Hitz & Sellhorn, 2013, Holthausen & Leftwich, 1983, Zeff, 1978). Η οικονομική αναφορά έχει διττό ρόλο. Ο πρώτος είναι να παρέχει πληροφορίες στους υπάρχοντες αλλά και στους εν δυνάμει επενδυτές, έτσι ώστε να τους βοηθάει να προβλέψουν μελλοντικές χρηματικές ροές και τη μελλοντική αξία της εταιρίας. Ο δεύτερος ρόλος είναι να δώσει τη δυνατότητα στους μετόχους της εταιρίας να έχουν αξιόπιστες πληροφορίες για τους εταιρικούς πόρους (Brüggemann et al., 2013, He, Wong & Young, 2012). Αυτό βασίζεται στην ιδέα ότι τα συμβόλαια μεταξύ εταιριών και μετόχων εξαρτώνται από λογιστικές πληροφορίες όπως συμφωνίες δανεισμού και οικονομικές συμφωνίες (Brüggemann et al., 2013, Leftwich, 1983). Υπό συζήτηση είναι βέβαια αν όντως η οικονομική αναφορά μπορεί να εκπληρώσει αυτούς τους δύο ρόλους ταυτόχρονα (Bradshaw et al., 2014, Brüggemann et al., 2013). Μερικοί υποστηρίζουν πως υψηλής ποιότητας οικονομικές αναφορές που παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες και σε άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως οι δανειστές. Άλλοι πάλι διατείνονται πως η απαίτηση υψηλής ποιότητας οικονομικής αναφοράς θα είναι απεχθής για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες και πως δεν απαιτείται από τη μεριά των δανειστών (Bradshaw et al., 2014). Εμπειρικές έρευνες έδειξαν ότι η τροποποίηση των οικονομικών αναφορών σύμφωνα με υψηλά λογιστικά πρότυπα είχε σαν αποτέλεσμα την ακούσια μεταφορά πλούτου ανάμεσα στους επενδυτές και τους δανειστές (Brüggemann et al., 2013, Christensen, Lee & Walker, 2009).

Πρόσφατες μελέτες που αφορούν ιδιωτικές εταιρίες τείνουν να εστιάζουν στη σύγκριση της ποιότητας των οικονομικών αναφορών ανάμεσα σε ιδιωτικές και εισηγμένες. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών εταιριών, ο Hope (2011) συνέκρινε την ποιότητα των οικονομικών αναφορών ανάμεσα σε ιδιωτικές και εισηγμένες εταιρίες και βρήκε πως οι ιδιωτικές εταιρίες παρουσιάζουν χαμηλότερη ποιότητα οικονομικών αναφορών. Ένα εύρημα σύμφωνο με την έννοια πως οι εισηγμένες εταιρίες ανταποκρίνονται στην απαίτηση για υψηλής ποιότητας οικονομικές αναφορές από εξωτερικούς μετόχους. Τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με τα ευρήματα των Ball και Shivakumar (2005). Χρησιμοποιώντας δείγμα εισηγμένων εταιριών από το Ηνωμένο Βασίλειο, οι Ball και Shivakumar (2005) έδειξαν ότι οι οικονομικές αναφορές εισηγμένων εταιριών είναι χαμηλότερης ποιότητας. Έννοια το οποίο ερμηνεύτηκε σαν αποτέλεσμα διαφορετικών πληροφοριακών απαιτήσεων ανάμεσα στις ιδιωτικές και δημοσίου δικαίου εταιρίες. Ο Burgstahler (2006) αναφέρει παρόμοια αποτελέσματα χρησιμοποιώντας το επίπεδο διαχείρισης κερδών σαν μέτρο λογιστικής ποιότητας. Καταγράφεται επίσης, πως οι εισηγμένες εταιρίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση (E.E.) καταφέρνουν υψηλότερα επίπεδα διαχείρισης κερδών από τις εταιρίες ιδιωτικού δικαίου στην E.E.

Η μελέτη μας εξετάζει το ρόλο των οικονομικών αναφορών όσον αφορά στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες. Συγκεκριμένα, εξετάζουμε ποιό παράγοντες θα οδηγούσαν τις εταιρίες αυτές στο να βελτιώσουν την ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Χρησιμοποιούμε μηχανισμούς, με άμεσα αποτελέσματα, όπως την βελτίωση της ελεγκτικής εταιρίας. Οι περισσότερες από τις προηγούμενες έρευνες που αναφέρονται στα αποτελέσματα της ελεγκτικής ποιότητας σχετίζονται με εταιρίες εισηγμένες στις Ηνωμένες Πολιτείες (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). Αυτή η μελέτη δείχνει ότι ο ποιοτικός έλεγχος συνεισφέρει στην υψηλή λογιστική ποιότητα (Becker et al., 1998, Francis et al., 1999, Han et al., 2012). Υπάρχουν, επίσης, έρευνες που εξετάζουν το αντίκτυπο που έχει ο ποιοτικός έλεγχος του δημοσίου χρέους και δείχνουν πως οι Big 4 ελεγκτικές αυξάνουν το μακροπρόθεσμο δανεισμό. (Francis et al., 1999). Επίσης, έρευνες που έγιναν σε αμερικάνικες επιχειρήσεις συμφωνούν με τα προαναφερθέντα ευρήματα (Fortin & Pittman, 2007, Franco et al., 2011). Αρκετές ακόμα έρευνες ανιχνεύουν αν η επιλογή διαφορετικού ελέγχου επηρεάζει όντως την



ποιότητα του ελέγχου ή αν απλά οι έλεγχοι που πραγματοποιούνται από Big 4 ελεγκτικές θεωρούνται πιο αξιόπιστες εκ προοιμίου. Οι Broome, Khurama και Raman (2010) συνέκριναν την ποιότητα ελέγχου ανάμεσα στις Big 4 ελεγκτικές και δεύτερης βαθμίδας ελεγκτές για λογαριασμό αμερικανικών εισηγμένων εταιριών. Τα ευρήματά τους έδειξαν πως οι διαφορές αυτών των δύο τύπων είναι μικρή. Βρήκαν, όμως, διαφορά στο τρόπο που αντιλαμβάνονται οι ενδιαφερόμενοι τα αποτελέσματα του ελέγχου, δίνοντας προβάδισμα στις ελεγκτικές Big 4. Στηριζόμενοι σε αυτές τις μελέτες, ερμηνεύουμε τη διαφορά που υπάρχει από μια εταιρεία που ελέγχεται από Big4 συγκριτικά με μία που δεν ελέγχεται.

Γιατί οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες να βελτιώσουν τη ποιότητα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης; Έρευνες έχουν δείξει ότι πολλές εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες είναι οικονομικά περιορισμένες, υπό την έννοια πως δεν έχουν πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση παρά μόνο αν αυτή συνοδεύεται από υψηλό κόστος. Παραδείγματος χάριν, σε μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε από την Intrum Justitia, στη Σουηδία, κύρια πηγή χρηματοδότησης ήταν η εμπορική πίστωση, ξεπερνώντας πηγές όπως η τραπεζική χρηματοδότηση ή άλλες μορφές χρηματοδότησης χρέους. Η εμπορική πίστωση είναι εύκολα προσβάσιμη ακόμα και σε καιρούς χαμηλής ανάπτυξης ή οικονομικής κρίσης. Όταν, όμως, οι τράπεζες διστάζουν να προχωρήσουν σε δανεισμό, η εμπορική πίστωση χάνει την ευελιξία της και αποτελεί έναν από τους πιο ακριβούς τρόπους εξωτερικού δανεισμού (Petersen & Rajan, 1994, Wilner, 2000). Έτσι, για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, εταιρίες είναι πολύ σημαντικό να έχουν πρόσβαση σε μακροπρόθεσμο χρέος.

Ο κύριος λόγος που οι τράπεζες είναι επιφυλακτικές στο δανεισμό εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο είναι η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης (European Investment Bank, 2003). Οι εταιρίες αυτές τις περισσότερες φορές δεν εκφράζουν αξιόπιστα την οικονομική τους κατάσταση, παρουσιάζοντας έτσι δυσκολία στο να θεωρηθούν και οι ίδιες αξιόπιστες (European Commission, 2003, European Investment Bank, 2003). Έτσι λοιπόν, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες είναι περισσότερο ευπαθείς σε προβλήματα όσον αφορά τη πληροφόρηση. Επιπλέον, οι Huyghebaert και Van de Gucht (2007) έδειξαν πως όταν τα προβλήματα, λόγω αρνητικών επιλογών, είναι μεγαλύτερα, οι τράπεζες χρηματοδοτούν ακόμα μικρότερα τμήματα του

συνολικού χρέους. Όταν, λοιπόν μια εταιρία δεν μπορεί να στηριχτεί στα τραπεζικά δάνεια για τη χρηματοδότησή της, θα στραφεί στην εμπορική πίστωση που είναι, όμως, πιο ακριβή (λόγω καθιερωμένων όρων συναλλαγών που περιλαμβάνουν εκπτώσεις για πρόωρη αποπληρωμή αλλά μεγάλες κυρώσεις για καθυστέρηση αποπληρωμής (Petersen & Rajan, 1994)). Ακόμα κι έτσι, όμως, οι εταιρίες αυτές δε θα μπορέσουν να αντισταθμίσουν πλήρως την αυξανόμενη δυσκολία τους για πρόσβαση στο τραπεζικό δανεισμό (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007).

## Σχέδιο Έρευνας

Έχοντας σαν δεδομένο ότι οι τράπεζες απαιτούν υψηλής ποιότητας οικονομικές αναφορές σαν βασικό παράγοντα για να εγκρίνουν δάνεια, συμπεραίνουμε ότι, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες κατά πάσα πιθανότητα θα προσπαθήσουν να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους πληροφόρηση όταν έρθουν αντιμέτωπες με αύξηση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Υποθέτουμε πως μια αύξηση της αξιοπιστίας θα οδηγήσει και σε βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

**Υπ. 1 :** Οι Εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες βελτιώνοντας τη χρηματοοικονομική τους πληροφόρηση (να ελέγχονται από ελεγκτική εταιρία Big4) είναι πιο πιθανό να παρουσιάσουν αύξηση σε μακροπρόθεσμο δανεισμό.

Υποστηρίζουμε ότι οι βελτιώσεις στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση καθιστούν τις εταιρίες ικανές να έχουν σταθερότητα και πρόσβαση σε μακροπρόθεσμο δανεισμό ή/και σε χαμηλού κόστους βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Έρευνες έχουν δείξει πως υψηλής ποιότητας οικονομικές αναφορές διευκολύνουν τη πρόσβαση των εταιριών σε κεφάλαια. (Chen et al., 2011, Diamond & Verrecchia, 1991, Francis, LaFond, Olsson & Schipper, 2005, Hope et al., 2011, Lambert et al., 2007, Leuz & Verrecchia, 2000). Έτσι, αν μία εταιρία αναθέσει τον έλεγχο της σε Big 4 ελεγκτικές αυξάνει το μακροπρόθεσμο δανεισμό και η ανταγωνιστικότητα του ελεγκτικού φορέα βελτιώνει την αξιοπιστία των λογιστικών δεδομένων (Francis et al., 1999). Αναμένουμε πως αν οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες επιλέξουν μια ελεγκτική Big 4 ή έναν ορκωτό λογιστή, η βελτιωμένη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και η υψηλή ποιότητα οικονομικών αναφορών θα ωφελήσει τους δανειστές, που με τη σειρά τους θα παράσχουν στην εταιρία μακροπρόθεσμο δανεισμό.



## Ανάπτυξη Μοντέλου

Για να μπορέσουμε να παρατηρήσουμε τις αλλαγές στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση αναπτύξαμε ένα σύστημα μεταβλητών. Το σύστημα αυτών των μεταβλητών βασίζεται στην έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τους Mari Raananen, Annelew Renders και Marita Blomkvist (Accounting in Europe, 2016) και περιλαμβάνει παρακάτω μοντέλο:

$$DLTDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIG4_{it-1} + \beta_2 DSIZE_{it-1} + \beta_3 DPROFITABILITY_{it-1} + \beta_4 DCURRLIAB_{it-1} + \beta_5 DTANG_{it-1} + \beta_6 SALES\_GROWTH_{it-1} + e$$

1. Τη ποσοστιαία μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους ως προς το σύνολο το περιουσιακών της στοιχείων από χρόνο  $t_1$  και  $t_2$ .

$$\Delta LTDEBT = \Delta LTDEBT / Total Assets \quad (1)$$

2. Την μεταβολή του μεγέθους της εταιρείας όπου αποτελείται από τη μεταβολή του λογαρίθμου του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων από χρόνο  $t_1$  σε  $t_2$

$$\Delta SIZE = \Delta \log Total Assets \quad (2)$$

3. Τη μεταβολή της κερδοφορίας της επιχείρησης όπου αποτελείται από τη μεταβολή τη μεταβολή EBIT ως προς τα περιουσιακά στοιχεία

$$\Delta PROFITABILITY = \Delta EBIT / Total Assets \quad (3)$$

4. Τη μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων

$$\Delta CURRLIAB = \Delta current Liab / Total Assets \quad (4)$$

5. Η μεταβολή των Ενσώματων Παγίων ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων

$$\Delta TANG = \Delta tang. Assets / Total Assets \quad (5)$$

6. Η μεταβολή των καθαρών πωλήσεων ως ποσοστό συνόλου των καθαρών πωλήσεων

$$SALES\_GROWTH = \Delta net Sales / Net Sales \quad (6)$$

7. Μία Dummy μεταβλητή όπου:

$BIG4=1$  Αν ελέγχεται από Big4 ελεγκτική εταιρία

$BIG4=0$  Αν δεν ελέγχεται από Big4 ελεγκτική εταιρία



### Δημιουργία δείγματος

Το δείγμα μας αποτελείται από τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αθηνών.

Εξαιρούμε όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, τα τραπεζικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές εταιρίες και τις εταιρίες διαχείρισης ακινήτων. Έτσι προκύπτει ένα δείγμα 111 επιχειρήσεων, το οποίο περιλαμβάνει: εταιρίες πρώτων υλών, βιομηχανίες χημικών, κατασκευαστικές εταιρίες, εταιρίες τροφίμων, εταιρίες ειδών υγιεινής, εταιρίες παροχής υπηρεσιών, τηλεπικοινωνίες, βιομηχανίες πετρελαιοειδών, βιομηχανίες παρασκευής οικιακών προϊόντων, εταιρίες λιανικής πώλησης προϊόντων, εταιρίες τεχνολογίας, ταξιδιωτικές εταιρίες και εταιρίες παροχής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

Τα δεδομένα τα έχουμε πάρει από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream, για την περίοδο 2005 – 2015.

Συγκεκριμένα για τον υπολογισμό των μεταβλητών χρησιμοποιήθηκαν οι κάτωθι κωδικοί της Datastream:

<b>Μεταβλητή</b>	<b>Κωδικός</b>	<b>Μεταβλητή</b>	<b>Κωδικός</b>
Long Term Debt	WC 03251	Current Liabilities	WC 03101
EBIT	WC 18191	Net Sales	WC 01001
Total Asset	WC 02999		





## Γραμμική Παλινδρόμηση

Όπως αναφέραμε παραπάνω, η εξέταση του κατά πόσο επηρεάζεται το μακροπρόθεσμο χρέος σε σχέση με το αν ελέγχεται από Big4 ελεγκτική εταιρία, θα γίνει μέσω γραμμικών παλινδρομήσεων των εξισώσεων:

$$DLTDEB_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIG4_{it-1} + \beta_2 DSIZE_{it-1} + \beta_3 DPROFITABILITY_{it-1} + \beta_4 DCURR_{it-1} + \beta_5 DTANG_{it-1} + \beta_6 SALES\_GROWTH_{it-1} + e$$

Για κάθε μία από τις περιόδους 2006-2007, 2007-2008 κ.ο.κ. θα υπολογισθούν οι συντελεστές  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ ,  $\beta_5$ ,  $\beta_6$ .

Το παραπάνω μοντέλο θα τρέξει μέσω του Stata13. Μέσω της robust regression θα απαλοίσουμε τις ακραίες τιμές του δείγματος.

Γενικά η robust regression μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάθε περίπτωση που θέλουμε να κάνουμε γραμμική παλινδρόμηση. Οι ακραίες τιμές είναι ένα συχνό φαινόμενο σε τέτοιου μεγέθους δείγματα. Αυτές οι τιμές μπορεί να μην είναι λανθασμένες τιμές και έτσι δεν έχουμε κάποιο συγκεκριμένο λόγο ώστε να τις αποκλείσουμε από την ανάλυσή μας. Η robust regression είναι μία καλή στρατηγική καθώς από την μία δεν εξαιρεί αυτές τιμές και από την άλλη περιλαμβάνει όλα τα δεδομένα στην ανάλυσή μας ισότιμα.



### Επίδραση των Big4 ελεγκτικών εταιριών στο μακροπρόθεσμο χρέος

Θέλουμε να ερευνήσουμε αν υπάρχει αρνητική σχέση μίας επιχείρησης που ελέγχεται από Big4 ελεγκτική εταιρία με το μακροπρόθεσμο χρέος της. Δηλαδή κατά ποσό ο συνελεστής  $\beta_1$  της εξίσωσης:

$$DLTDEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIG4_{it-1} + \beta_2 DSIZE_{it-1} + \beta_3 DPROF_{it-1} + \beta_4 DCURRLIAB_{it-1} + \beta_5 DTANGAS_{it-1} + \beta_6 SALES_{it-1}$$

Είναι στατιστικά σημαντικός.

Ο τρόπος που θα ακολουθήσουμε προκειμένου να μελετήσουμε την σχέση των δύο μεγεθών (DLTDEBT και BIG4) είναι μέσω μίας pool regression. Δηλαδή θα συγκεντρώσουμε τα δεδομένα των δέκα περιόδων που εξετάζουμε και θα τρέξουμε μία μόνο παλινδρόμηση. Ύστερα θα τρέξουμε μία robust regression.

Τα αποτελέσματα παρατίθενται στον κάτωθι πίνακα:

Εξαρτημένη Μεταβλητή: DLTDEBT <sub>t+1</sub>	
Συντελεστές ανεξάρτητων μεταβλητών	rreg
DSIZE <sub>t</sub> (p-value)	0.018 (0.005)
DPROF <sub>t</sub> (p-value)	0.01 (0.414)
DCURRLIAB <sub>t</sub> (p-value)	-0.019 (0.005)
DTANGAS <sub>t</sub> (p-value)	-0.005 (0.566)
SALES <sub>t</sub> (p-value)	-0.0008 (0.346)
BIG4	0.016

(p-value)	(0.000)
Αριθμός Παρατηρήσεων	1100

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα με τις 1100 παρατηρήσεις, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του DSIZEt είναι θετικός (0,018) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,005) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει θετική σχέση του μεγέθους της εταιρίας με το μακροπρόθεσμο της χρέος.

Ο συντελεστής της μεταβλητής DPROFt είναι θετικός (0,01) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,414) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIABt είναι αρνητικός (-0.019) και στατιστικά σημαντικός (p-value=0,005), και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής DTANGASt είναι αρνητικός (-0,005) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0.566) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι αρνητικός (-0,0008) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0.346) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι αρνητική (0,016) και στατιστικά σημαντική (p-value = 0.000), και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Συνοψίζοντας, βλέπουμε πως τα η επιλογή μίας ελεγκτικής Big4 εταιρίας συγκριτικά με μία που δεν είναι Big4 επηρεάζει τη μεταβολή του μακροπρόθεσμου χρέους μιας ελληνικής εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας.

Εν συνεχεία, για κάθε μία από τις περιόδους 2006-2007, 2007-2008, 2008-2009, 2009-2010, 2010-2011, 2011-2012, 2012-2013, 2013-2014, 2014-2015 θα υπολογισθούν οι συντελεστές:  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ ,  $\beta_5$ ,  $\beta_6$

Οι τιμές των συντελεστών  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ ,  $\beta_5$ ,  $\beta_6$  παρουσιάζονται στο παρακάτω πίνακα:

Εξαρτημένη Μεταβλητή: <b>DLTDEBT<sub>t</sub></b>					
Συντελεστές ανεξάρτητων μεταβλητών	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010
<b>BIG4<sub>i</sub></b> (p-value)	-0.08 (0.41)	-0.003 (0.713)	-0.011 (0.175)	-0.011 (0.107)	0.003 (0.048)
<b>DSIZE<sub>it</sub></b> (p-value)	0.073 (0.08)	-0.009 (0.585)	-0.19 (0.715)	0.024 (0.452)	0.1173 (0.01)
<b>DPROF<sub>it</sub></b> (p-value)	0.85 (0.22)	-0.014 (0.786)	0.043 (0.418)	0.029 (0.0464)	-0.13 (0.227)
<b>DCURRLIAB<sub>it</sub></b> (p-value)	-0.48 (0.285)	-0.002 (0.906)	-0.08 (0.011)	-0.087 (0.112)	-0.075 (0.326)
<b>DTANGAS<sub>it</sub></b> (p-value)	-0.88 (0.226)	0.002 (0.906)	0.017 (0.806)	-0.087 (0.112)	-0.075 (0.326)
<b><math>\beta_6</math>SALESGROWTH<sub>it</sub></b> (p-value)	-0.43 (0.063)	0.047 (0.057)	-0.0007 (0.969)	0.021 (0.055)	0.029 (0.125)
Αριθμός Παρατηρήσεων	110	110	110	110	110
Adj R - squared	0.0337	0.0140	0,19	0.004	0.05

Εξαρτημένη Μεταβλητή: <b>DLTDEBTit</b>					
Συντελεστές ανεξάρτητων μεταβλητών	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
<b>BIG4i</b> (p-value)	0.04 (0.000)	0.034 (0.000)	0.055 (0.000)	0.0265 (0.000)	0.026 (0.000)
<b>DSIZEit</b> (p-value)	0.07 (0.01)	-0.017 (0.417)	-0.065 (0.033)	0.05 (0.065)	0.05 (0.005)
<b>DPROFit</b> (p-value)	0.02 (0.608)	-0.005 (0.907)	-0.008 (0.861)	-0.006 (0.818)	0.011 (0.797)
<b>DCURRLIABit</b> (p-value)	0.023 (0.334)	-0.003 (0.888)	-0.052 (0.083)	-0.008 (0.604)	-0.02 (0.457)
<b>DTANGASit</b> (p-value)	-0.047 (0.374)	-0.0076 (0.613)	-0.102 (0.088)	0.004 (0.896)	-0.033 (0.393)
<b>SALES_GROWTHit</b> (p-value)	-0.012 (0.231)	0.063 (0.206)	0.158 (0.000)	0.004 (0.057)	-0.002 (0.764)
Αριθμός Παρατηρήσεων	110	110	110	110	110
Adj R - squared	0.03	0.03	17.5	0.08	0.01

Αναλυτικά ανά περίοδο:

#### Περίοδος 2006-2007

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του DSIZE είναι θετικός (0,073) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,08) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής DPROF είναι θετικός (0,85) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,22) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας. Ο συντελεστής DCURLIAB είναι αρνητικός (-0,48) και μη στατιστικά σημαντικός (0,285), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANG είναι αρνητικός (-0,88) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,226) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALESGROWTH είναι αρνητικός (-0,43) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,063) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι αρνητική (-0,08) και μη στατιστικά σημαντική (p-value = 0,41) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,037 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 3,7% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

#### Περίοδος 2007-2008

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του DSIZE είναι αρνητικός (-0,19) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,715) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής DPROF είναι θετικός (0,043) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,418) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIAB είναι αρνητικός (-0,08) και μη στατιστικά σημαντικός (0,011), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANGAS είναι θετικός (0,017) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,806) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι αρνητικός (-0,0007) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,909) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι αρνητική (-0,011) και μη στατιστικά σημαντική (p-value = 0,175) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμου της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,19 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 19% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

#### Περίοδος 2008-2009

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του ΔSIZE είναι θετικός (0,024) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,452) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔPROFITABILITY είναι θετικός (0,029) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,0464) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIAB είναι αρνητικός (-0,087) και μη στατιστικά σημαντικός (0,112), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANG είναι αρνητικός (-0,087) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,112) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.



Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι θετικός (0,021) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,055) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι αρνητική (-0,011) και μη στατιστικά σημαντική (p-value = 0,107), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,004 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 0,4% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

### Περίοδος 2009-2010

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του ΔSIZE είναι θετικός (0,1173) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,01) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔPROFITABILITY είναι αρνητικός (-0,13) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,227) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIAB είναι αρνητικός (-0,075) και μη στατιστικά σημαντικός (0,326), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANG είναι αρνητικός (-0,075) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,326) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι θετικός (0,029) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,125) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι θετική (0,003) και στατιστικά σημαντική (p-value = 0,048) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,05 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 5% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

### Περίοδος 2010-2011

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του  $\Delta SIZE$  είναι θετικός (0,07) και στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,01) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής  $\Delta PROFITABILITY$  είναι θετικός (0,02) και μη στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,608) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής  $\Delta CURLIAB$  είναι θετικός (0,023) και μη στατιστικά σημαντικός (0,334) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής  $\Delta TANG$  είναι αρνητικός (-0,047) και μη στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,374) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής  $SALES\_GROWTH$  είναι αρνητικός (-0,012) και μη στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,231) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι αρνητική (0,04) και στατιστικά σημαντική ( $p$ -value = 0,000), και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,03 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 3% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

### Περίοδος 2011-2012

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του  $\Delta SIZE$  είναι αρνητικός (-0,017) και μη στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,417) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής  $\Delta PROFITABILITY$  είναι αρνητικός (0,005) και μη στατιστικά σημαντικός ( $p$ -value = 0,907) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής  $\Delta\text{CURLIAB}$  είναι αρνητικός (-0,003) και μη στατιστικά σημαντικός (0,888) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής  $\Delta\text{TANG}$  είναι αρνητικός (-0,0076) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,613) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής  $\text{SALES\_GROWTH}$  είναι θετικός (0,063) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,206) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή  $\text{Big4}$  είναι θετική (0,034) και στατιστικά σημαντική (p-value = 0,000), και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμου της χρέους. Ο συντελεστής  $\text{Adj R-squared}$  ισούται με 0,03 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 3% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

#### Περίοδος 2012-2013

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του  $\Delta\text{SIZE}$  είναι αρνητικός (-0,065) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,033 και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής  $\Delta\text{PROFITABILITY}$  είναι αρνητικός (-0,008) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,861) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής  $\Delta\text{CURLIAB}$  είναι αρνητικός (-0,052) και μη στατιστικά σημαντικός (0,083) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής  $\Delta\text{TANG}$  είναι αρνητικός (-0,102) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,088) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής  $\text{SALES\_GROWTH}$  είναι θετικός (0,158) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,000) και έτσι προκύπτει ότι σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι θετική (0,055) και στατιστικά σημαντική (p-value = 0,000), υποδεικνύοντας ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,17 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 17% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

#### Περίοδος 2013-2014

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του ΔSIZE είναι θετικός (0,05) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,065) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔPROFITABILITY είναι αρνητικός (-0,006) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,818) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIAB είναι αρνητικός (-0,008) και μη στατιστικά σημαντικός (0,604) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANG είναι θετικός (0,004) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,896) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι θετικός (0,004) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,057) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι θετική (0,0265) και μη στατιστικά σημαντική (p-value = 0,000), υποδεικνύοντας ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους. Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,08 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 8% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη,

## Περίοδος 2014-2015

Από τα αποτελέσματα του πίνακα για το δείγμα 110 εταιριών, διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής του ΔSIZE είναι θετικός (0,05) και στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,005) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, υποδεικνύοντας ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και του μακροπρόθεσμου της χρέους.

Ο συντελεστής της μεταβλητής ΔPROFITABILITY είναι θετικός (0,011) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,797) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του μακροπρόθεσμου χρέους της εταιρίας.

Ο συντελεστής ΔCURLIAB είναι αρνητικός (-0,02) και μη στατιστικά σημαντικός (0,457) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής ΔTANG είναι αρνητικός (-0,033) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,393) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ των ενσώματων παγίων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής SALES\_GROWTH είναι αρνητικός (-0,002) και μη στατιστικά σημαντικός (p-value = 0,764) και έτσι προκύπτει ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης των πωλήσεων της εταιρίας και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Τέλος, η Dummy μεταβλητή Big4 είναι θετική (0,026) και στατιστικά σημαντική (p-value = 0,000) και έτσι προκύπτει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του ποιοτικού κριτηρίου ελέγχου που δέχεται μια εταιρία και του μακροπρόθεσμού της χρέους.

Ο συντελεστής Adj R – squared ισούται με 0,01 δείχνοντας ότι η εξίσωση εξηγεί το 1% της εξαρτημένης σε σχέση με την ανεξάρτητη.



## Συμπεράσματα

Χρησιμοποιώντας δεδομένα από εισηγμένες εταιρίες, εξετάσαμε τους παράγοντες που σχετίζονται με τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των εταιριών αυτών αλλά και τα αποτελέσματα αυτών των βελτιώσεων όσον αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό και τα επιτόκια. Εκμεταλλευτήκαμε το γεγονός πως οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες στην Ελλάδα υποχρεούνται να δημοσιοποιούν ετήσιες οικονομικές αναφορές. Με τη χρήση μεταβλητών που σχετίζονται με την ελεγκτική ποιότητα δημιουργήσαμε μία εξίσωση μεταβλητών, η οποία αντανακλά τις βελτιώσεις στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση. Τα ευρήματά μας δείχνουν πως αυξήσεις στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σχετίζονται άμεσα με τη μεταβολή του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Περαιτέρω ανάλυση αποκαλύπτει πως το μέγεθος μιας εισηγμένης εταιρίας επηρεάζει το μέγεθος του δανεισμού της, κάτι το οποίο δεν έρχεται σε αντίθεση με την οικονομική θεωρία. Από την άλλη μεριά η ανάθεση του ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε εταιρία Big4 επηρεάζει σημαντικά τη μεταβολή του μακροπρόθεσμου δανεισμού του, το οποίο είναι και το αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Η έρευνα αυτή συνεισφέρει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία ποικιλοτρόπως. Πρώτον, τεκμηριώνουμε ένα σημαντικό λόγο που έχουν οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους πληροφόρηση και επιλέγοντας να ελέγχονται από ελεγκτικές Big4.

Δεύτερον, συνεισφέρουμε στην υπάρχουσα βιβλιογραφία χρησιμοποιώντας μια πολύπλευρη προσέγγιση όσον αφορά τις αλλαγές στη ποιότητα πληροφόρησης. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες που μελέτησαν το συγκεκριμένο θέμα απομονώνοντας κάποιο χαρακτηριστικό (βλ. Bassemir, 2012, Fortin & Pittman, 2007, Orens, Crabbé & Renders, 2013) η παρούσα μελέτη ενσωματώνει το γεγονός πως οι εταιρίες έχουν πολυάριθμους μηχανισμούς στη διάθεσή τους για να βελτιώσουν την ποιότητα της πληροφόρησης. Με αυτόν τον τρόπο, δεν μελετάμε απλά τις συνέπειες των μηχανισμών αυτών αλλά καταγράφουμε και εκείνους τους παράγοντες που επιφέρουν τις αλλαγές στη ποιότητα πληροφόρησης. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι δανειστές δίνουν, ιδιαίτερη βαρύτητα στη ποιότητα του ελεγκτή. Επίσης η ελεγκτική επάρκεια και φήμη σχετίζονται άμεσα με το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Αυτό είναι σημαντικό, καθώς θα βοηθήσει τις εν λόγω επιχειρήσεις στην άντληση κεφαλαίων αλλά και στη μείωση του χρηματοοικονομικού τους κόστους.





## Βιβλιογραφία

Abdulsaleh, A. M. & Worthington, A. C. (2013). Small and medium-sized enterprises financing: A review of the literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36-54.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.

Armstrong, C. S. Guay, W. R., & Weber J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 179-234.

Arstberg, K. (2005). Redovisningsteori - Policy and Praxis. (Accounting theory - Policy and Practice). Lund: Liber Ekonomi.

Ball, R., & Shivakumar, L. (2005) Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.

Barth, M., Landsman, M., & Lang, M. (2008) International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

Bassemir, M. (2012) Why do private firms adopt IFRS? (Working Paper, Goethe-University Frankfurt). Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1896283](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1896283)

Beck, T., & Dermirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943.

Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.

Berger, A., & 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), 613-673.

Berry, A., Faulkner, S., Hughes, M., & Jarvis, R. (1993). Financial information, the banker and the small business. *British Accounting Review*, 25(2), 131-150.

Berry, A., Grant, P., & Jarvis, R. (2004). European bank lending to the UK SME sector. *International Small Business Journal*, 22(2), 115-130.

Beuselinck, C., Deloof, M., & Manigart, S. (2009). Private equity involvement and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(5), 587-615.

Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2010). Do the Big 4 and the second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting Public Policy*, 29(4), 330-352.

Bradshaw, M., Bens, D., Frost, C. A., Gordon, E., McVay, S., Miller G., Wong, F. (2014). Financial reporting policy committee of the American accounting association's financial accounting and reporting section: *Accounting standard setting for private companies*. *Accounting Horizons*, 28(1), 175-192.

Brüggemann, U., Hitz, J-M., & 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), 1-37.

Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.

Byard, D. Li, Y. & Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption of financial analysts' information environment. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 69-96.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.

Christensen, H.B., Lee, E. & Walker, M. (2009). Do IFRS reconciliations convey information. The effect of debt contracting. *Journal of Business Venturing*, 26, 472-488.

Coluzzi, C., Fernando, A., & Martinez-Carrascal, C. (2012). Financing obstacles and growth: An analysis for Euro Area non-financial firms. *European Journal of Finance*, 18(3), 1-18.

Daske, H., Hail, L., Leuz, C. & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.

Davila, T. (2005). An exploratory study on the emergence of management control systems: Formalizing human resources in small growing firms. *Accounting, Organization and Society*, 30(3), 223-248.

Dhaliwai, D. S., Khurana, I., K. & Pereira, R. (2011). Firm Disclosure policy and the choice between private and public debt. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 293-330.

Diamond, D. W., Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

Fazzari, S., Hubbard, R. G. & Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.

Ferrando, A. & Mulier, K. (2013). Do firms use the trade credit channel to manage growth? *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 3035-3046.

Fortin, S. & Pittman, J. A., (2007). The role of auditor choice in debt pricing in private firms. *Contemporary Accounting Research*, 24(3), 859-896.

Francis, J., LaFond, R.Z., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.

Francis, J. R., Maydew, E. L. & 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), 17-34.

Franco, G., Gaviols, I., Jin, J.Y. & Richardson, G.D. (2011). Do private company targets that hire Big 4 auditors receive higher proceeds? *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 215-262.

Galindo, A. & Schiantarelli, F. (Eds.), (2003). *Credit constrains and investments in Latin America*. Washington, DC: Inter-American Development Bank.

Givoly, D., Hayn, C. & Katz, S.P., (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195-225.

Glaum, M., Baetge, J., Grothe, A. & Oberdörster, T. (2013). Introduction to international accounting standards, disclosure quality and accuracy of analysts' earnings forecasts. *European Accounting Review*, 22(1), 79-116.

Haller, A. (2002). Financial accounting developments in the European Union: Past events and future prospects. *European Accounting /Review*, 11(1), 153-190.

Han, S., Kang, T. & Yoo, Y.K. (2012). Governance role of auditors and legal environment: Evidence from corporate disclosure transparency. *European Accounting Review*, 21(1), 29-50.

He, X., Wong, T.J. & Young, D. (2012). Challenges for implementation of fair value accounting in emerging markets: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 29(2), 538-562.

Hellman, N. (2011). Soft adoption and reporting incentives: A study of the impact of IFRS on financial statements in Sweden. *Journal of International Accounting Research*, 10(1), 61-83.

Holthausen, R.W. & Leftwich, R.W., (1983). The economic consequences of accounting choice: Implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 77-117.

Hope, O.K., Thomas, W.B. & Vyas, D. (2011). Financial credibility, ownership and financing constraints in private firms. *Journal of International Business Studies*, 42(7), 935-957.

Horton, J., Serafeim, G. & Serafeim I. (2013). Does mandatory IFRS adoption improve the information environment? *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 388-423.

Huyghebaert, N. & Van de Gucht, L.M. (2007). The determinants of financial structure: New insights from business start-ups. *European Financial Management*, 13, 101-133.

Intrum Justitia (2005). *European Payment Index: All time high number of insolvencies - Lower payment risks*. Stockholm: Intrum Justitia.

Jaggi, B., Leung, D. & Gul, F (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting Public Policy*, 28(4), 281-300.

Kang, T., Krishnan, G.V., Wolfe, M.C. & 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), 741-765.

Khurana, I.K. & 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), 473-495.

Kim, J.B., Simunic, D.A., Stein, M.T. & Yi, C.H. (2011). Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 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.

Leftwich, R.W. (1983). Accounting information in private markets: Evidence from private lending agreements. *The Accounting Review*, 58(1), 23-42.

Leuz, C. & Verrecchia, R.V. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.

Linck, J., Netter, J. & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.

Maffet, M. (2012). Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 201-220.

Mansi, S.A., Maxwell, W. & Miller, D.P. (2004). Does auditor quality and tenure matter to investors? Evidence from the bond market. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 755-793.

Nobes, C. (2010). On researching into the use of IFRS by private entities in Europe. *Accounting in Europe*, 7(2), 213-226.

Orens, R., Crabbé, K. & Renders, A. (2013). *Voluntary adoption of IFRS by private firms: determinants and consequences* (Working Paper Lessius).

Petersen, M.A. & Rajan, R.G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The Journal of Finance* 49(1), 3-37.

Pittman, J. & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 113-136.

Rajan, R.G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.

Street, D. (2002). GAAP 2001: Benchmarking national accounting standards against IAS: Summary of results. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 11(1), 77-90.

Van Hulle, K. (1992). Harmonization of accounting standards - A view from the European community. *European Accounting Review*, 1(1), 161-172.

Verriest, A., Gaeremynck, A., & Thornton, D. B. (2013). The impact of corporate governance on IFRS adoption choices. *European Accounting Review*, 22(1), 39-77.

Wilner, B. (2000). The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit. *Journal of Finance*, 55(1), 153-178.

Zeff, S. A. (1978). The rise of "economic consequences". *Journal of Accountancy*, 146, 56-63.