



## **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**Π.Μ.Σ. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΚΙΝΔΥΝΩΝ**

**«Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ  
ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ  
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ»**

**ΠΕΝΤΑΡΑΚΗΣ Γ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ**

**Εργασία υποβληθείσα στο**

**Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής**

**του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση**

**Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα, Νοέμβριος, 2017

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ  
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ  
ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

---

**Εγκρίνουμε την εργασία του Πενταράκη Κωνσταντίνου**

**ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

**ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

**ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

Αθήνα, Νοέμβριος, 2017

## **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».

Πενταράκης Κωνσταντίνος

**ΥΠΟΓΡΑΦΗ**

Αθήνα, Νοέμβριος, 2017

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

---

**Πίνακας περιεχομένων**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	5
1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	6
2.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ .....	14
3.ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ .....	25
3.1.Εξομάλυνση Κερδών .....	25
3.2.«Big Bath» accounting.....	25
4.ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΕΝΤΟΠΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ .....	28
4.1.Διαχείριση δεδουλευμένων κερδών.....	28
4.2.Διαχείριση πραγματικών κερδών .....	31
5.ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	36
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	45
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	46

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης πάνω στη διαχείριση των πραγματικών και των δεδουλευμένων κερδών. Υποθέτουμε ότι, με την παρουσία υψηλής μόχλευσης, οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις τακτικές διαχείρισης ή χειραγώγησης των κερδών παρουσιάζουν μια προτίμηση στην τακτική διαχείρισης των πραγματικών, λόγω της μικρότερης πιθανότητας να μπορέσουν οι εξωτερικοί ελεγκτές να την εντοπίσουν. Δείχνουμε ότι τα επίπεδα μόχλευσης επηρεάζουν σημαντικά την πορεία μιας οικονομίας, χωρίς σημαντική επίδραση στην αύξηση των εισοδημάτων, ενώ τα συμπεράσματά μας δείχνουν μια συμπληρωματικότητα στη σχέση της διαχείρισης δεδουλευμένων και πραγματικών εσόδων για τις επιχειρήσεις με πολύ υψηλά επίπεδα μόχλευσης. Επιπροσθέτως, έχοντας συλλέξει λογιστικά στοιχεία μέσω της βάσης δεδομένων Datastream, για τη περίοδο από το 2000 έως και το 2016, πραγματοποιούμε διαδοχικές παλινδρομήσεις στα μοντέλα μας, τα αποτελέσματα των οποίων παρουσιάζονται στη συνέχεια πολύ αναλυτικά.

## 1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα κέρδη χαρακτηρίζονται ως ο ισχυρός δείκτης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Εταιρείες με προοπτικές εμφάνισης «χαμηλών» κερδών έχουν συνήθως χαμηλότερες τιμές μετοχών από ότι αυτές με καλές προοπτικές (Rahman, Moniruzzaman και Sharif, 2013). Τα κέρδη καθορίζουν την εικόνα της επιχείρησης και ως εκ τούτου γίνονται στόχος χειραγώγησης από τις διοικήσεις που επιδιώκουν την ικανοποίηση των συμφερόντων τους. Σύμφωνα με τον Tang (2007), υπάρχει ένα εύρος ορισμών σχετικά με τη διαχείριση των κερδών στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και δεν υπάρχει καθολικά αποδεκτός ορισμός του όρου αυτού. Εξαρτάται από τα μέσα χειραγώγησης, το κίνητρο της καιροσκοπικής συμπεριφορά της διοίκησης και το χρόνο διαχείρισης κερδών (Goncharov, 2005) Σύμφωνα λοιπόν με τους Rahman, Moniruzzaman και Sharif (2013) , διαχείριση κερδών είναι μια στρατηγική που επιλέγεται από τη διοίκηση μιας εταιρίας για να χειραγωγήσει σκοπίμως τα κέρδη της, ώστε τα στοιχεία των καταστάσεων να ταιριάζουν με ένα προκαθορισμένο στόχο. Επιπρόσθετα, υποστηρίζουν την άποψη ότι η διαχείριση των κερδών δεν θεωρείται παράνομη αλλά θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ανήθικη όταν μέσω αυτής ικανοποιούνται μονόπλευρα συμφέροντα στελεχών της επιχείρησης ή καταπάτηση τρίτων για την εκπλήρωση αυτών. Η ευχέρεια των στελεχών της διοίκησης να χρησιμοποιούν και να επεξεργάζονται την εσωτερική πληροφόρηση που έχουν προς όφελος τους, ικανοποιώντας τις δικές τους προσδοκίες, διοχετεύει παραποιημένα στοιχεία στους εξωτερικούς ενδιαφερομένους οι οποίοι λαμβάνουν αποφάσεις βασιζόμενοι σε αυτά τα δεδομένα. Με αυτόν τον τρόπο διατηρείται και ενισχύεται η ασύμμετρη πληροφόρηση. Τη σύνδεση της ασύμμετρης πληροφόρησης με τη διαχείριση κερδών την διαπιστώνουμε και από τον ορισμό του Dye (1988) ο οποίος υποστηρίζει ότι η διαχείριση κερδών εμφανίζεται όταν η διοίκηση προσπαθεί να εκμεταλλευθεί την ασυμμετρία πληροφόρησης με τους μετόχους.

Σύμφωνα με τους Healy και Wahlen (1999), η διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν οι διοικήσεις χρησιμοποιούν την «κρίση» τους στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και σε συναλλαγές για να τις μετατρέψουν και με στόχο να παραπλανήσουν τους stakeholders ως προς την οικονομική απόδοση της εταιρείας ή να επηρεάσουν

συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία. Με βάση τον ως άνω ορισμό διαμορφώνονται δυο μορφές διαχείρισης κερδών στη βιβλιογραφία, η «Accrual-based Earnings Management» και «Real Earnings Management». Για την πρώτη μορφή χειραγώγησης, οι διοικήσεις ασκούν προσαρμογές σε δεδουλευμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων βάσει της κρίσης τους. Δεδουλευμένα έσοδα ή έξοδα θεωρείται η διαφορά μεταξύ των κερδών και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Περαιτέρω, διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένων μπορεί να πραγματοποιηθεί λόγω της ευελιξίας των λογιστικών προτύπων ως προς το ποσό αναγνώρισης δεδουλευμένων, εκμετάλλευση κάποιου κενού σε ένα πρότυπο. Ένα ενδεικτικό παράδειγμα της μεθόδου είναι όταν οι διοικήσεις τείνουν να μειώνουν τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης με απώτερο σκοπό την αύξηση των κερδών τους.

Για την πραγματοποίηση διαχείρισης κερδών οι τεχνικές ποικίλλουν, ωστόσο, στη παρούσα εργασία εστιάζουμε στη λογιστική των accruals ή αλλιώς των δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων. Ο όρος accrual στη λογιστική αναφέρεται στον ετεροχρονισμό αναγνώρισης ενός εσόδου/εξόδου και της αντίστοιχης ταμειακής ροής. Επιπρόσθετα, τα δεδουλευμένα δεν έχουν άμεσες συνέπειες στις ταμειακές ροές και εντοπίζονται δύσκολα, κάτι που θα αναλύσουμε περισσότερο παρακάτω. Σε αυτή τη μορφή λογιστικού μεγέθους περιλαμβάνονται και μεγέθη τα οποία αφορούν προβλέψεις και εκτιμήσεις για μελλοντικά γεγονότα. Η εμφάνιση τους στις οικονομικές καταστάσεις μπορεί μεν να βελτιώσει την εικόνα αυτών κατά τρόπο έγκαιρο αλλά μπορεί δε λόγω της ελευθερίας υπολογισμού τους να οδηγήσει σε κατάχρηση αυτών από τις διοικήσεις.

Από την άλλη πλευρά, η μορφή «Real Earnings Management» αφορά τη χειραγώγηση πραγματικών συναλλαγών και, πιο συγκεκριμένα, μέσω του επηρεασμού του χρόνου συναλλαγής. Οι διοικήσεις αποφασίζουν πότε θα πραγματοποιήσουν μια πραγματική συναλλαγή για να επηρεάσουν, βάσει των προσδοκιών τους, τα κέρδη. Για παράδειγμα, σε περίπτωση προσδοκίας για μείωση των κερδών, τα μέλη των διοικήσεων θα επιδιώξουν να αγοράσουν τα προϊόντα τους

σε περιόδους όπου οι τιμές αυτών βρίσκονται σε ανοδική τροχιά για να αυξήσουν το κόστος τους. Ένας γενικά αποδεκτός ορισμός που αποδίδεται σε αυτή τη μορφή διαχείρισης κερδών είναι από τον Roychowdhury (2006) όπου ορίζει ότι η μορφή «Real Earnings Management» είναι μια παρέκκλιση από τις κανονικές επιχειρησιακές πρακτικές, υποκινούμενες από την επιθυμία των διαχειριστών να παραπλανήσουν τουλάχιστον ορισμένους ενδιαφερόμενους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων πιστεύοντας ότι ορισμένοι στόχοι χρηματοοικονομικής πληροφόρησης πληρούνται σε κανονική βάση.

Σύμφωνα με τους Kirschenheiter και Melumad (2002) μπορούν να υφίστανται δυο βασικές κατηγορίες διαχείρισης κερδών, η «Εξομάλυνση των Κερδών» και «Big Bath Accounting». Κατά την άποψη των τελευταίων, η εξομάλυνση των κερδών θεωρείται η πλέον διαδεδομένη μέθοδος καθώς θεωρείται πως η αγορά επιβραβεύει την εξομάλυνση των κερδών και έρευνες έχουν ασχοληθεί επί αυτού . Ορίζεται ως η μορφή διαχείρισης κερδών όπου με τη χρήση λογιστικών μεθόδων ως τεχνικών στοχεύει στην εξισορρόπηση των διακυμάνσεων των κερδών από τη μια περίοδο στην άλλη. Οι διοικήσεις οδηγούνται σε αυτή την πρακτική καθώς εταιρείες με σταθερά και προβλέψιμα κέρδη δημιουργούν στους επενδυτές μεγαλύτερη ασφάλεια και προθυμία αύξησης της επένδυσης τους συγκριτικά με μετοχές που παρουσιάζουν «ανώμαλες» διακυμάνσεις. Η διακύμανση των κερδών αντικατοπτρίζει τον επιχειρησιακό κίνδυνο. Παραδείγματα τεχνικών income smoothing περιλαμβάνουν την αναβολή αναγνώρισης εσόδων κατά τη διάρκεια μιας καλής χρονιάς, αν το επόμενο έτος αναμένεται να είναι μια πρόκληση, ή καθυστέρηση αναγνώρισης των εξόδων σε μια δύσκολη χρονιά εφόσον η απόδοση αναμένεται να βελτιωθεί στο προσεχές μέλλον. Από την άλλη πλευρά η μορφή «Big Bath Accounting» ορίζεται ως η στρατηγική για το χειρισμό της κατάστασης οικονομικής επίδοσης της εταιρείας με σκοπό να παρουσιάσει τα «αρνητικά» αποτελέσματα να φαίνονται ακόμα «πιο αρνητικά». Το «Big Bath Accounting» εφαρμόζεται συχνά σε μια κακή χρονιά για την τεχνητή ενίσχυση των κερδών του επόμενου έτους. Σύμφωνα με τους Masters-Stout, Costigan, και Lovata (2008) νέα ανώτατα διοικητικά στελέχη (chief executive officers -CEOs) χρησιμοποιούν μερικές φορές αυτή τη μορφή διαχείρισης κερδών,



έτσι ώστε να μπορούν να αποδώσουν την κακή απόδοση της εταιρείας στο προηγούμενο CEO και να λάβουν bonus για τη βελτίωση του επόμενου έτους. Ακολουθείται, με αυτόν τον τρόπο μεν η φιλοσοφία της «Αρχής Συντηρητικότητας» καθώς επιδιώκεται η αναγνώριση των αρνητικών γεγονότων νωρίτερα, αλλά σε υπερβάλλοντα βαθμό, το οποίο δημιουργεί κατάλληλες συνθήκες για μελλοντικές αυξήσεις κερδών. Σύμφωνα με τον Kirschenheiter και Melumad (2002), στην περίπτωση άσχημων νέων (π.χ. χαμηλό επίπεδο ταμειακών ροών ή κερδών) θα συναντήσουμε στις διοικήσεις να υποτιμούν τα κέρδη που παρουσιάζουν στο μέγιστο, εφαρμόζοντας με αυτό το τρόπο big bath accounting, με σκοπό να παρουσιάζουν υψηλότερα μελλοντικά κέρδη. Στην αντίθετη περίπτωση, να προτιμήσουν την εξομάλυνση των κερδών.

Σε έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν έχει τεκμηριωθεί η επίδραση που μπορεί να έχει η απόπειρα υποκατάστασης της διαχείρισης των πραγματικών κερδών και της διαχείρισης των δεδουλευμένων κερδών μίας επιχείρησης έχοντας πάντα κατά νου και τα σχετικά κόστη που προκύπτουν στην κάθε περίπτωση. Στη συγκεκριμένη εργασία εξετάζεται εάν τα επίπεδα ή/και οι μεταβολές της χρηματοοικονομικής μόχλευσης έχουν αντίκτυπο στον παραπάνω εμπειρικά τεκμηριωμένο ισχυρισμό. Πιο συγκεκριμένα εξετάζουμε τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου επιχειρήσεις για την περίοδο 2000-2016, οι οποίες πριν την επεξεργασία ήταν 2901 αλλά λόγω του ότι τα στοιχεία που χρειαζόμασταν δεν υπήρχαν για όλες ο αριθμός αυτός μειώθηκε αισθητά.

Παραδοσιακά, η εταιρική χρηματοδότηση, η ιδιοκτησία και ο έλεγχος δεν συμπίπτουν για τις περισσότερες εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι ιδιοκτήτες ή και γενικότερα οι φορείς παροχής κεφαλαίων να μην έχουν τα πλήρη δικαιώματα πάνω στο θέμα της λήψης αποφάσεων όταν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των εσωτερικών και των εξωτερικών μερών της επιχείρησης. Προκειμένου να επιλυθεί αυτό το πρόβλημα του οργανισμού, γίνονται σίγουρες και προσεκτικές κινήσεις χρησιμοποιώντας λογιστικές πληροφορίες σχετικές με τη χρήση των πόρων ή την απόδοση των πραγματοποιηθέντων

επενδύσεων (Beyer, 2010). Οι φορείς παροχής κεφαλαίων αξιολογούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων που εμπλέκονται μέσω της χρήσης τέτοιων πληροφοριών, κάτι το οποίο ενισχύει το κίνητρο της διοίκησης να ασκεί επιρροή στις επιδόσεις της, προκειμένου να επιτευχθεί μια σχετικά ευνοϊκότερη αξιολόγηση. Η χειραγώγηση των αναφερόμενων λογιστικών πληροφοριών μέσω της διαχείρισης των κερδών υποβαθμίζει σοβαρά την ικανότητα των δυνητικών πιστωτών και επενδυτών να εκτιμήσουν σωστά τις τρέχουσες προοπτικές των εκάστοτε επιχειρήσεων και τη διαχειριστική χρήση των δεσμευμένων κεφαλαίων αυτών.

Υπάρχει ένας σημαντικός όγκος έρευνας σχετικά με τη διαχείριση των κερδών βάσει της χειραγώγησης των δεδουλευμένων στοιχείων ή της χειραγώγησης των πραγματικών συναλλαγών που πραγματοποιούνται σε σχέση με τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Ορισμένες μελέτες δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σε αύξηση του εισοδήματος, για να μειωθεί η πιθανότητα συμβατικών παραβιάσεων. Εντούτοις, πέραν του πλαισίου της παραβίασης της συμφωνίας, άλλες έρευνες (DeFond και Park 1997, Chung 2005, Lee 2007, Rodriguez-Perez και van Hemmen 2010) παρατηρούν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και της διαχείρισης των δεδουλευμένων κερδών και το ίδιο συμπέρασμα εξάγεται από τον Jelinek (2007) για αυξήσεις της μόχλευσης. Αυτή η αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και ανοδικού AM (accrual management, διαχείριση δεδουλευμένων) οφείλεται στο γεγονός ότι μπορεί να είναι αποτελεσματικό για τους πιστωτές να επιβαρύνονται με το κόστος παρακολούθησης που απαιτείται για την εκτίμηση της πραγματικής ποιότητας των οφειλετών. Επομένως, σύμφωνα με την υπόθεση ελέγχου του Jensen (1986), το χρέος αναμένεται να περιορίσει πραγματικά την οπορτουνοιστική (καιροσκοπική) συμπεριφορά. Σε σχέση με τις μορφές που μπορεί να υιοθετήσει η διαχείριση των εσόδων, προηγούμενες έρευνες έχουν δείξει ότι η διαχείριση των πραγματικών εσόδων (RM, real earning management), είναι πιο δύσκολο να εντοπιστεί και να εξεταστεί από τους εξωτερικούς φορείς, για παράδειγμα, ελεγκτές ή ρυθμιστικές αρχές, σε σύγκριση με το AM (Cohen 2008, Cohen και Zarowin 2010, Gunny 2010, Zang 2012). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το RM μπορεί εύκολα να καλυφθεί με τη μορφή καθημερινών επιχειρηματικών

συναλλαγών, ενώ το AM περιλαμβάνει λογιστικές μεθόδους που είναι πιο εύκολο να εκτιμηθούν και να παρακολουθηθούν από τρίτους (Roychowdhury 2006). Σύμφωνα με την υπόθεση ελέγχου του Jensen (1986), παρατηρείται πως η μόχλευση συνοδεύεται από αυξημένη παρακολούθηση και έλεγχο από πλευράς εξωτερικών πιστωτών. Σε αυτή τη μελέτη, αναμένουμε ότι η ισχυρή αυτή παρακολούθηση από τους εξωτερικούς παράγοντες σε ότι αφορά τη μόχλευση, θα πρέπει να γίνει παρέκταση για κάθε εξωτερικό μέρος με επενδυτικό ενδιαφέρον προς την επιχείρηση, για παράδειγμα, επενδυτές μετοχών. Εξετάζουμε αν τα υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης (ή γενικότερα αυξήσεις στη μόχλευση), αναμένεται να προκαλέσουν προτίμηση για διαχείριση των πραγματικών κερδών έναντι της διαχείρισης των δεδουλευμένων, μεταξύ πάντα επιχειρήσεων με αυξημένο κίνητρο να συμμετάσχουν σε μεθόδους διαχείρισης των κερδών για να ανταποκριθούν ή να πετύχουν στόχους (προκειμένου να αποφευχθεί η αναφορά ζημιών ή μειώσεων των κερδών σε σχέση με το προηγούμενο έτος). Από τη μία πλευρά, αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι πιστωτές ενδιαφέρονται να εκτιμήσουν και να παρακολουθήσουν τα προφίλ κινδύνου μιας επιχείρησης (για να μπορούν να εκτιμήσουν την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων της ή ακόμη και πτώχευσης), ενώ από την άλλη οι επενδυτές μετοχών μελετούν και παρακολουθούν το ίδιο προφίλ κινδύνου σε μία εταιρεία προκειμένου να μπορέσουν να εκτιμήσουν τυχόν ευκαιρίες για επένδυση στην συγκεκριμένη επιχείρηση (υπολογίζοντας βέβαια πάντα και τα απαιτούμενα ποσοστά απόδοσης).

Οι επιχειρήσεις με υψηλούς δείκτες μόχλευσης (ή σημαντικές αυξήσεις στη μόχλευση) έχουν αρκετούς λόγους και κίνητρα για να ψάχνουν μεθόδους που αφορούν τη διαχείριση των κερδών τους, προκειμένου να επηρεάσουν τις αντιλήψεις των εξωτερικών παρόχων κεφαλαίων (πιστωτές ή και επενδυτές). Αυτοί οι λόγοι μπορεί να έχουν να κάνουν με την ελπίδα να βελτιώσουν τις συνθήκες με τις οποίες εξασφαλίζεται η χρηματοδότηση (Rodriguez-Perez και van Hemmen 2010), προκειμένου να βελτιωθεί η διαπραγματευτική δύναμη των αποθεματικών τους, μειώνοντας έτσι την αντίληψη του κινδύνου των πιστωτών (Watts and Zimmerman 1986), για να αποφευχθούν οι παραβιάσεις των συμβατικών όρων που αφορούν το

παρόν και το μέλλον (DeFond και Jiambalvo 1994, Sweeney 1994, Jaggi και Lee 2002), να μπορέσουν να αυξήσουν το πρόσθετο χρέος υπό ευνοϊκούς όρους ή και πιο απλές αιτίες, όπως το να διατηρήσουν τη σχέση τους με τους δανειστές, μέσω μελλοντικών επαναλαμβανόμενων συναλλαγών (Ronen and Yaari 2008). Η ύπαρξη υψηλής μόχλευσης έχει αποδειχθεί ότι έχει αρνητικό αντίκτυπο στις επιδόσεις της αγοράς (Bradshaw 2006, Cohen and Lys 2006, Cai και Zhang 2011). Έτσι, τα υψηλά επίπεδα χρέους θα μπορούσαν επίσης να δώσουν ένα παραπάνω κίνητρο στις εταιρείες να παρουσιάσουν μια βελτιωμένη εικόνα για τους υφιστάμενους και τους πιθανούς μετόχους, αν οι επιχειρήσεις φυσικά επιθυμούν να μειώσουν τις αρνητικές επιπτώσεις που έχει αποδειχθεί ότι έχει η μόχλευση στις επιδόσεις της αγοράς. Αναμένουμε, λοιπόν, ότι εάν μια επιχείρηση επιθυμεί να συμμετάσχει στην εύρεση μεθόδων για τη διαχείριση των κερδών για λόγους που σχετίζονται με τη μόχλευση της, θα πρέπει να προτιμά τη μορφή που είναι λιγότερο ‘ανοικτή’ στον έλεγχο από εξωτερικούς επόπτες, δηλαδή αυτή μέσω της διαχείρισης των πραγματικών εσόδων, καθώς όπως είπαμε και πιο πάνω, είναι πιο δύσκολο να ανιχνευτεί απ’ότι η μέθοδος της διαχείρισης των δεδουλευμένων . Η Zang (2012) παρέχει στοιχεία που δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που είναι ύποπτες πως χρησιμοποιούν τακτικές χειραγώγησης των κερδών μπορούν να υποκαταστήσουν μια μορφή διαχείρισης των εσόδων τους με μία άλλη, δεδομένης της διαδοχικής (και όχι ταυτόχρονης) φύσης τους, κάτι που κάνει το έργο των εποπτών ακόμη δυσκολότερο . Στο δείγμα που εκείνη παρείχε, με τις ύποπτες δηλαδή επιχειρήσεις, αναφέρει με στοιχεία πως το AM μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό των κερδών της τρέχουσας περιόδου μετά το πέρας του οικονομικού έτους, αλλά πριν από την αναφορά των οικονομικών αποτελεσμάτων, ανάλογα με το ‘πόση δουλειά’ έχει γίνει μέσω τις μεθόδου του RM για να επιτευχθούν οι στόχοι που αφορούν τα κέρδη (Zang 2012). Σε αυτή τη μελέτη, η οποία διερευνά την επίδραση της μόχλευσης πάνω σ’αυτή την εμπειρικά τεκμηριωμένη ‘αντικατάσταση’, βασίζουμε την ανάλυσή μας στα θεωρητικά και εμπειρικά συμπεράσματα που κατέληξε η Zang (2012) σύμφωνα με τα οποία το να συμμετάσχει μια εταιρεία σε μεθόδους διαχείρισης των πραγματικών και των δεδουλευμένων εσόδων της είναι μια κοινή και όχι ταυτόχρονη

απόφαση. Αυτό είναι κάτι που θα ισχύει και για όλες τις επιχειρήσεις που καθιστούντε ύποπτες πως συμμετάσχουν σε μεθόδους διαχείρισης των εσόδων τους προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους τους.

Ταυτόχρονα, θεωρούμε ότι οποιοδήποτε κι αν είναι το κίνητρο για διαχείριση των εσόδων, που έχει να κάνει με τα επίπεδα μόχλευσης, μπορεί επίσης να προκαλέσει κάποιες αλλαγές (συνήθως αυξήσεις) σε αυτήν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, λόγω της ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ των διαχειριστών και των εξωτερικών μερών, αναμένουμε, όπως θα συνέβαινε για υψηλότερο επίπεδα έναντι χαμηλότερων επιπέδων μόχλευσης, ότι οι αυξήσεις στη μόχλευση θα έπρεπε να οδηγήσουν τους μετόχους να έρθουν σε επικοινωνία με τους εξωτερικούς επενδυτές, έτσι ώστε να χαρακτηριστεί το προφίλ της εταιρείας ως υψηλότερου κινδύνου μετά τις αλλαγές. Αυτό θα μπορούσε να αφορά τόσο τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης, όσο και τον επενδυτικό κίνδυνο, ανάλογα με τον τύπο του προμηθευτή κεφαλαίου κάθε φορά.

## 2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Το 1994 ο Sweeney εξετάζει το αν μπορούν τα εναλλακτικά μοντέλα να ανιχνεύσουν τη διαχείριση των κερδών. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι όλα τα υπό εξέταση μοντέλα φαίνεται να παράγουν αρκετά καλά καθορισμένες δοκιμές σε ένα τυχαίο δείγμα γεγονότων και ετών. Ωστόσο, η ισχύς των δοκιμών είναι χαμηλή για τη διαχείριση κερδών σε εταιρείες που ανήκουν στα μεγάλα οικονομικά μεγέθη. Όταν τα μοντέλα εφαρμόζονται σε δείγματα που αποτελούνται από επιχειρήσεις με εξαιρετικές οικονομικές επιδόσεις κατά την διάρκεια των ετών, όλα τα μοντέλα οδηγούν σε απροσδιόριστες δοκιμές. Τα ευρήματα αυτής της μελέτης παρέχουν δύο σημαντικές επιπτώσεις στην έρευνα σχετικά με τη διαχείριση των κερδών.

Πρώτον, ανεξάρτητα από το μοντέλο που χρησιμοποιείται για τον εντοπισμό της διαχείρισης των κερδών, η ισχύς των δοκιμών είναι σχετικά χαμηλή όσον αφορά τη διαχείριση κερδών οικονομικά εύλογων μεγεθών. Δεύτερον, αν η μεταβλητή διαχωρισμού διαχείρισης κερδών σχετίζεται με τη σταθερή απόδοση, τότε οι δοκιμές για τη διαχείριση των κερδών δυνητικά δεν προσδιορίζονται για όλα τα εξεταζόμενα μοντέλα.

Την ίδια χρονιά (1994) οι Defond και Jiambalvo σε σχετική έρευνα που πραγματοποίησαν, υποστηρίζουν ότι κατά το έτος παραβίασης των όρων της σύμβασης, τα στελέχη συμμετέχουν σε θετικό χειρισμό με την ελπίδα να αποφευχθούν παραβιάσεις ή να βελτιωθεί η διαπραγματευτική τους θέση στη διαδικασία επαναδιαπραγμάτευσης. Στα ευρήματά τους υπάρχουν ενδείξεις θετικής χειραγώγησης κατά το έτος παραβίασης, αλλά περιορίζεται κυρίως στα στοιχεία της ταμειακής ροής μετά από έλεγχο σε επιχειρήσεις με συνεχιζόμενες δραστηριότητες και εταιρείες με αλλαγή στη διοίκηση. Ένας πιθανός λόγος να μην βρεθεί θετικός χειρισμός είναι ότι για πολλές από τις εταιρείες που διέπραξαν παράβαση χρειάστηκε έκτακτος χειρισμός για να αποφευχθεί η παραβίαση ή έπρεπε να αποδειχθεί ότι η παραβίαση ήταν «περιθωριακή». Για να διερευνήσουν αυτήν την περίπτωση, εξετάζουν τις υποσημειώσεις χρέους των εταιρειών παράβασης που αναζητούσαν πληροφορίες που θα τους επέτρεπαν να υπολογίσουν το μέτρο σοβαρότητας της παραβίασης. Για 15 από τις 94 εταιρείες παράβασης, το κρίσιμο επίπεδο μιας ή

περισσότερων ήταν προκαθορισμένο και κατάφεραν να υπολογίσουν το ποσό της χειραγώγησης ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που θα χρειαζόταν για την εκπλήρωση της συμφωνίας. Για παράδειγμα, μια εταιρεία τους διευκρίνισε ότι οι συμφωνίες της απαιτούσαν ελάχιστη καθαρή θέση ύψους 12,000,000 δολαρίων . Η πραγματική καθαρή αξία ήταν μόνο 10,305,000 δολάρια. Έτσι, η επιχείρηση απαιτούσε 1,695,000 δολάρια ( $\$ 12,000,000 - \$ 10,305,000$ ), που ήταν το 5,8% του συνολικού ενεργητικού της. Σε ορισμένες περιπτώσεις που συνεπάγονται μείωση του τρέχοντος λόγου, πραγματοποίησαν προσαρμογές για το μακροπρόθεσμο χρέος που αναταξινομήθηκε ως τρέχουσα τιμή λόγω της παραβίασης. Σε όλες τις 15 επιχειρήσεις που καθόρισαν τις κρίσιμες τιμές διακανονισμού, ο μέσος όρος που απαιτείται για την επίτευξη της πιο περιοριστικής συμφωνίας αποτελούσε το 15,6% όλων των στοιχείων του ενεργητικού και η διάμεση αξία ήταν 9,3% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της. Αυτή η περιορισμένη ανάλυση δείχνει ότι τις επεμβάσεις αλλοίωσης θα είναι δύσκολο να τις χειριστούν σε βαθμό που θα αποτρέψει τελείως την παραποίηση. Για τις 15 επιχειρήσεις, ερεύνησαν επίσης τις ασυνήθιστες χρεώσεις που καταγράφονται και προφανώς, αυτά τα στοιχεία ήταν η αιτία των παραβιάσεων. Ωστόσο, ο μέσος ασυνήθιστος αριθμός ήταν μόνο το 0,2% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και η διάμεσος ήταν μηδέν. "Έτσι, γενικά, δεν αποδεικνύεται ότι η παραβίαση προκλήθηκε από ασυνήθιστα έξοδα."

Η υπόθεση ότι τα διευθυντικά στελέχη κάνουν λογιστικές επιλογές που αυξάνουν το εισόδημα όταν οι επιχειρήσεις τους πλησιάζουν την παραβίαση της σύμβασης χρέους είναι καθιερωμένη στη λογιστική βιβλιογραφία. Ωστόσο, οι μελέτες που υποστηρίζουν αυτή την υπόθεση βασίστηκαν γενικά στη μόχλευση ως υποκατάστατο για την ύπαρξη στεγανότητας και σταθερότητας στις λογιστικές παραγγελίες. Σε αυτή τη μελέτη εξέτασαν τα μη φυσιολογικά δεδουλευμένα κέρδη και την διαχείριση αυτών από εταιρίες που είναι γνωστό ότι παραβίασαν τις συμβάσεις χρέους. Η ανάλυση διεξάγεται χρησιμοποιώντας μοντέλα χρονικής σειράς και εγκάρσιας τομής κανονικών δεδουλευμένων στοιχείων. Κατά το έτος πριν από την παραβίαση, και τα δύο μοντέλα υποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που δεν τήρησαν τις συμφωνίες τους, έχουν μη φυσιολογικές συνολικές και δεδουλευμένες πιστώσεις κεφαλαίου κίνησης

που είναι σημαντικά θετικές. Επομένως, υπάρχουν ουσιαστικές ενδείξεις ότι είναι συνεπείς με τη θετική χειραγώγηση κατά το έτος πριν από την παραβίαση και τα αποδεικτικά στοιχεία είναι εύρωστα στη μέθοδο εκτίμησης των κανονικών δεδουλευμένων εσόδων. Κατά το έτος που συνέβη το γεγονός, τόσο τα μοντέλα χρονικής σειράς όσο και τα συγχρονικά μοντέλα δείχνουν μη φυσιολογικά σύνολα ή και αρνητικά νούμερα στο δεδουλευμένο κεφάλαιο κίνησης. Εντούτοις, 24 από τις 94 επιχειρήσεις παραβίασης διέθεταν προσόντα λειτουργίας κατά το έτος παραβίασης και οι ελεγκτές αυτών των εταιρειών αναμένεται να επιμείνουν στις συντηρητικές λογιστικές πρακτικές. Επίσης, 27 από τις επιχειρήσεις παραβίασης είχαν μια αλλαγή διαχείρισης κατά το έτος παραβίασης και οι νέοι διαχειριστές έτειναν να λαμβάνουν πολύ μεγάλες αποδοχές. Υποστηρίζοντας αυτές τις εικασίες, διαπίστωσαν ότι από τις 43 επιχειρήσεις με προϋπηρεσία ή αλλαγή διαχείρισης, 35 είχαν «ασυνήθιστες» χρεώσεις που αντιστοιχούσαν στο 12,4% του συνολικού ενεργητικού τους. Οι επιχειρήσεις που διαπιστώθηκαν ανησυχίες όσον αφορά την λειτουργία τους αλλά και οι επιχειρήσεις με αλλαγές στη διοίκηση έχουν ισχυρή επίδραση στα αποτελέσματα του έτους παραβίασης. Όταν οι επιχειρήσεις αυτές απομακρύνονται, οι μη κανονικές συνολικές δεδουλευμένες εκτιμήσεις, χρησιμοποιώντας τόσο τα μοντέλα χρονοσειράς όσο και τα συγχρονικά, είναι θετικές αλλά δεν διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν. Ωστόσο, ο υπερβολικός φόρτος εργασίας του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντικά θετικός. Επομένως, κατά το έτος παραβίασης, υπάρχουν ενδείξεις θετικής χειραγώγησης, αφού ελέγχθηκαν και διαθέτουν τα απαραίτητα προσόντα για τη συνέχιση της δραστηριότητας παρά και τις διαχειριστικές αλλαγές. Τα αποτελέσματα αυτά έχουν επιπτώσεις όσον αφορά τη συζήτηση της σχέσης μεταξύ περιορισμών του χρέους και λογιστικών τους επιλογών. Ενώ οι διαχειριστές εκτιμάται πως προτιμούν λογιστικές μεθόδους που αυξάνουν το εισόδημα κατά το έτος παραβίασης, η θετική χειραγώγηση του εισοδήματος είναι πιθανόν να συμβεί μόνο όταν οι ελεγκτές είναι λιγότερο αυστηροί και δεν παρακολουθήσουν στενά τις λογιστικές επιλογές και επιμείνουν σε συντηρητικές πρακτικές. Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί πως στην παραπάνω μελέτη επιλέχθηκαν επιχειρήσεις που δεν κατάφεραν να αποφύγουν την παραβίαση των συμφωνιών τους. Ενδεχομένως, πολλές



επιχειρήσεις που είναι πολύ κοντά σε παραβιάσεις συμμετέχουν σε θετική χειραγώγηση και αποφεύγουν τελικά την παραβίαση, παρά τις ενέργειες των ελεγκτών. Τέτοιες επιχειρήσεις δεν έχουν συμπεριληφθεί στο δείγμα. Ωστόσο, κάτι τελευταίο και κλείνουμε με αυτό την συγκεκριμένη μελέτη, ενώ οι επιχειρήσεις στο δείγμα δεν ήταν «επιτυχημένοι» χειριστές, εξακολουθούν να υπάρχουν ενδείξεις θετικού χειρισμού που είναι ιδιαίτερα έντονος κατά το έτος πριν από την παραβίαση.

Μερικά χρόνια αργότερα (1997) πάλι ο Defond αλλά αυτή τη φορά με τον Park, ήρθε να προσθέσει πως, η πρόσφατη θεωρία υποστηρίζει ότι η ανησυχία σχετικά με την ασφάλεια της εργασίας δημιουργεί ένα κίνητρο για τα διευθυντικά στελέχη να εξομαλύνουν τα κέρδη λαμβάνοντας υπόψη τόσο την τρέχουσα όσο και τη μελλοντική σχετική απόδοση. Συνεχίζοντας, αναφέρουν το γεγονός πως έρευνες που έχουν γίνει στο παρελθόν βρίσκουμε υποστηρικτές αυτής της θεωρίας. Τα στοιχεία μας δείχνουν ότι όταν τα τρέχοντα κέρδη είναι «φτωχά» και τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη είναι «καλά», οι μάνατζερς ‘δανείζονται’ τα κέρδη που προκύπτουν από το μέλλον και τα χρησιμοποιούν στην τρέχουσα περίοδο. Αντίθετα, όταν τα τρέχοντα κέρδη είναι «καλά» και τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη είναι «φτωχά» οι διαχειριστές «σώζουν» τα τρέχοντα κέρδη για πιθανή χρήση στο μέλλον αν εμφανιστεί ένα ανάλογο πρόβλημα. Ωστόσο, η ανάλυση ευαισθησίας δείχνει ότι δεν μπορούμε να αποκλείσουμε τη μεροληψία στην εξήγηση των ευρημάτων αυτών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας των δύο, έδειξαν ότι οι διευθυντές εξομαλύνουν το εισόδημα για να μειώσουν την απειλή απόλυσης θέσεων εργασίας. Αυτές οι προβλέψεις προέρχονται από την θεωρία των Fudenberg και Tirole (1995) που υποστηρίζουν ακριβώς τα ίδια πράγματα.

Το 2010 οι Rodriguez-Perez και Van Hemmen προσθέτουν ακόμη κάποια στοιχεία. Στο άρθρο τους οι δύο ερευνητές χρησιμοποιούν τεχνικές εκτίμησης για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων εσόδων και την καλύτερη κατανόηση της φύσης της σχέσης μεταξύ της διαχείρισης του χρέους και των κερδών. Σύμφωνα με την υπόθεση της διαφάνειας (η οποία δείχνει ότι μία επιχείρηση με μεγάλη διαφοροποίηση αυξάνει την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων της και μειώνει τη διαφάνειά της σε

ξένους), διαπιστώνουν ότι για τις λιγότερο διαφοροποιημένες (διαφανέστερες) επιχειρήσεις, το χρέος μειώνει τις θετικές τάσεις των δεδουλευμένων, ενώ στις σχετικά πιο διαφοροποιημένες (λιγότερο διαφανείς) επιχειρήσεις, η επιρροή του χρέους γίνεται θετική. Η συγκεκριμένη έρευνα μας δείχνει ότι οι οριακές αυξήσεις του χρέους παρέχουν στους μάνατζερς κίνητρα να χειραγωγούν τα κέρδη και η διαφοροποίηση παρέχει το αναγκαίο πλαίσιο για να παραστεί δυνατή αυτή η λογιστική πρακτική. Διαπίστωσαν επίσης ότι μόνο οι επιχειρήσεις με πιο επιθετικές στρατηγικές και εκείνες που διαχειρίζονται με διακριτική ευχέρεια τα δεδουλευμένα κέρδη τους για να αυξήσουν το εισόδημά τους, επηρεάζουν τους δανειστές, αναγκάζοντας τους να ασκούν αυστηρότερα τον έλεγχο τους. Κλείνοντας θα πρέπει να αναφέρουμε πως έφτασαν και σε ακόμη ένα πολύ σημαντικό συμπέρασμα, πως ορισμένες επιχειρήσεις, εκμεταλλεύονται τον όρο της διαφοροποίησης για να αποφύγουν αυτού του είδους τους ελέγχους από τους δανειστές.

Το ίδιο έτος (2010), οι Cohen και Zarowin έρχονται να δώσουν μία πρώτη εκτίμηση για τον εντοπισμό διαχείρισης πραγματικών και δεδουλευμένων κερδών. Παρά την ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση ότι η διαχείριση των πραγματικών κερδών μπορεί να έχει πιο σοβαρές συνέπειες από τη διαχείριση των δεδουλευμένων εσόδων σε μία σειρά συνεχόμενων ετών, δεν υπάρχουν αποδείξεις για το θέμα αυτό. Η συγκεκριμένη έρευνα των Cohen και Zarowin (2010) παρέχει τα πρώτα στοιχεία σχετικά με αυτό το σημαντικό ζήτημα, εξετάζοντας την επίδραση κάθε στρατηγικής που μπορεί να ακολουθήσει μία επιχείρηση για την διαχείριση των κερδών της, σε σχέση με τις μελλοντικές αποδόσεις του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών. Σύμφωνα με τον Rangan (1998), στον οποίον και βασίστηκαν οι δύο ερευνητές, αξιολόγησαν την οικονομική σημασία κάθε μεθόδου διαχείρισης των κερδών (μη φυσιολογικές ταμειακές ροές από λειτουργίες, μη φυσιολογικό κόστος παραγωγής και ασυνήθιστα έξοδα που υποκρύπτει η επιχείρηση) υπολογίζοντας τι αντίκτυπο μπορεί να έχει στην κάθε μέθοδο μία μεταβολή της τυπικής απόκλισης σε σχέση και με τις αλλαγές που ενδέχεται να συμβούν στο μετοχικό κεφάλαιο και τον δείκτη ROA.

Ένα χρόνο αργότερα (2011) ακόμη ένα ερευνητής έρχεται να δώσει τα δικά του σημαντικά αποτελέσματα. Σύμφωνα με την έρευνα του Kim το 2011 ο οποίος και διερευνά το κατά πόσο και με ποιο τρόπο το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την έκταση της διαχείρισης των πραγματικών εσόδων που προκύπτουν από τις δραστηριότητές της. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών εταιρειών, κατέληξε στο ότι το κόστος κεφαλαίου συνδέεται θετικά με την έκταση της διαχείρισης των κερδών τόσο μέσω της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης όσο και μέσω της διαχείρισης των δεδουλευμένων εσόδων της, σημειώνοντας πως μέσω της διαχείρισης των εσόδων η θετική συσχέτιση είναι ισχυρότερη για την πρώτη περίπτωση από ότι στη δεύτερη. Επίσης το συγκεκριμένο άρθρο παρέχει αποδείξεις που υποδηλώνουν πως οι εξωτερικοί επενδυτές λαμβάνουν υπόψιν τους το αντίκτυπο του Νόμου Sarbanes-Oxley σχετικά με την επίδραση του κόστους κεφαλαίου στη διαχείριση των πραγματικών εσόδων έναντι των δεδουλευμένων, όσων αφορά επενδυτικές αποφάσεις. Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε λίγα πράγματα σχετικά με τον νόμο των Sarbanes-Oxley, ο οποίος ψηφίστηκε/επικυρώθηκε το 2002 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και ουσιαστικά αποτελεί ένα νομοθέτημα για την εταιρική διακυβέρνηση και τον εσωτερικό έλεγχο, κατά κύριο λόγο, των εταιρειών, των οποίων οι τίτλοι διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών. Τα κυριότερα ευρήματα της έρευνας στηρίζονται γερά σε μια σειρά από τεστ ευαισθησίας που πραγματοποιήθηκαν. Συλλογικά, τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι ενώ οι δύο δραστηριότητες διαχείρισης των κερδών επιδεινώνουν τις πληροφορίες σχετικά με την ποιότητα των κερδών που χρησιμοποιούνται από τους εξωτερικούς επενδυτές, η πραγματική διαχείριση των κερδών φαίνεται να ασκεί μία αρκετά μεγαλύτερη επιρροή σε σχέση με τη διαχείριση των δεδουλευμένων εσόδων κάτι που έχει ως αποτέλεσμα η αγορά να απαιτεί υψηλότερη αμοιβή κινδύνου (**risk premium**) για την πρώτη σε σχέση με την δεύτερη.

Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν παρέχουν σημαντικές πληροφορίες τόσο για τους διαχειριστές, όσο και τις ρυθμιστικές αρχές και τους ερευνητές. Πρώτον, τα πρόσφατα στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι οι διαχειριστές είναι πρόθυμοι να

χρησιμοποιήσουν τη διαχείριση των πραγματικών εσόδων για να χειραγωγήσουν τις αναφορές αν και οι δραστηριότητές της φέρεται να έχουν αρνητικές συνέπειες στην μακροπρόθεσμη σταθερή αξία της κάθε επιχείρησης. Ακόμη τα στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι η χρήση της διαχείρισης των πραγματικών κερδών θα μπορούσε να είναι δαπανηρή για μια επιχείρηση επειδή η αγορά βλέπει μέσω των ταμειακών ροών τις συνέπειες που προκύπτουν και είναι σε θέση να το συσχετίσει με το αυξημένο κόστος του κεφαλαίου. Δεύτερον, τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι οι ρυθμιστικές αρχές που ασχολούνται με την ποιότητα των αναφερόμενων κερδών πρέπει να κατανοήσουν ότι η διαχείριση των πραγματικών εσόδων και αυτή των δεδουλευμένων είναι υποκατάστατα μεταξύ τους και ότι είναι λογικό οι επενδυτές να λαμβάνουν υπόψιν τους (τουλάχιστον εν μέρει) το σχετικό κόστος των δύο κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων προκειμένου να κοιτάζουν και αυτοί τι τους συμφέρει τελικά και να πράξουν αναλόγως. Κλείνοντας, κάτι τελευταίο που φαίνεται να πηγάζει από τα αποτελέσματα της έρευνας του Kim δείχνει ότι οι ακαδημαϊκοί (κυρίως) ερευνητές ενδιαφέρονται για την ποιότητα των αναφερόμενων κερδών και θα πρέπει να θεωρούν τόσο τη διαχείριση των πραγματικών εσόδων καθώς και εκείνη των δεδουλευμένων ως ένα σημαντικό παράγοντα που καθορίζει την ποιότητα των αποδοχών.

Μερικά χρόνια αργότερα της έρευνας του Kim, οι Alhadab, Clacher και Keasey (2015) μας παρουσιάζουν την δική τους, στην οποία αναλύουν τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης των πραγματικών και δεδουλευμένων κερδών μιας επιχείρησης και του κινδύνου αποτυχίας αυτής από τη στιγμή που θα ‘μπει’ στο χρηματιστήριο κι έπειτα. Αν και η σχέση της διαχείρισης των δεδουλευμένων κερδών και της αποτυχίας μίας IPO έχει ερευνηθεί σε ένα περιορισμένο αριθμό, μέχρι σήμερα δεν έχει υπάρξει εργασία που να αναλύει το αντίκτυπο της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών σχετικά με την πιθανότητα αποτυχίας της εταιρείας. Η έρευνα τους σίγουρα αποτελεί την πιο πρόσφατη προσπάθεια που έγινε πάνω στο συγκεκριμένο θέμα και συμβάλλει στην αυξανόμενη βιβλιογραφία σχετικά με τη διαχείριση των κερδών, παρέχοντας τα ακόλουθα στοιχεία. Πρώτον, οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες IPOs στο Ηνωμένο Βασίλειο συμμετέχουν σε δραστηριότητες διαχείρισης

των πραγματικών τους κερδών κατά τη διάρκεια του έτους ‘εισαγωγής’ στο χρηματιστήριο. Δεύτερον, διαπιστώνουν ότι τόσο η διαχείριση των πραγματικών όσο και η διαχείριση των δεδουλευμένων κερδών που λαμβάνουν χώρα κατά τη διάρκεια του έτους ‘εισαγωγής’ συνδέονται άμεσα με τα αυξημένα επίπεδα αποτυχίας των IPOs και δείχνουν πως η πιθανότητα επιβίωσης στις επόμενες περιόδους είναι κατά πολύ χαμηλότερη. Συγκεκριμένα, οι εταιρείες IPO με υψηλά επίπεδα διαχείρισης πραγματικών ή και δεδουλευμένων κερδών κατά τη διάρκεια του έτους ‘εισαγωγής’ έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα διαγραφής από το χρηματιστήριο για τα αρνητικά νούμερα που παρουσιάζουν. Τρίτον, αποδεικνύουν ότι οι δραστηριότητες που γίνονται για την διαχείριση των πραγματικών κερδών που πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια του έτους ‘εισαγωγής’, φαίνεται να έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα αποτυχίας της εταιρείας και χαμηλότερα ποσοστά επιβίωσής της τις επόμενες περιόδους σε σύγκριση με τις δραστηριότητες χειραγώγησης των δεδουλευμένων κερδών. Η πλειοψηφία των εμφανίσεων γεγονότων όπως η αποτυχία ή ακόμη και πτώχευση μίας επιχείρησης συμβαίνει κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συνοψίζοντας, τα στοιχεία των τριών ερευνητών καταλήγουν σε ένα γενικότερο συμπέρασμα, δείχνοντας ότι η διαχείριση των πραγματικών και των δεδουλευμένων κερδών αποτελεί σημαντικό αν όχι και καθοριστικό παράγοντα αποτυχίας μίας IPO και της επιβίωσής της γενικότερα και τα στοιχεία τους επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματα της πρόσφατης λογιστικής βιβλιογραφίας ότι οι δραστηριότητες διαχείρισης των πραγματικών κερδών έχουν μεγαλύτερες αρνητικές επιπτώσεις στο μέλλον σε σύγκριση με τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων κερδών όπως αναφέραμε και πιο πάνω.

Σε πρόσφατες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί (Walker 2013), έχει τεθεί το θέμα της ευαισθητοποίησης της εμπειρικής έρευνας σε σχέση με τη διαχείριση των κερδών (Earning Management, EM) των εταιρειών, όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο αυτή η έρευνα σχετίζεται με την αρχή της αποκάλυψης (Dye 1988, Arya 1998). Η αρχή της αποκάλυψης προβλέπει ότι οι διευθυντές δεν θα μπορούν να επωφεληθούν από την όποια μέθοδο για τη διαχείριση των εσόδων τους χρησιμοποιούν, εκτός αν οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά χαρακτηρίζονται

ως τέλειες (Walker 2013, Alhadab 2015). Αυτό απαιτεί λοιπόν την παροχή ενός επαρκούς πλαισίου για τις θεωρητικές προβλέψεις και τις εμπειρικές εκτιμήσεις σχετικά με τις συνθήκες που καθιστούν την διαχείριση των εσόδων δυνατή κάθε φορά. Οι διαφορές που μπορεί να προκύψουν στις πληροφορίες μεταξύ των εσωτερικών διαχειριστών και των εξωτερικών μερών, θεωρήθηκαν ότι συνιστούν ένα περιβάλλον το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε πολλαπλά οφέλη για τα διευθυντικά στελέχη εάν συμμετέχουν σε EM (Alhadab 2015). Στην περίπτωση αυτή, η ύπαρξη υψηλών επιπέδων χρηματοοικονομικής μόχλευσης (ή οι αυξήσεις σε αυτή) αναμένεται να οδηγήσει σε διαφορεικά επίπεδα πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων της επιχείρησης και των διαφόρων εξωτερικών ομάδων, το υψηλότερο χρέος μπορεί πολύ απλά να οδηγήσει σε διαφοροποίηση της αξίας της επιχείρησης και ανακατανομή του κινδύνου ανάμεσα στους κατόχους χρεωστικών τίτλων έως τους μετόχους, ενώ ανάλογα και με τη διαδικασία για τη διαχείριση των κερδών που ακολουθεί η εκάστοτε εταιρεία, μπορεί να οδηγήσει όλα τα ενδιαφερόμενα εξωτερικά μέρη να αποκομίσουν διαφορετικές πληροφορίες όσον αφορά τον τελικό κίνδυνο, όταν οι διαχειριστές μπορούν να επηρεάσουν τέτοιες αντιλήψεις μέσω της τακτικής που ακολουθούν για το EM. Ταυτόχρονα, τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης σχετικά με την επίδραση της συμπληρωματικότητας μεταξύ της διαχείρισης των δεδουλευμένων εσόδων και αυτής των πραγματικών, παρουσία υψηλής μόχλευσης, συνιστούν αποδείξεις για ύπαρξη πολλαπλών μορφών διαχείρισης κερδών που συνυπάρχουν στον πληθυσμό των ύποπτων εταιριών, επιβεβαιώνοντας τις σχετικές θεωρητικές προβλέψεις από προηγούμενες έρευνες (Walker 2013 ).

Όσον αφορά τώρα την εξασφάλιση της εξωτερικής χρηματοδότησης, ο ρόλος των λογιστικών πληροφοριών αναμένεται να είναι διπλός: Πρώτον, επιτρέπει στους παρόχους κεφαλαίων, δηλαδή τόσο στους ιδιώτες επενδυτές όσο και στους πιστωτές, να αξιολογούν τις επενδυτικές ευκαιρίες (τον εκ των προτέρων ή αποτιμητικό ρόλο των λογιστικών πληροφοριών) και επιτρέπει στους παρόχους αυτούς να παρακολουθούν πιο εύκολα τις χρήσεις που γίνονται στο δεσμευμένο κεφάλαιό τους (ο εκ των υστέρων ή ο ρόλος της λογιστικής διαχείρισης Beyer 2010). Στην περίπτωση των υφιστάμενων και δυνητικών πιστωτών, η λογιστική πληροφόρηση

αναμένεται να τους οδηγήσει να αξιολογούν συνεχώς τον πιστωτικό κίνδυνο (και των οποιονδήποτε μεταβολών που αυτός μπορεί να έχει), ενώ στην περίπτωση των υφιστάμενων και δυνητικών επενδυτών σε μετοχές, οι λογιστικές πληροφορίες θα μπορούσαν να τους βοηθήσουν να αξιολογήσουν τα προφίλ κινδύνου των εταιρειών που έχουν άμεσες επιπτώσεις στις αναμενόμενες αποδόσεις τους. Σύμφωνα με την υπόθεση ελέγχου του Jensen (1986), θεωρήθηκε ότι ο έλεγχος και η παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης εκ μέρους των εξωτερικών πιστωτών είναι μεγάλη και συνεχής, ενώ η παρακολούθηση αυτή αναμένεται να μην αφορά μόνο τους πιστωτές αλλά και οποιοδήποτε άλλο εξωτερικό μέρος με επενδυτικό ενδιαφέρον προς την επιχείρηση, όπως τους επενδυτές μετοχών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα υψηλότερα (σε αντίθεση από τα χαμηλότερα) επίπεδα μόχλευσης (ή αυξήσεις της μόχλευσης) θα πρέπει να έχουν ως αποτέλεσμα αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο για την επιχείρηση και σίγουρα μεγαλύτερη την πιθανότητα μη εξυπηρέτησης των μελλοντικών υποχρεώσεών της. Αυτός ο υψηλότερος κίνδυνος θα μπορούσε να καταστήσει πιο αποτελεσματικό και συμφέρον για τους πιστωτές να επιβαρύνονται με το κόστος παρακολούθησης που απαιτείται για την αξιολόγηση της πραγματικής ποιότητας των οφειλετών(από το να μην το κάνουν λόγω κόστους και να θεωρούν ότι ο κίνδυνος παραμένει αμετάβλητος, που ίσως τους οδηγούσε στην ανάληψη πολλαπλών ρίσκων), κάτι που θα έχει και ως αποτέλεσμα την αυξημένη εξωτερική παρακολούθηση εκ μέρους των πιστωτών (Rodriguez-Perez και van Hemmen 2010). Ταυτόχρονα, όμως, το κόστος παρακολούθησης θα μπορούσε να έχει αξία και για τους επενδυτές μετοχών, καθώς με το συνεχιζόμενο ενδιαφέρον προς την επιχείρηση, σύμφωνα και με τα επιχειρήματα που πρότεινε ο Jensen (1986), αναμένεται να έχουν μία ποιοτικότερη και πιο άμεση κατανόηση της κατάστασης της εταιρεία στην οποία έχουν επενδύσει το κεφάλαιό τους.

Υπάρχει επίσης μία πολύ σημαντική πληθώρα ερευνών που σχετίζεται με την διαχείριση των δεδουλευμένων και πραγματικών εσόδων (προς τα πάνω ή προς τα κάτω) που λαμβάνει χώρα σε σχέση και με τα επίπεδα μόχλευσης που κατέχουν οι επιχειρήσεις. Εκτεταμένα στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σε αύξηση του εισοδήματός τους, με απώτερο σκοπό τη μείωση της πιθανότητας των

συμβατικών παραβιάσεων (DeFond και Jiambalvo 1994, Sweeney 1994, Jaggi και Lee 2002, Beatty και Webber 2003), η οποία ακολουθείται από τη μείωση των κερδών κατά τη διάρκεια της επαναδιαπραγμάτευσης του χρέους (Mohd Saleh και Ahmed 2005). Αυτό το είδος συμπεριφοράς θεωρείται το αποτέλεσμα της ευρύτερα γνωστής έννοιας ‘υπόθεση χρέους’ (debt hypothesis) (Fields 2001), που απορρέει από τη θετική θεωρία των λογιστικών στοιχείων, η οποία προβλέπει ότι οι διαχειριστές θα επιλέξουν να αποφύγουν συμβατικές παραβιάσεις, καθώς είναι πολύ δαπανηρές τόσο για τους ίδιους (κόστος), όσο και για την εταιρεία(μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης), (Watts and Zimmerman 1986) . Παρόλα αυτά, εκτός από το πλαίσιο των συμβατικών παραβιάσεων, άλλες έρευνες (DeFond και Park 1997, Becker 1998, Chung 2005, Lee 2007, Zhong 2007, Rodri guez-Perez και van Hemmen 2010) παρατηρούν στην πραγματικότητα μια αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της διαχείρισης των δεδουλευμένων εσόδων. Αυτή η αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και ανοδικής διαχείρισης των δεδουλευμένων κερδών, έχει αποδοθεί στο γεγονός ότι μπορεί να είναι αποτελεσματικό για τους πιστωτές να επιβαρύνονται με το κόστος παρακολούθησης που απαιτείται για την αξιολόγηση της πραγματικής ποιότητας των οφειλών μιας επιχείρησης, οπότε το χρέος αναμένεται να περιορίσει πραγματικά την οπορτουνιστική συμπεριφορά (opportunistic behaviour) (Rodri guez-Pe Rez και van Hemmen 2010).Εντούτοις, η έρευνα που διεξάγεται για την διαχείριση των πραγματικών εσόδων σε σχέση με τη μόχλευση είναι πιο περιορισμένη: για παράδειγμα, ο Roychowdhury (2006) υποδεικνύει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης χρέους στον ισολογισμό μιας επιχείρησης και της ανοδικής τάσης του RM. Ο Bartov (1993) από την άλλη δηλώνει ότι οι επιχειρήσεις πωλούν ακίνητα περιουσιακά στοιχεία για να αποφύγουν τις παραβιάσεις των συμβάσεών τους και οι Trueman και Titman (1988) παρατηρούν ότι οι διευθυντές χρησιμοποιούν το RM για να εξομαλύνουν τα αναφερόμενα έσοδα για να μειώσουν το κόστος του χρέους. Κλείνοντας, πιο πρόσφατα όπως είπαμε και νωρίτερα, ο Kim (2011) δείχνει ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την ανοδική τάση του RM για να αποφύγουν τις παραβιάσεις των συμφωνιών τους.



### 3.ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

#### 3.1.Εξομάλυνση Κερδών

Η πιο συνήθης μορφή εφαρμογής του earnings managements είναι η εξομάλυνση κερδών (income smoothing), η οποία έχει ως στόχο την εμφάνιση μιας σταθερής αύξησης κερδών. Απαραίτητη προϋπόθεση για την ύπαρξη αυτής της μορφής είναι η εταιρεία να παράγει αρκετά μεγάλα κέρδη και επομένως η οικονομική της απόδοση να είναι πάνω από το μέσο όρο για μακρά χρονική περίοδο ώστε να δημιουργούνται προβλέψεις με τις οποίες θα ρυθμίζονται οι ροές όταν χρειάζεται. Πρόκειται κυρίως για μία μείωση στη διακύμανση των κερδών, η οποία ως γνωστό αποτελεί ένα μέτρο του επιχειρησιακού κινδύνου. Οι επενδυτές θεωρούν ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία εάν οι εκπλήξεις κατά τη δημοσίευσή τους είναι μικρότερες (εάν δηλαδή τα δημοσιευμένα κέρδη είναι πολύ κοντά στα αναμενόμενα κέρδη). Μια μεγαλύτερη απόκλιση μειώνει την αναφερόμενη αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών, μετριάζοντας την αύξηση στην αξία της εταιρίας από τη δημοσίευση υψηλότερων κερδών. Οι πρώτες έρευνες υπέθεταν ότι οι μάνατζερ ωθούνταν να μειώσουν την διακύμανση των κερδών σε μία προσπάθεια να μειώσουν τον κίνδυνο της εταιρίας όπως τον αντιλαμβάνεται η αγορά (Cushing 1969, Ronen και Sadan 1975, Beidleman 1973). Ενώ οι Belkaoui και Picur (1984) παρουσίασαν διάφορα κίνητρα για εξομάλυνση των κερδών. Οι Beattie(1994) έγραψαν ότι η εξομάλυνση των κερδών αποτελεί μια φυσιολογική συμπεριφορά που βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι μάνατζερ λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους και ότι οι διακυμάνσεις και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι οι συνηθισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες των μέτρων του κινδύνου της αγοράς.

#### 3.2.«Big Bath» accounting

Διαισθητικά, η έννοια του Big Bath Accounting είναι εύκολο να κατανοηθεί. Κάθε φορά που αλλάζει ο υπουργός εξωτερικών και η κυβέρνηση, η νέα κυβέρνηση ανακοινώνει ότι το αναμενόμενο έλλειμμα θα είναι πολύ υψηλότερο από το προηγούμενο. Με αυτό τον τρόπο εκμεταλλεύεται την άφιξη της ώστε να καθαρίσει τον ισολογισμό. Το ίδιο συμβαίνει και σε μια επιχείρηση, με την πρόσληψή της η νέα διεύθυνση για να επωφεληθεί από τη εικονική μείωση των τρεχόντων κερδών

κατηγορεί τις προηγούμενες διοικήσεις για τα χαμηλά επίπεδα κερδών. Οπότε μειώνει τις ιστορικές βάσεις για μελλοντικές συγκρίσεις και καθαρίζει έτσι τους λογαριασμούς ώστε στο μέλλον να προχωρήσει σε εξομάλυνση των κερδών. Οι “Big bath” τεχνικές χρησιμοποιούνται με την πεποίθηση ότι εάν πρέπει να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα, π.χ. ζημίες από κάποια σημαντική αναδιοργάνωση, είναι προτιμότερο η διοίκηση να τα αναφέρει αμέσως ούτως ώστε να δημιουργηθούν οι συνθήκες για μελλοντικές αυξήσεις κερδών. Αντίστοιχα, από την στιγμή που τέτοιες χρεώσεις βασίζονται σε εκτιμήσεις, είναι καλύτερα να προβλέπονται (ή να εκτιμώνται) σε υψηλά επίπεδα, για να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις αργότερα, όπως π.χ. αν επιλέγονταν απώλειες σε χαμηλά ή μεσαία επίπεδα και αποδεικνυόταν αργότερα ότι τα έξοδα βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα. Ο Healy (1985) υποστήριξε πως όταν δεν είναι εφικτά τα χαμηλότερα όρια που απαιτούνται προκειμένου να εισπράξουν οι μάνατζερ κάποια μπόνους, τότε είναι προτιμότερο για τους μάνατζερ να μειώσουν όσο μπορούν τα κέρδη ώστε να καθαρίσουν για μελλοντικές χρήσεις. Επίσης ο Moore (1973) υποστήριξε πως το νέο μάνατζμεντ έχει την τάση να είναι απαισιόδοξο σχετικά με τις αξίες συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων και αυτές οι αξίες αναπροσαρμόζονται συχνά. Η νέα διοίκηση επωφελείται από την μείωση των κερδών με τουλάχιστον δύο τρόπους: Α) για τα χαμηλά δημοσιευμένα κέρδη δίνεται η ευθύνη στην παλαιά διοίκηση και συνεπώς χαμηλώνονται οι ιστορικές βάσεις για μελλοντικές συγκρίσεις, Β) καθαρίζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις και συνεπώς μπορούν μελλοντικά να χρησιμοποιηθούν για εξομάλυνση κερδών (income smoothing). Οι Kirschenheiter και Melumad (2002) ασχολήθηκαν με την αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών και κατά πόσο είναι ενήμεροι με το θέμα αυτό οι επενδυτές. Τα δημοσιευμένα κέρδη, σύμφωνα με τους ίδιους, χρησιμοποιούνται για να βγάλουν συμπεράσματα τόσο για την μακροπρόθεσμη σειρά κερδών της εταιρείας όσο και την αξιοπιστία των προβλέψεων των κερδών που κάνει η εταιρεία. Αν τα κέρδη είναι καλά ο μάνατζερ επιθυμεί να δημοσιεύει μικρότερες εκπλήξεις προκειμένου να μεγαλώσει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων, και αυτό είναι που οδηγεί στην ανάγκη εξομάλυνσης των κερδών. Δηλαδή η διοίκηση της εταιρείας προβαίνει σε Big Bath Accounting όταν τα κέρδη της εταιρείας δεν είναι

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

---

καλά, ενώ όταν τα κέρδη είναι καλά προβαίνει σε εξομάλυνση κερδών. Βεβαίως, οι παραπάνω δύο στρατηγικές διαχείρισης των κερδών λαμβάνουν χώρα τόσο όταν οι επενδυτές δεν έχουν βαθιές γνώσεις αλλά και όταν αυτοί είναι αρκετά έμπειροι (sophisticated).

## 4.ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΕΝΤΟΠΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

### 4.1.Διαχείριση δεδουλευμένων κερδών

Σύμφωνα με την προηγούμενη βιβλιογραφία για την κοινή εξέταση της διαχείρισης των δεδουλευμένων (AM) και των πραγματικών κερδών (RM) (Roychowdhury 2006, Cohen 2008, Cohen και Zarowin 2010), ελέγχουμε για την ύπαρξη του AM εκτιμώντας τα δεδουλευμένα στοιχεία, δηλαδή τα στοιχεία που προκύπτουν από τις λογιστικές επεξεργασίες που επιλέγονται για τη διαχείριση των κερδών . Διαχωρίζουμε τα ποσά αυτά από τις δεδουλευμένες προσλήψεις ή τα δεδουλευμένα στοιχεία που προκύπτουν από συναλλαγές που χαρακτηρίζονται κανονικές όταν λαμβάνεται υπόψη η απόδοση, η στρατηγική, οι βιομηχανικές συμβάσεις, τα μακροοικονομικά γεγονότα ή και άλλοι παράγοντες (Ronen & Yaari 2008). Παλαιότερες έρευνες που διενεργούσαν ταυτόχρονα δοκιμές για την ύπαρξη AM και RM χρησιμοποίησαν κατά κύριο λόγο μη καταγεγραμμένα δεδουλευμένα στοιχεία, αντί για καταγεγραμμένα, ή αν χρησιμοποιούσαν υπήρχε έντονα η διαφοροποίηση μεταξύ των θετικών και των αρνητικών στοιχείων. Ωστόσο, οι υποθέσεις μας σχετικά με την ύπαρξη AM και RM ανάλογα με το επίπεδο μόχλευσης έχουν κατευθυντήριο χαρακτήρα. Οι Larcker και Richardson (2004) και οι Rodriguez-Perez και van Hemmen (2010) υποστηρίζουν ότι όταν η διαχείριση των κερδών (EM) έχει κατευθυντήριο χαρακτήρα, τότε το κατάλληλο μέτρο που χρησιμοποιείται για την διαχείριση των δεδουλευμένων εσόδων πρέπει να περιλαμβάνει τα ακατέργαστα δεδουλευμένα. Ακολουθώντας τις τρεις μεθόδους που βλέπουμε παρακάτω, προσπαθούμε να καταλήξουμε σε χρήσιμες πληροφορίες.

AM Μοντέλο 1: Τροποποιημένο Μοντέλο Jones (Dechow, 1995). Η πρώτη παλινδρόμηση υπολογίζεται για όλα τα έτη σύμφωνα με τους διψήφιους κωδικούς SIC:  $TA_{i,t} = a_0 + a_1(DRev_{i,t} - DAR_{i,t}) + a_2PPE_{i,t} + e_{i,t}$ . Στη συνέχεια, εκτιμάμε τις παραμέτρους της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου,  $a_0$ ,  $a_1$  και  $a_2$  για να μπορέσουμε να βρούμε το ακόλουθο:  $DAMJ_{i,t} = TA_{i,t} - a_0 - a_1 (DRev_{i,t} - DAR_{i,t}) - a_2PPE_{i,t}$ .

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

Παρακάτω ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2001 έως το 2006.

Companies	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ULTRA ELECTRONICS	201.4666897	-9500.658926	-3963.078097	-11127.16197	-10488.32709	-9883.51929
AVON RUBBER PLC	-17230.07675	9571.052724	5652.41334	11146.5009	11283.34788	-2424.283818
APC TECH	9906.866356	1042.051143	-2814.008532	4669.792513	-2613.544011	-6363.775083
HALMA PLC	-1814.696372	3082.891681	530.9341449	-4258.760392	-517.2766319	711.6412769
OXFORD INSTRUMENTS	4787.849996	1867.226384	-3497.152409	11357.82699	5241.406893	9191.048901
SPECTRIS PLC	2032.813558	1477.022061	1119.754189	-2337.48383	5646.881221	10211.53097
SMITH & NEPHEW PLC	7658.440315	-4026.345121	-3933.79144	-2451.562242	-3332.00233	-3456.567408
CONSORT MEDICAL PLC	642.7463465	5408.325122	8247.132489	6075.654821	-223.8974001	9073.637493
SURGICAL INNOVATION	3871.802487	-196.3998637	-2398.748942	-2739.901895	937.3573033	-1466.195361
VITEC GROUP	-10057.21263	-8725.165203	1056.545257	-10334.90489	-5933.945836	-5593.517676
SENIOR PLC	-5915.262951	-6181.917208	-9010.051303	-6053.257093	18331.86667	6616.071905
COBHAM PLC	10998.78236	-6031.739444	-4670.786567	-19633.32467	-38077.28453	-40692.55209
ROLLS-ROYCE	-957.2542151	983.8886315	892.4781454	3106.189083	3936.759558	4243.75802
TANDEM GROUP PLC	-8914.677746	17650.18457	-361.3786686	15807.57091	24274.52574	38010.43696
BABCOCK INT'L GROUP	4788.412548	-6420.416551	13149.73839	6772.821769	-8465.867439	-8177.71479
A.G. BARR PLC	11608.96101	5441.375547	-1476.569476	936.9861992	-2729.211264	-3040.044135
TREATT PLC	13143.72315	5826.687075	-578.4534606	5243.501357	-4397.103058	944.4043824
DEVRO PLC	-27898.47444	-4234.859108	900.3607033	7261.705633	7277.473186	4471.042579
DAIRY CREST GROUP	-17868.92202	-16194.68709	-678.6209244	-19481.69175	-2160.17683	-1404.923236

AM Μοντέλο 2: Μοντέλο Jones (Jones 1991). Η πρώτη παλινδρόμηση για όλα τα χρόνια εκτιμάται αρχικά σύμφωνα με τους διψήφιους κωδικούς SIC:  $TA_{i,t} = b_0 + b_1DRev_{i,t} + b_2PPE_{i,t} + e_{i,t}$ . Στη συνέχεια, εκτιμάμε τις παραμέτρους της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου,  $b_0$ ,  $b_1$  και  $b_2$  για να μπορέσουμε να εξαγάγουμε τη συσχέτιση της διακριτικής συμπεριφοράς που προκύπτει από το μοντέλο Jones ( $DAJ_{i,t}$ ) μέσω του  $DAJ_{i,t} = TA_{i,t} - b_0 - b_1DRev_{i,t} - b_2PPE_{i,t}$ . Παρακάτω ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2007 έως το 2012.

Companies	2007	2008	2009	2010	2011	2012
WILMINGTON PLC	54090.67369	11280.15555	8756.110401	8754.975189	-3579.891527	-5481.703248

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

RELX PLC	-98842.4358	-79073.24616	-272268.9278	-512626.1801	-405631.5917	-302804.1013
TRINITY MIRROR PLC	411721.8413	108129.1631	198266.109	250600.7872	190332.0446	164100.4783
HAYNES PUBLISHING	52325.71837	13205.25813	20510.4766	10989.75129	5305.866093	2851.466772
DAILY MAIL AN	-146516.6525	29026.95665	-244849.4466	182084.9284	-24908.27358	179689.2321
PEARSON PLC	-229592.5667	55267.38155	245050.4419	-156292.1386	46955.8301	-103334.0751
JOHNSTON PRESS PLC	63351.90519	-324331.6175	-15712.15461	127896.2112	-35055.82461	37543.44054
COMMUNISIS PLC	-19859.92464	593.7400446	-1040.063064	11651.26665	-6983.258768	-2852.137214
DE LA RUE PLC	-121257.8305	90170.48171	31295.85184	29607.07888	226814.9998	44179.12426
ST IVES PLC	-6904.229723	75425.04218	64842.95937	66306.92572	68559.60375	18079.55718
MWANA AFRICA PLC	50602.28261	-25804.85847	-178680.7762	-86206.38873	-313295.112	168751.4162
AVOCET	67196.97241	6129.690316	42911.12493	-122730.3808	-362554.1816	101193.2731
RANDGOLD RESOURCES	55423.32476	4572.917054	164840.2063	-9650.772607	-374093.3342	80196.95105
BHP BILLITON PLC	-655325.4874	901925.3498	-284463.9558	-426336.3945	15928.59736	316830.5045
RIO TINTO PLC	525197.494	-554185.8137	-539882.9989	-687061.4467	-1657429.01	175911.5826
LONMIN PLC	-35734.13669	-72961.72588	-305451.1791	-266017.6255	41327.6338	161594.5113
ANGLO AMERICAN PLC	-7360.449604	-259675.5591	1100727.579	1598003.009	2650115.406	-1004478.239
URBAN&CIVIC PLC	-1876.598932	-11035.11389	2568.820695	5396.866653	5353.776214	-5343.317203
MOUNTVIEW ESTATES	5473.788124	22040.06037	8824.185678	4515.579103	-273.7119188	4700.905957
SAVILLS PLC	-399.8128227	-4839.529103	-15924.43988	-736.2994605	-3952.867038	325.1633235

ΑΜ Μοντέλο 3: Προσαρμοσμένο μοντέλο ROA (Kothari 2005). Κατ 'αρχάς υπολογίζουμε την ακόλουθη παλινδρόμηση για όλα τα έτη σύμφωνα με τους διηγήσιους κωδικούς SIC:  $TA_{i,t} = g_0 + g_1(DRev_{i,t} - DAR_{i,t}) + g_2PPE_{i,t} + g_3ROA_{i,t} + e_{i,t}$ . Στη συνέχεια, εκτιμάμε τις παραμέτρους της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου,  $g_0$ ,  $g_1$ ,  $g_2$  και  $g_3$  για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τη διακριτική ευχέρεια ( $DAK_{i,t}$ ) από τον Kothari (2005) μέσω του  $DAK_{i,t} = TA_{i,t} - g_0 - g_1(DRev_{i,t} - DAR_{i,t}) - g_2PPE_{i,t} - g_3ROA_{i,t}$ . Παρακάτω ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2011 έως το 2016.

Companies	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AVOCET	-493578.5105	297592.98	42.65088777	222978.7267	720436.0334	131011.5241
RANDGOLD RESOURCES	-499619.3903	174016.79	-64562.43215	160506.6034	367756.1887	-79827.23052
BHP BILLITON PLC	72547.30032	309076.64	-81396.44064	-88518.19419	28444.53576	-142751.7767
RIO TINTO PLC	-1701697.167	152536.48	884006.3657	1258714.509	1063648.733	683520.5062
LONMIN PLC	237181.7139	142057.9	306742.8716	371505.8728	-286927.2034	125648.1985
ANGLO AMERICAN PLC	2622651.427	-951800.1	-1310657.06	-2054677.28	-2283873.546	-1015678.478
URBAN&CIVIC PLC	-8.008576772	1369.7471	-5379.127526	-932.0069654	5432.268442	2049.523497

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

MOUNTVIEW ESTATES	16146.70914	11965.642	7708.4561	6407.027541	11195.43861	-4280.513803
SAVILLS PLC	-17664.65292	-7474.94	-7496.695502	-4802.747998	-18195.502	113.1062595
SAFELAND PLC	2186.567457	-5398.258	5181.329409	-942.416313	478.367527	2129.768652
IWG PLC	-660.6151006	-462.1906	-13.96248088	270.1437353	1089.42742	-11.88460478
EI GROUP PLC	-6784.149094	36826.554	631.1719182	26942.98875	-9938.609009	69366.14456
DOMINO'S PIZZA GR	-23169.61058	-47430.67	16339.2939	-6756.420967	2580.444944	4372.750635
J D WETHERSPOON	-3209.188702	21413.817	-30915.16345	4189.867649	-25608.38958	-42865.73851
RICHOUX GROUP PLC	-12852.73582	17849.443	2530.906181	9752.993767	-22228.01937	-5307.84948
GREENE KING PLC	24003.4329	34548.945	280.5761997	8467.18325	10735.6313	46925.05976
WHITBREAD PLC	-39045.02776	-22188.64	-9512.524174	-12644.55625	-10683.33568	-118907.8341
MARSTON'S PLC	39475.52712	-101748.1	23368.27724	-50857.04417	34007.1034	35970.80943
FULLER, SMITH	1113.086087	25131.552	8301.344374	15296.24306	9731.632054	5481.625356
HEAVITREE BREWERY	20468.66585	35597.083	-11023.88219	5608.744915	11403.54194	4965.032395

Κλείνοντας σε ότι αφορά τα μοντέλα υπολογισμού του AM, θα πρέπει κάπου εδώ να εξηγήσουμε τις μεταβλητές που χρησιμοποιούμε. Ξεκινώντας με το TA, που είναι το σύνολο των δεδουλευμένων στοιχείων της επιχείρησης, υπολογιζόμενο από το NIBE-CFO, όπου NIBE είναι το εισόδημα της εταιρείας πριν από τα έκτακτα στοιχεία και το CFO οι ταμειακές ροές της επιχείρησης από τις δραστηριότητές της. Το ΔRev είναι η διαφορά στα γενικά έσοδα της επιχείρησης μεταξύ του έτους t-1 και του έτους t, ενώ ΔAR είναι η διαφορά των απαιτήσεων μεταξύ του έτους t-1 και του έτους t. Το PPE αφορά την ακαθάριστη αξία της εταιρείας σε ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, ο ROA είναι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και, τέλος, e είναι ο όρος όπου υπολογίζονται τα σφάλματα. Όλες οι παλινδρομήσεις σε αυτό το βήμα όπως και οι υπολογισμοί των παραμέτρων μας έγιναν μέσω κώδικα που δημιουργήθηκε στη Matlab.

#### **4.2. Διαχείριση πραγματικών κερδών**

Για να εξετάσουμε την ύπαρξη της διαχείρισης των πραγματικών κερδών, μετά από προηγούμενη έρευνα (Roychowdhury 2006, Cohen 2008, Cohen και Zarowin 2010), εξετάζουμε αν οι επιχειρήσεις μειώνουν τις εξειδικευμένες δαπάνες (δαπάνες διακρίσεων), ή κάνουν υπέρ-παραγωγή προκειμένου να επηρεάσουν τα κέρδη.

Συγκεκριμένα, εξετάζουμε εάν οι επιχειρήσεις έχουν ασυνήθιστα χαμηλά έξοδα διακριτικής ευχέρειας και ασυνήθιστα υψηλό κόστος παραγωγής, όπου και οι δύο τακτικές - η υπερπαραγωγή και η μείωση των διακριτικών εξόδων - θα έχουν θετικό αντίκτυπο στα κέρδη. Σε αυτό το σημείο, οι προηγούμενες έρευνες έχουν εξετάσει επίσης κατά πόσο οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σε χειραγώγηση των πωλήσεων (τεχνητές αυξήσεις των πωλήσεων) ως τακτική διαχείρισης των κερδών, που θα οδηγήσει σε ασυνήθιστα χαμηλά ταμειακά διαθέσιμα (CFO) (Roychowdhury 2006, Cohen 2008, Cohen και Zarowin 2010) . Ωστόσο, η υπερπαραγωγή και οι τεχνητές αυξήσεις των πωλήσεων θα έχουν αρνητικό αντίκτυπο στον CFO, ενώ οι μειώσεις των διακριτικών εξόδων θα έχουν θετική και συνεπώς αυξητική επιρροή στον CFO (Roychowdhury 2006). Αυτός είναι ο λόγος, για παράδειγμα, για τον οποίο η Zang (2012) δεν χρησιμοποιεί ρητά μη-φυσιολογικό CFO ως υποκατάστατο για τη διαχείριση των πραγματικών εσόδων της επιχείρησης, και εμείς ακολουθούμε την προσέγγισή της για να αποφύγουμε αυτό το αντικρουόμενο αποτέλεσμα. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ακόμη πως ο Nwaeze (2006) υποστηρίζει ότι το χρέος μπορεί να ωθήσει τις επιχειρήσεις να χειραγωγήσουν τα ταμειακά διαθέσιμα και ότι οι εταιρείες που έχουν πολλές πιθανότητες να βυθιστούν στα χρέη, δίνουν πολύ μεγάλη έμφαση στις λειτουργικές ταμειακές ροές ως μέτρο απόδοσης ή ως μέσο για να χαλαρώσουν τους οικονομικούς περιορισμούς, δεδομένου ότι οι πιστωτές μπορούν να βοηθήσουν με μετρητά παρά να θέσουν στόχους για να φτάσουν σε κέρδη, σε ότι αφορά το θέμα των νέων χρεών. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι η ικανότητα δημιουργίας ταμειακών διαθεσίμων θα μπορούσε να είναι μια μεταβλητή που θα αύξανε το ενδιαφέρον από τους υφιστάμενους και τους πιθανούς-μελλοντικούς κατόχους ομολόγων, για να αποφύγουμε τυχόν ερμηνευτικά προβλήματα που παρατηρούνται στη χειραγώγηση των πωλήσεων ως τακτική διαχείρισης των πραγματικών εσόδων , εκτιμούμε μόνο την υπερπαραγωγή και τη μείωση των διακριτικών εξόδων ως τέτοια (τακτική διαχείρισης).

Ακολουθώντας κι εδώ τρεις μεθόδους, όπως θα δούμε και παρακάτω, προσπαθούμε να καταλήξουμε και πάλι σε κάποιες χρήσιμες πληροφορίες αυτή τη φορά για το RM.



**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

Υπέρ-παραγωγή: Πρώτα εκφράζουμε το κανονικό κόστος πωληθέντων προϊόντων (COGS) ως συνάρτηση της μεταβολής των πωλήσεων και υπολογίζουμε ανά τομέα την ακόλουθη παλινδρόμηση για όλα τα έτη σύμφωνα με τους διψήφιους κωδικούς SIC :  $COGS_{i,t} = a_0 + a_1 Rev_{i,t} + u_{i,t}$ . Παρακάτω ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2000 έως το 2005.

Companies	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ULTRA ELECTRONICS	46142.24315	48019.37435	61995.25494	68011.50548	83600.12852	91802.15923
AVON RUBBER PLC	89397.32465	98360.87268	79672.15213	68267.89599	66218.67215	65662.29837
APC TECH	-48423.5062	-53607.91462	-63989.91834	-66974.2406	-71809.32822	-79012.40733
HALMA PLC	39482.01164	50482.65288	53982.60583	49810.89267	62426.76131	61668.22556
OXFORD INSTRUMENTS	12209.85002	19711.20152	25819.92495	10347.3518	5118.465479	3115.524949
SPECTRIS PLC	14887.37769	9802.838276	1936.356052	23049.16812	34553.03926	57906.46702
SMITH & NEPHEW PLC	-44945.11113	-48413.10168	-44862.32133	-50818.84701	-61891.43828	-69591.70396
CONSORT MEDICAL PLC	-32055.46946	-38293.05721	-22462.79908	-20510.70244	-30633.55881	-38803.86936
SURGICAL INNOVATION	-50540.47684	-58201.37478	-66724.87285	-68514.47937	-73659.77873	-79911.65814
VITEC GROUP	-26154.24351	-27861.49143	-25366.38231	-12668.54464	-13922.96268	-12835.03635
SENIOR PLC	-8196.931896	643.8336761	3158.974193	6317.870151	4999.388979	103.8759744
COBHAM PLC	-41269.35821	-51386.71967	-58185.84571	-75140.22488	-66971.53663	-65506.20949
ROLLS-ROYCE	2596.978337	4000.536201	4915.931915	7422.248384	7173.118222	-50.56342706
TANDEM GROUP PLC	21555.32839	22025.69241	21063.86034	19633.39034	8014.636215	-19955.9339
BABCOCK INT'L GROUP	25313.98338	24716.65738	29047.07926	41766.71601	46784.39321	85408.83084
A.G. BARR PLC	-32787.6949	-33977.24985	-29568.04648	-28474.02683	-28699.49398	-36126.78801
TREATT PLC	-11248.56934	-8358.570224	-4126.005087	-692.8262037	461.352272	-8317.931753
DEVRO PLC	-19732.8235	-22378.14252	-17569.62051	-15308.56093	-14255.05517	-17775.8495
DAIRY CREST GROUP	58886.89199	58588.83858	29283.26425	10848.71191	469.8242909	20342.22108
ASSOCIATED BRITISH	-8107.303218	-15555.96124	-8213.427769	-3065.383037	-812.1991005	-5458.44186

Το κόστος παραγωγής, PROD, ορίζεται ως το άθροισμα COGS + ΔINV και το κανονικό κόστος παραγωγής καθορίζεται χρησιμοποιώντας την ακόλουθη εξίσωση:  $PROD_{i,t} = b_0 + b_1 Rev_{i,t} + b_2 \Delta Rev_{i,t} + b_3 \Delta Rev_{i,t-1} + v_{i,t}$ . Στη συνέχεια, χρησιμοποιούμε τις εκτιμήσεις των παραμέτρων  $b_0$ ,  $b_1$ ,  $b_2$  και  $b_3$  για τον κλάδο και το έτος για να καταλήξουμε σε στοιχεία για το μη κανονικό κόστος παραγωγής ( $A\_PROD_{i,t}$ ):  $A\_PROD_{i,t} = PROD_{i,t} - b_0 - b_1 Rev_{i,t} - b_2 \Delta Rev_{i,t} - b_3 \Delta Rev_{i,t-1}$ . Παρακάτω ακολουθεί

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2006 έως το 2011.

Companies	2006	2007	2008	2009	2010	2011
SDL PLC	-2000.477508	5508.605459	56080.58654	53851.54621	-43990.92115	-199348.3851
GB GROUP PLC	17792.3218	24696.42055	17781.32454	30335.85461	-104998.3651	-156746.449
PENNANT INT'L	19325.78565	24329.95957	-6576.989331	19633.68372	-98463.20516	-149473.0552
COMPUTACENTER PLC	502890.5659	413393.5362	-158486.8878	305477.6647	1872481.183	1907458.699
SOPHEON PLC	17539.60719	24068.42994	554.1517287	15508.30017	-91320.73696	-147844.514
AVEVA GROUP PLC	-39157.69729	-43931.26404	59147.86992	39608.91213	-262077.8606	-252950.3152
NETCALL	17727.43812	24248.2238	737.556596	21567.16021	-143433.6316	-170826.4602
FIDESSA GROUP	292.3890176	17321.69669	203490.2526	195623.1436	29914.1004	-5689.600952
THE SAGE GROUP PLC	-631517.1916	-762316.0111	-450599.9895	-390657.801	367055.4682	316943.9964
ELECTRONIC DP PLC	15704.4588	22119.89518	-4468.866661	14153.12169	-101580.5011	-144421.2439
INGENTA PLC	13964.02893	21883.46162	-9033.781168	19187.26973	-92498.78401	-136512.7645
MICROGEN PLC	19415.04161	22659.96165	-22322.43372	7124.077827	-92212.00319	-124308.5604
GRESHAM TECHNOLOG	18980.02507	24386.4467	-13862.99434	95.27561568	-113023.5959	-149430.6911
PARITY GROUP PLC	-55975.04707	-70100.50014	-210915.9412	-130555.2087	-43555.04794	-111408.9558
UNIVERSE GROUP PLC	17718.328	26043.2531	-1832.056605	6609.491012	-107690.4046	-138552.8601
PAGEGROUP PLC	-179440.4117	-205387.0833	-950998.0543	-1090111.683	-242960.0548	-37770.35489
EXPERIAN PLC	-7073.637407	-8503.136677	51416.04549	339539.0697	-825.7714103	348894.7428
RTC GROUP PLC	21892.6498	29299.50559	-17831.80456	-1400.209716	-119614.7188	-171482.7755
NAKAMA GROUP	25384.03232	26962.17049	-14718.83909	6352.596888	-109518.0595	-150246.0517
PETARDS GROUP PLC	20387.10819	26915.62843	-9953.461468	2313.125312	-110332.7706	-131017.3418

Δαπάνες διακριτικής εξάρτησης: Καταρχάς εκφράζουμε τις συνήθεις διακριτικές δαπάνες ως συνάρτηση των προηγούμενων πωλήσεων και υπολογίζουμε ανά τομέα κι εδώ την ακόλουθη παλινδρόμηση για όλα τα έτη σύμφωνα με τους διψήφιους κωδικούς SIC:  $DISEXP_{i,t} = c_0 + c_1 Rev_{i,t-1} + n_{i,t}$ . Στη συνέχεια, χρησιμοποιούμε τις εκτιμήτριες των παραμέτρων  $c_0$  και  $c_1$  της βιομηχανίας και του έτους για να καταλήξουμε σε αφύσικα έξοδα διακριτικής δαπάνης,  $(A\_DISEXP_{i,t}): A\_DISEXP_{i,t} = DISEXP_{i,t} - c_0 - c_1 Rev_{i,t-1}$ . Παρακάτω ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας με κάποιες από τις εταιρείες του δείγματός μας για τις χρονιές από το 2001 έως το 2015.

Companies	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FW THORPE PLC	-64554.90801	-67719.89536	-68363.96298	-73377.06859	-76215.9991	-82279.79233

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

IMAGINATION TECH GRP	-72016.98144	-73897.04595	-75890.25673	-80070.96052	-83680.43038	-86983.87178
FILTRONIC PLC	405177.8084	415761.2588	395918.6314	458112.1924	453225.7078	478260.1753
IQE PLC	65147.79941	73897.19988	102391.9121	96934.72413	102246.701	104904.7487
CONCURRENT TECHNOLOG	-75471.57901	-79444.53897	-79079.19141	-87138.49197	-93324.63063	-103489.1227
RENISHAW PLC	15017.76898	29741.72456	5131.153981	15074.77195	46032.85838	33137.08861
SMITHS INDUSTRIES	2364.543516	-7149.860057	-14940.19475	-15992.6273	-16965.26327	-23575.61218
DELTEX MEDICAL GROUP	138870.7661	106038.362	133766.4275	138457.803	136344.4768	108445.6481
RENOLD PLC	-94586.96527	-95779.91046	-89956.65471	-88519.62172	-79149.21976	-100857.3289
SIX HUNDRED GROUP	28424.43442	23902.04126	36531.2671	30709.0309	32958.46032	21379.23038
ASSOC. BRITISH ENG	-87247.58463	-86945.80461	-80815.33789	-79541.70606	-69861.50325	-89804.31711
WEIR GROUP PLC	12360.04405	21683.84318	33774.81986	36855.69456	31738.39713	48633.67327
ROTORK PLC	-76677.51833	-79461.39933	-73602.16346	-72881.34628	-66304.41042	-85007.96128
TEX HOLDINGS PLC	-82386.58614	-81517.71957	-72567.09188	-69266.48476	-61063.03145	-81844.83807
PORVAIR PLC	271861.9525	290137.2563	225723.6825	198103.9354	117187.3079	283366.2895
TOUCHSTAR PLC	-35257.85666	-28041.65443	-17445.41293	-10273.34717	740.4218384	-20766.608
CML MICROSYSTEMS PLC	-92742.9986	-92606.87885	-85600.49535	-82726.1026	-71658.49414	-93105.26435
HOLDERS TECHNOLOGY	-12277.37912	-13202.07046	-17968.40966	-15328.60573	-17581.10753	-19320.23135
LEEDS GROUP PLC	-10985.70395	-12016.40033	-16118.34359	-12808.88866	-14407.80029	-16279.96028
DCC PLC	-15310.45285	-12391.80572	-10082.76691	-8708.926962	-8400.671871	-8655.819929

Κλείνοντας σε ότι αφορά τα μοντέλα υπολογισμού του RM, θα πρέπει κάπου εδώ να εξηγήσουμε τις μεταβλητές που χρησιμοποιούμε. Ξεκινώντας με το COGS, το οποίο είναι το κόστος πώλησης αγαθών της εταιρείας. Το ΔINV αφορά τη διαφορά της καταγραφής των εμπορευμάτων της επιχείρησης μεταξύ του έτους t-1 και του t. Τέλος το DISEXP είναι το άθροισμα των δαπανών της έρευνας και ανάπτυξης, της διαφήμισης και των πωλήσεων και των γενικών και διοικητικών εξόδων της εταιρείας, με όλες τις άλλες μεταβλητές όπως τις εξηγήσαμε και προηγουμένως. Όλες οι παλινδρομήσεις και σε αυτό το βήμα όπως επίσης και οι υπολογισμοί των παραμέτρων μας έγιναν μέσω κώδικα που δημιουργήθηκε πάλι στη Matlab.

## 5. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στη συνέχεια προσπαθούμε να δούμε τη συσχέτιση των αποτελεσμάτων που βρήκαμε νωρίτερα με την χρηματοοικονομική μόχλευση. Αυτό θα γίνει με τον εξής τρόπο, αρχικά βρίσκουμε το επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης στις εναπομείναντες εταιρείες (δηλαδή στις εταιρείες των οποίων το πλήθος των SIC code είναι μεγαλύτερο ή ίσο από το 5, για να μπορέσουν οι παλινδρομήσεις μας να μας οδηγήσουν σε σαφή αποτελέσματα, καθώς αν ήταν λιγότερες από 5 τα αποτελέσματά μας δεν θα ήταν ακριβή) του δείγματός μας. Τις εταιρείες αυτές τις χωρίζουμε σε 5 κατηγορίες, ανάλογα με το επίπεδο μόχλευσης της κάθε μίας, με την πρώτη κατηγορία να έχει επιχειρήσεις που έχουν τα μεγαλύτερα επίπεδα μόχλευσης, ενώ η πέμπτη τα μικρότερα. Έχοντας λοιπόν χωρίσει τις εταιρείες του δείγματός μας σε αυτές τις πέντε κατηγορίες, κρατάμε για κάθε μέτρο της διαχείρισης των κερδών (δεδουλευμένων και πραγματικών), την πρώτη, δηλαδή εκείνη με τις πιο μοχλευμένες επιχειρήσεις και την πέμπτη, δηλαδή εκείνη με τις λιγότερο μοχλευμένες. Παρακάτω ακολουθεί ένα μικρό δείγμα των δύο αυτών κατηγοριών.

Μερικά αποτελέσματα εταιρειών με μεγάλη μόχλευση για το μέτρο DAMJ και τις χρονιές από το 2001 έως το 2004.

DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage
2001	2001	2002	2002	2003	2003	2004	2004
-23942.10875	0.364025836	-22946.74986	0.421352682	1615.362853	0.434910766	24035.72	0.677592
9994.554513	0.455069863	-286178.5709	0.486652505	32837.14831	0.702036274	65162.96	0.566226
251150.7562	0.420099475	323838.8911	0.448748813	15407.76454	0.581392547	-94957.6	0.469536
-62461.72843	0.431647678	73665.30002	0.415006158	28239.13643	0.484233107	-151689	0.443928
-135708.7919	0.427192182	-9664.574673	0.454141819	-96529.38917	0.425031368	-4119.47	0.523977

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

48528.66082	0.393004115	-1510.26262	0.501302083	41420.67406	0.49831024	-324.219	0.31558
-6518.473789	0.354962827	1145.002664	0.378545227	2252.191071	0.325899386	5158.123	0.344856
3637.238077	0.549188103	19350.44697	0.467893154	3881.90173	0.376341329	3441.238	0.429491
12566.11753	0.377606812	-47105.7348	0.892513073	-2072.495041	0.439941046	-33460.3	0.418746
1946.19102	0.413503719	-35694.79288	0.384355721	-4796.454338	0.645462037	-150825	0.360911
-7342.201692	0.878981378	96291.81775	0.542422438	-229938.6451	0.371742621	-54871.7	0.431653
57609.43722	0.381905358	118739.9299	0.442186441	91667.04777	0.496417991	-994	0.41424
108381.427	0.515209618	-7165.991308	0.431625313	-9083.672943	0.368567957	797.1949	0.329322
33815.60616	0.408414461	31525.0507	0.635302328	3176.175085	0.548379577	1323.403	0.383687
5423.134965	0.767051404	18488.46887	0.362440117	3110.213663	0.318264382	11716.18	0.673723
11755.79677	0.627533132	21839.65296	0.632034986	26121.64912	0.51393652	-53888.9	0.419307
-10875.54274	0.463091641	-41928.19202	0.403960601	-35781.57587	0.396913089	15738.19	0.333308
35215.27015	0.668831637	-12430.65248	0.401213617	-7892.932262	0.427918056	6067.76	0.36189
-25694.63528	0.382490246	11769.1391	0.465253775	-8444.303868	0.442949309	6624.676	0.415627
-41868.18492	0.416786166	9703.755526	0.352917532	10208.22319	0.356934399	11850.33	0.391403

Μερικά αποτελέσματα εταιρειών με μικρή μόχλευση για το μέτρο DAMJ και τις χρονιές από το 2005 έως το 2008.

DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage	DAMJ	Leverage
2005	2005	2006	2006	2007	2007	2008	2008
897.9613492	0	-2729.724936	0.003741581	-10854.41745	0.017100977	-99275.76264	0
-2397.087743	0	10649.58006	0.034769463	62428.76358	0	-3343.030201	0
16879.14649	0	42425.60124	5.93225E-05	1631.591918	0	156005.2854	0
9885.13809	0.005995169	-3443.180572	0	31180.0133	0.018215528	-683.1389991	0
-3339.174043	0.016808352	87882.44054	0	30902.83995	0.010724852	-523.9515133	0
-271509.8388	0.001428342	71137.35358	0.030943686	-1209.175909	0	118682.5021	0.003635624
3176.723624	0.001079545	-164032.8997	0.001864795	1842.239428	0	-21648.35732	0.009467576
-867.7647943	0	4016.563121	0.000453117	31183.86378	0.004530681	94803.39052	4.90509E-05
-5829.690183	0.002985183	-808.2052757	0	838.9904016	0.000511975	769.5751741	0
3383.55524	0.006151295	-1220.340345	0.003028009	6952.181548	0	8307.936696	0

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

-2213.724592	0	16350.39108	0.000190832	6840.562287	0	7392.256445	0.001369482
-643.0577131	7.10581E-05	-8424.704818	0.006760318	9102.615635	0.005198674	-369.8814251	0
-11929.04685	0.003130136	-4783.32354	0.011337868	-2321.849389	0	705.5988927	0.001640293
511.3896498	0	968.6043097	0	3025.550949	0	-849.3391461	0
704.3781363	0	-275.3718159	0	-705.0902123	0	-363.4022662	0
532.4490555	0	1399.023032	0	1696.452273	0	-686.9914659	0
-321.2379576	0	850.8610517	0	14170.3903	0	4086.685087	0.002100908
3634.837254	0	-1490.231901	0.016565056	-679.7918961	0.001127396	-913.6143245	0.000638298
-1243.104942	0.003181818	-407.4818398	0	-4530.703091	0.001697537	3402.606061	0.001289504
-2232.70077	0.017335896	33269.97799	0	7024.295508	0.009965595	-6721.620835	0.009809646

Για κάθε ένα από τα μέτρα υπολογισμού των πραγματικών κερδών (δηλαδή COGS, PROD και DISEXP ) και για τα μέτρα υπολογισμού των δεδουλευμένων κερδών (δηλαδή DAMJ, DAJ και DAK) θα πραγματοποιήσουμε ένα t-test ανάμεσα στο πλήθος των εταιρειών με χρηματοοικονομική μόχλευση που ανήκει στην κατηγορία των εταιρειών που βρίσκονται κάτω από το percentile του είκοσι τις εκατό και στο πλήθος εκείνων που έχουν χρηματοοικονομική μόχλευση που ανήκει στην κατηγορία των εταιρειών που βρίσκονται πάνω από το percentile του ογδόντα τις εκατό. Όλη η παραπάνω διαδικασία γίνεται μέσω της Matlab, με κώδικα που δημιουργήθηκε με σκοπό την ολοκλήρωση της μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Παρακάτω θα εξηγήσουμε τι ακριβώς μας δείχνει ένα t-test, τι μας δείχνουν τα αποτελέσματα των δικών μας t-test καθώς και θα σολιάσουμε τα ευρήματά μας. Το t-test χρησιμοποιείται για την σύγκριση των μέσων όρων δυο συνόλων τιμών που διαφέρουν όσον αφορά ένα χαρακτηριστικό ( στη δική μας περίπτωση τα δύο μας σύνολα αφορούν τις διάφορες τιμές που καταλήξαμε από τους τρόπους μέτρησης της διαχείρισης των πραγματικών και των δεδουλευμένων κερδών και το διαφορετικό χαρακτηριστικό ανάμεσα στα δύο πλήθη του κάθε τεστ που πραγματοποιείται είναι το ύψος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης). Η διατύπωση των υποθέσεων ενός ερευνητή γενικά έχει την εξής μορφή: Μηδενική υπόθεση (H0): οι μέσοι όροι των δυο ομάδων δεν διαφέρουν μεταξύ τους Εναλλακτική υπόθεση (H1): οι μέσοι όροι διαφέρουν μεταξύ τους. Στην έρευνά μας , η εναλλακτική υπόθεση , δηλαδή ότι οι μέσοι όροι των δυο ομάδων διαφέρουν μεταξύ τους, θα μας βοηθήσει, μέσω των ισχυρών ενδείξεων, να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι το κάθε μέτρο υπολογισμού της διαχείρισης των κερδών, είτε αφορά τα δεδουλευμένα είτε τα πραγματικά έσοδα, επηρεάζει τη χρηματοοικονομική μόχλευση άρα καθίσταται και υπαρκτό το φαινόμενο της χειραγώγησης.

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

Στη συνέχεια ακολουθεί ένα μικρό δείγμα των αποτελεσμάτων των δικών μας t-test για το μέτρο υπολογισμού της διαχείρισης των πραγματικών εσόδων, DISEXP για τις χρονιές από το 2002 έως το 20015.

2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.0916059	0.042722968	0.081855632	0.388356631	0.085613247	0.038489327	0.025383164
h	h	h	h	h	h	h
0	1	0	0	0	1	1
Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.
1728715.523	1818706.72	1599762.305	1662377.718	2145194.733	2011149.952	2093624.904
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.100050372	0.377373789	0.091344148	0.242271006	0.2572927	0.415367861	0.044135875
h	h	h	h	h	h	h
0	0	0	0	0	0	1
Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.
1949598.374	1870770.482	1813365.146	1730145.062	1982355.822	1864072.135	1873628.195

Παρακάτω θα δούμε άλλο ένα μικρό δείγμα των αποτελεσμάτων των δικών μας t-test για το μέτρο υπολογισμού της διαχείρισης των δεδουλευμένων εσόδων, DAK για τις χρονιές από το 2002 έως το 20015.

2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.483242773	0.500877058	0.340384283	0.091302577	0.759462617	0.091461085	0.552541095
h	h	h	h	h	h	h
0	0	0	0	0	0	0
Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.
45860.2419	83429.77457	54463.84867	76645.12562	49189.78603	110586.0688	88016.84766

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.045044305	0.500339815	0.375992449	0.512950878	0.527561	0.021290464	0.044835227
h	h	h	h	h	h	h
1	0	0	0	0	1	1
Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.	Stand. Dev.
74030.46822	82716.40469	129018.0789	71164.34449	125877.3	157279.7005	342799.1762

Κάπου εδώ θα πρέπει να εξηγήσουμε τους όρους που χρησιμοποιούνται στους παραπάνω πίνακες (p-value, standard deviation, h).

Η στατιστική σημαντικότητα ενός αποτελέσματος είναι η πιθανότητα ότι η παρατηρηθείσα σχέση (π.χ., μεταξύ των μεταβλητών) ή της διαφοράς (π.χ., μεταξύ των μέσων) σε ένα δείγμα εμφανίστηκε κατά καθαρή τύχη και ότι στον πληθυσμό από τον οποίο το δείγμα προήλθε, καμία τέτοια σχέση ή διαφορά δεν υπάρχει.

Χρησιμοποιώντας λιγότερο τεχνικούς όρους, κάποιος θα μπορούσε να πει ότι η στατιστική σημασία ενός αποτελέσματος μας λέει κάτι για το βαθμό στον οποίο το αποτέλεσμα είναι "αληθινό". Πιο τεχνικά, η τιμή του p-value αντιπροσωπεύει έναν δείκτη της αξιοπιστίας ενός αποτελέσματος. Όσο υψηλότερη η τιμή του p-value, τόσο λιγότερο μπορούμε να πιστέψουμε ότι η παρατηρηθείσα σχέση μεταξύ των μεταβλητών στο δείγμα είναι ένας αξιόπιστος δείκτης της σχέσης μεταξύ των αντίστοιχων μεταβλητών στον πληθυσμό.

Συγκεκριμένα, το p-value αντιπροσωπεύει την πιθανότητα του λάθους που περιλαμβάνεται στην αποδοχή του παρατηρηθέντος αποτελέσματός μας τόσο έγκυρου. Παραδείγματος χάριν, ένα p-value του 0.05 (5/100 ή 1/20) δείχνει ότι υπάρχει μια πιθανότητα 5% ότι η σχέση μεταξύ των μεταβλητών που βρίσκονται στο δείγμα μας να είναι "ψευδής". Με άλλα λόγια, υποθέτοντας ότι στον πληθυσμό δεν υπήρξε καμία σχέση μεταξύ εκείνων των μεταβλητών, και αν επαναλαμβάναμε τα πειράματά μας, θα μπορούσαμε να αναμείνουμε ότι περίπου σε κάθε 20 επαναλήψεις του πειράματος θα υπήρχε μία στην οποία η σχέση μεταξύ των εν λόγω μεταβλητών θα ήταν ίση ή ισχυρότερη απ' ότι στους δικούς μας υπολογισμούς.

Στη στατιστική, η τυπική απόκλιση (standard deviation, εκπροσωπούμενη επίσης από το ελληνικό γράμμα σίγμα  $\sigma$  ή  $s$ ) είναι ένα μέτρο που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί το ποσό της μεταβολής ή της διασποράς ενός συνόλου τιμών δεδομένων. Μια χαμηλή τυπική απόκλιση υποδηλώνει ότι τα σημεία των δεδομένων τείνουν να



είναι κοντά στο μέσο όρο (που ονομάζεται επίσης η αναμενόμενη τιμή) του συνόλου, ενώ μία υψηλή τυπική απόκλιση υποδεικνύει ότι τα στοιχεία απλώνονται πάνω από ένα ευρύτερο φάσμα των τιμών.

Η τυπική απόκλιση συνήθως χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της εμπιστοσύνης στα στατιστικά συμπεράσματα. Για παράδειγμα, το περιθώριο λάθους σε δεδομένα δημοσκοπήσεων προσδιορίζεται με τον υπολογισμό της αναμενόμενης τυπικής απόκλισης στα αποτελέσματα, αν η ίδια δημοσκόπηση έπρεπε να διεξαχθεί πολλές φορές. Αυτή η εξαγωγή της τυπικής απόκλισης συχνά αποκαλείται «τυπικό σφάλμα» της εκτίμησης ή «τυπικό σφάλμα της μέσης τιμής» όταν αναφέρεται σε μια μέση τιμή. Υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση όλων των μέσων τιμών που θα υπολογίζεται από τον εν λόγω πληθυσμό, εάν καταρτιστεί ένας άπειρος αριθμός δειγμάτων και μια μέση τιμή για κάθε δείγμα που υπολογίζεται. Είναι πολύ σημαντικό να σημειωθεί ότι η τυπική απόκλιση ενός πληθυσμού και το τυπικό σφάλμα μιας στατιστικής που προέρχεται από τον εν λόγω πληθυσμό (όπως τη μέση τιμή) είναι αρκετά διαφορετικές αλλά σχετικές (σε σχέση με το αντίστροφο της τετραγωνικής ρίζας του αριθμού των παρατηρήσεων). Το αναφερόμενο περιθώριο λάθους σε μια δημοσκόπηση υπολογίζεται από το τυπικό σφάλμα της μέσης τιμής (ή εναλλακτικά από το γινόμενο της τυπικής απόκλισης του πληθυσμού και του αντίστροφου της τετραγωνικής ρίζας του μεγέθους του δείγματος, το οποίο είναι το ίδιο πράγμα) και είναι τυπικά περίπου διπλάσια της τυπικής απόκλισης-του μισού πλάτους ενός διαστήματος εμπιστοσύνης ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%). Στην επιστήμη, οι ερευνητές συνήθως αναφέρουν την τυπική απόκλιση των πειραματικών δεδομένων, και μόνο αποτελέσματα που πέφτουν πολύ μακρύτερα από δύο τυπικές αποκλίσεις μακριά από ό, τι θα αναμενόταν θεωρούνται στατιστικά σημαντικές- κανονικό τυχαίο σφάλμα ή διακύμανση των μετρήσεων με αυτό τον τρόπο διακρίνονται από τυχαίες μεταβολές. Η τυπική απόκλιση είναι επίσης σημαντική στα οικονομικά, όπου η τυπική απόκλιση στο ποσοστό απόδοσης της επένδυσης είναι ένα μέτρο της μεταβλητότητας της επένδυσης.

Όταν μόνο ένα δείγμα των δεδομένων από έναν πληθυσμό είναι διαθέσιμο, ο όρος τυπική απόκλιση του δείγματος ή δείγμα τυπικής απόκλισης μπορεί να αναφέρεται είτε στην ανωτέρω ποσότητα, όπως εφαρμόζεται στα εν λόγω δεδομένα είτε σε μία τροποποιημένη ποσότητα που είναι μια καλύτερη εκτίμηση του πληθυσμού της τυπικής απόκλισης (η τυπική απόκλιση του συνόλου του πληθυσμού).

Τέλος το  $h_0$ , αφορά τη μηδενική υπόθεση ( $h_0$ ): οι μέσοι όροι των δυο ομάδων δεν διαφέρουν μεταξύ τους και την εναλλακτική υπόθεση ( $h_1$ ): οι μέσοι όροι διαφέρουν μεταξύ τους και μπορεί να πάρει τις τιμές μηδέν και ένα. Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε πως τα  $t$ -test μας δίνουν και άλλα στοιχεία που αφορούν το πλήθος των τιμών που χρησιμοποιήσαμε αλλά δεν υπάρχει λόγος ούτε να τα αναφέρουμε ούτε και να τα εξηγήσουμε καθώς δεν μας βοηθάνε στο να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα που αφορά τη δική μας έρευνα.

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

Στη συνέχεια θα δούμε συγκεντρωτικά έναν πίνακα με τα μέτρα διαχείρισης και το p-value του κάθε μέτρου, τα οποία και θα σχολιάσουμε παρακάτω.

Έτος	Έτος	Έτος	Έτος	Έτος
2001	2002	2003	2004	2005
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.656277752	0.59554218	0.260557151	0.210984514	0.091836004
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAK	DAK	DAK	DAK	DAK
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.363361163	0.483242773	0.500877058	0.340384283	0.091302577
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAJ	DAJ	DAJ	DAJ	DAJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.78269493	0.859614084	0.300332002	0.554799906	0.098468091
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
COGS	COGS	COGS	COGS	COGS
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.036513169	0.03294637	0.49473658	0.407645557	0.037662245
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
PROD	PROD	PROD	PROD	PROD
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.815031617	0.911314742	0.735182666	0.822316118	0.043470755
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.318437594	0.0916059	0.042722968	0.081855632	0.388356631

Έτος	Έτος	Έτος	Έτος	Έτος
2006	2007	2008	2009	2010
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.966873998	0.334414557	0.37161743	0.047589133	0.631660349
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

DAK	DAK	DAK	DAK	DAK
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.759462617	0.091461085	0.552541095	0.045044305	0.500339815
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAJ	DAJ	DAJ	DAJ	DAJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.457027761	0.620036258	0.205630609	0.04788558	0.602845468
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
COGS	COGS	COGS	COGS	COGS
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.445525395	0.962762172	0.096062502	0.542458455	0.726084629
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
PROD	PROD	PROD	PROD	PROD
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.960985986	0.099987711	0.673942284	0.710633147	0.087686952
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.085613247	0.038489327	0.025383164	0.100050372	0.377373789

Έτος	Έτος	Έτος	Έτος	Έτος
2011	2012	2013	2014	2015
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ	DAMJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.556028075	0.385174552	0.462816098	0.040831693	0.021917823
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAK	DAK	DAK	DAK	DAK
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.375992449	0.512950878	0.527560837	0.021290464	0.044835227
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DAJ	DAJ	DAJ	DAJ	DAJ
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.712526141	0.214921475	0.375915084	0.100648941	0.030357332
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
COGS	COGS	COGS	COGS	COGS
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.46850897	0.959146722	0.467718603	0.684548231	0.812359638

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΠΑΝΩ ΣΤΑ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΛΟΝΔΙΝΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Πενταράκης Κωνσταντίνος

Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
PROD	PROD	PROD	PROD	PROD
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.077727881	0.6352787	0.089625036	0.091321109	0.670727269
Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης	Μέτρο διαχείρισης
DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP	DISEXP
p-value	p-value	p-value	p-value	p-value
0.091344148	0.242271006	0.2572927	0.415367861	0.044135875

Εύκολα λοιπόν μπορεί να παρατηρήσει κάποιος πως, υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις ανά κατηγορία όπου το p-value των στοιχείων είναι κάτω από το 0,05, πράγμα που σημαίνει πως το φαινόμενο της χειραγώγησης των κερδών ανεξάρτητα σε ποια κατηγορία ανήκουν είναι υπαρκτό. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως κοιτάζοντας λίγο πιο προσεκτικά τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε πως οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις τακτικές διαχείρισης ή χειραγώγησης των κερδών παρουσιάζουν μια προτίμηση στην τακτική διαχείρισης των πραγματικών(αφού όπως βλέπουμε το p-value είναι σε περισσότερες περιπτώσεις κάτω του 0.05), έναντι εκείνης των δεδουλευμένων, λόγω της μικρότερης πιθανότητας να μπορέσουν οι εξωτερικοί ελεγκτές να την εντοπίσουν συμφωνώντας δηλαδή με τις έρευνες του παρελθόντος. Αν εξετάσουμε μάλιστα τα p-value σε μεγαλύτερη κλίμακα (στο 0.1 και όχι στο 0.05 δηλαδή), βλέπουμε πως ακόμη περισσότερες είναι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται κάτω από αυτό το όριο, κάνοντας την ύπαρξη του φαινομένου της χειραγώγησης ακόμη πιο έντονη.

Από την άλλη πλευρά αρκετές είναι και οι επιχειρήσεις τα p-value των οποίων είναι πολύ μεγαλύτερα του 0.05 αλλά και του 0.1, κάτι που σημαίνει πως σε αυτές τις περιπτώσεις δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση. Αυτό είναι κάτι που μπορεί κανείς να το διαβάσει από διάφορες όψεις, εμείς θα μείνουμε στο ότι απλά δεν μπορούμε να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα για το αν υπάρχει ή όχι χειραγώγηση στις συγκεκριμένες περιπτώσεις. Για να ερευνηθεί αυτό χρειάζεται να μελετηθούν περεταίρω στοιχεία των εταιρειών αυτών καθώς αν γίνει αυτό είναι πιθανόν τα αποτελέσματα να είναι πιο ξεκάθαρα. Εν πάση περιπτώσει το ότι δεν απορρίπτεται η  $H_0$  σε αρκετές περιπτώσεις δεν αποτελεί αποθαρρυντικό παράγοντα για τα υπόλοιπα ευρήματα της παρούσας έρευνας.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με την παρούσα έρευνα προσεγγίζουμε τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου εταιρείες για την χρονική περίοδο 2000-2016. Αρχικά παραθέτουμε τις καθοριστικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί και συναντάμε στη διεθνή βιβλιογραφία. Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσει την ύπαρξη και επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης πάνω στη διαχείριση των πραγματικών και των δεδουλευμένων κερδών.

Ο λόγος που τα κέρδη θεωρούνται ένα εν δυνάμει μέγεθος χειραγώγησης είναι γιατί προσελκύουν «πρώτα» τα μάτια των επενδυτών και των ενδιαφερομένων γενικότερα. Η διαχείριση κερδών επιτυγχάνεται με διάφορους τρόπους και μέσα ανάλογα τα κίνητρα των διοικήσεων. Συναντάται χειραγώγηση δεδουλευμένων μεγεθών, λογιστικών προτύπων ακόμη και πραγματικών συναλλαγών. Ενδείκνυται η διαχείριση κερδών να επιδιώκει εξομάλυνση των κερδών (income smoothing) ώστε να προβάλλεται μια εικόνα σταθερότητας ή χειροτέρευση των αποτελεσμάτων (big bath accounting) ώστε να υπάρξει σε μεταγενέστερη χρήση «πιο εντυπωσιακή» αντιστροφή της εικόνας αυτής. Από την ανάλυση των δεδομένων που πραγματοποιήθηκε υπήρχαν σαφείς ενδείξεις ότι οι επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στο μοντέλο μας, κατά ένα μεγάλο αριθμό, τείνουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους, ανεξάρτητα με τη μέθοδο που χρησιμοποιούν .

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως κοιτάζοντας λίγο πιο προσεκτικά τα στοιχεία του πίνακα όπου υπάρχουν τα μέτρα διαχείρισης και το p-value του κάθε μέτρου, παρατηρούμε πως οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις τακτικές διαχείρισης ή χειραγώγησης των κερδών παρουσιάζουν μια προτίμηση στην τακτική διαχείρισης των πραγματικών, έναντι εκείνης των δεδουλευμένων, λόγω της μικρότερης πιθανότητας να μπορέσουν οι εξωτερικοί ελεγκτές να την εντοπίσουν συμφωνώντας δηλαδή με τις έρευνες του παρελθόντος, κάτι που κατά τη γνώμη μας αποτελεί και σημαντικό συμπέρασμα της παρούσας έρευνας.

Τέλος το θέμα της επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης πάνω στη διαχείριση των πραγματικών και των δεδουλευμένων κερδών επιδέχεται περαιτέρω έρευνας. Πιθανές προτάσεις μελλοντικής έρευνας επί του υφιστάμενου θέματος θα μπορούσε να ήταν η επέκταση του δείγματος σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα ώστε τα αποτελέσματα να είναι πιο ακριβή. Κλείνοντας, πεδίο έρευνας μπορεί να υπάρξει και όσον αφορά το βαθμό στον οποίο πιθανή διαχείριση κερδών αποτελεί αιτία στην εμφάνιση μιας κρίσης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Md. Musfiqur Rahman, Mohammad Moniruzzaman and Md. Jamil Sharif, (2013), Vol.11, “Techniques, Motives and Controls of Earnings Management”.
- Paul M. Healy and James M. Wahlen, (1999) “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting” on Accounting Horizons: December 1999, Vol. 13, No. 4, pp. 365-383.
- Sugata Roychowdhury,(2006) “Earnings management through real activities manipulation” on Journal of Accounting and Economics 42 (2006), pp. 335–370.
- Michael Kirschenheiter, Nahum D. Melumad, (2002) “Can “Big Bath” and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies?” on Journal of Accounting Research. Vol. 40, Issue 3, June 2002, pp. 761–796.
- Masters-Stout, Costigan, and Lovata, (2008) “Goodwill impairments and chief executive officer tenure” on Critical Perspectives on Accounting, Vol. 19, Issue 8, December 2008, pp. 1370-1383.
- Anne Beyer, Daniel A. Cohen ,Thomas Z. Lys, Beverly R. Walther, (2010) “The financial reporting environment: Review of the recent literature” on Journal of Accounting and Economics, Vol. 50, Issues 2–3, December 2010, pp. 296-343.
- Mark L. De Fonda , Chul W. Parka, (1997), “Smoothing income in anticipation of future earnings” on Journal of Accounting and Economics, Vol. 23, Issue 2, July 1997, pp. 115-139.
- Richard Chung, Michael Firth, Jeong-Bon Kim, (2005), “Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring” on Journal of Business Research Vol. 58, Issue 6, June 2005, pp. 766-776.

- Yew Ming Chia, Irvine Lapsley, Hing-Wah Lee, (1986) “Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis” on *Managerial Auditing Journal*.
- Gonzalo Rodríguez-Pérez, Stefan van Hemmen,(2010), “Debt, diversification and earnings management” on *Journal of Accounting and Public Policy* Vol. 29, Issue 2, March–April 2010, pp. 138-159.
- Michael C. Jensen,(1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers” on *The American Economic Review* Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1986), pp. 323-329.
- Amy Y. Zang, (2012) “Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management”. *The Accounting Review*: March 2012, Vol. 87, No. 2, pp. 675-703.
- Katherine Gunny,(2010) “The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks”. 23 August 2010.
- Daniel A. Cohen, Paul Zarowin, (2010) “Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings” on *Journal of Accounting and Economics* Vol. 50, Issue 1, May 2010, pp. 2-19.
- Daniel A. Cohen, Aiyasha Dey, and Thomas Z. Lys (2008) “Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods”. *The Accounting Review*: May 2008, Vol. 83, No. 3, pp. 757-787.

- Ross L. Watts, Jerold L. Zimmerman,(1986), “POSITIVE ACCOUNTING THEORY”, Prentice-Hall Inc., 1986.
- Mark L. DeFond, James Jiambalvo, (1994) “Debt covenant violation and manipulation of accruals” on Journal of Accounting and Economics Volume 17, Issues 1–2, January 1994, pp. 145-176.
- Bikki Jaggi, Picheng Lee, (2002) “Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring”, October 1, 2002.
- Amy Patricia Sweeney,(1994) “Debt-covenant violations and managers' accounting responses” on Journal of Accounting and Economics Vol. 17, Issue 3, May 1994, pp. 281-308.
- Ronald A. Dye, (1988) “Earnings Management in an Overlapping Generations Model” on Journal of Accounting Research Vol. 26, No. 2 (Autumn, 1988), pp. 195-235.
- Anil Arya, Jonathan Glover, Shyam Sunder,(1998) “Earnings Management and the Revelation Principle”.
- Martin Walker,(2013) “How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management”.
- M. Alhadab, I. Clacher, K. Keasey,(2015) “Real and accrual earnings management and IPO failure risk” .
- Seraina C. Anagnostopoulou & Andrianos E. Tsekrekos, (2016) “The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management”.